

עניין אישי ומעמד של בעלי השליטה בדיני חברות

שירלי לוי*

עסקאות של חברה ציבורית ניתנות למימון בעזרת הון עצמי, הון זר (חוב) או שילוב של השניים. כאשר לחברה יש בעל שליטה, מימון העסקה בעזרת הון עצמי, המחייב הנפקה של מניות חדשות, עלול לדלל את חלקו בחברה, עד כדי אובדן השליטה בחברה. לעומת זאת, מימון העסקה בעזרת גיוס חוב, אשר משית עלויות שונות על החברה, אינו חושף את בעל השליטה לדילול חלקו בחברה ואינו פוגע במעמדו כבעל השליטה.

כפי שאני מסבירה ברשימה זו, על אף האמור לעיל, אין לראות את האינטרס של בעל השליטה להימנע מדילול ומאובדן שליטה כהופך כל עסקה משמעותית הנשענת על גיוס חוב, חלף הנפקת מניות, לעסקה אשר נגועה בעניין אישי ולפיכך כפופה לאישורים מכבידים. זאת, בניגוד לעמדה העולה מההחלטה החשובה של המחלקה הכלכלית בעניין **אקויטל** משנת 2023. בהחלטה זו נקבע כי עסקת מיזוג של החברה, אשר בעל השליטה התנגד לעיצובה בדרך שתדלל את החזקותיו אל מתחת לרף מסוים ועל כן היא נשענה על גיוס חוב, היא עסקה שלבעל השליטה בחברה היה עניין אישי באישורה. פרשנות זו של בית המשפט בעניין **אקויטל** מובילה לתוצאה הבלתי-רצויה שלבעלי המניות מקרב המיעוט עומדת זכות וטו על עסקאות רבות, ולמעשה גם על עצם ההחלטה בדבר מבנה ההון של החברה, שהיא סוגיה המצויה בלב שיקול הדעת העסקי של קברניטי החברה.

עם זאת, אין משמעות הדבר שבעל השליטה יכול להכתיב את עמדתו לחברי הדירקטוריון, בניגוד לכלל בדבר שמירה על עצמאות שיקול הדעת של הדירקטוריון. הוראה של בעל השליטה לחברי הדירקטוריון כי עליהם לפעול בדרך מסוימת או להימנע מפעולה מסוימת היא הוראה פסולה. הדברים נכונים, מקל וחומר, גם לגבי

* חברת סגל במרכז האקדמי פרס; עמיתת הוראה בפקולטה לניהול ע"ש קולר, אוניברסיטת תל אביב. על הערות מועילות תודה לאלי אמיר, לעידו באום, ללוציאן בבצ'ק, לענר ברגר, לדיויד גילה, לעדיאל זימרן, לשרון חנס, לאברהם טבח, לברק ירקוני, לגלית לוי, לענת לוי, לשבתאי לוי, לשי לוי, לאלעד מן, ליוזם מרגליות, לסטס פרימק, לערן רוזמן, לאסף רוז, לרון שפירא וכן למשתתפי הסמינר המחלקתי במרכז האקדמי פרס.

איומים שבעל השליטה משמיע, דוגמת האיום שהשמיע אילון מאסק, אשר צייץ ברשת X כי הוא ימנע מטסלה כניסה לתחום ה-AI אם הדירקטוריון והאספה הכללית לא יאשרו את התגמול הנדיב שהוא ביקש.

מבוא

- פרק א: רקע לסוגיה ומסגור הפתרון הראוי לה
- פרק ב: פרשנות המונח "עניין אישי" בדין הישראלי
1. עניין אישי עקיף
 2. מניעים מגוונים של בעל השליטה כיוצרים עניין אישי
 3. עניין אישי שלילי
- פרק ג: ההחלטה בעניין אקויטל והביקורת עליה
1. ההחלטה בעניין לייבוביץ – קריאה לפרשנות מאוזנת של מבחן הזיקה העודפת
 2. ההחלטה בעניין אקויטל – הרחבת מושג העניין האישי
 3. הביקורת על ההחלטה בעניין אקויטל
- פרק ד: עניין אישי והאינטרס של בעל השליטה לשמר את שליטתו מילות סיום

מבוא

אילון מאסק נאלץ לוותר על חבילת מניות בטסלה בשווי בלתי נתפס של יותר מ-56 מיליארד דולר, שכן בית המשפט בדלוור פסל בדיעבד את זכאותו להן.¹ מאסק לא הגיש ערעור על פסק הדין,² אלא העמיד לאישור מחדש בדירקטוריון ובאספה הכללית את מענק המניות העצום, אשר נועד להעשיר את כיסו ולבסס את שליטתו בטסלה. האישור

1 ראו *Tornetta v. Musk*, 310 A.3d 430 (Del. Ch. 2024) (להלן: "עניין Tornetta"). ראו גם את ההחלטה המשלימה בעניין, אשר חזרה על פסילת המענק על אף אשרור בעלי המניות שניתן לאחר ההחלטה הראשונה: *Tornetta v. Musk*, C.A. 2018-0408-KSJM (Del. Ch. Dec. 2, 2024).

2 התגובה הראשונית של מאסק על האירוע הייתה ציוץ ברשת X, שם המליץ לאחרים לא להתאגד במדינת דלוור ("Never incorporate your company in the state of Delaware"). הציוץ זכה ביותר מ-50 מיליון צפיות. ראו, *Elon Musk (@elonmusk)*, X (Jan. 31, 2024, 12:14 PM), <https://did.li/Na8lC>, לאחר מכן הוא גם גרם לכך שטסלה, באישור בעלי מניותיה, תתאגד מחדש במדינת טקסס. ראו *Musk Says SpaceX Has Moved Its Incorporation to Texas from Delaware*, REUTERS (Feb. 15, 2024), <https://did.li/YCKrl>.

המחודש אכן ניתן, אך רק לאחר שמאסק צייץ ברשת X שבבעלותו איום מפורש שאם לא תובטח שליטתו בטסלה הוא לא יפתח בה את המודל העסקי מבוסס ה-AI שאותו תכנן לחברה, ואשר השוק מקנה לו שווי רב.³

מובן מאליו שהענקת המניות למאסק על ידי טסלה היא עסקה בניגוד עניינים, וכך גם כל הענקת אחרת של מניות אשר מבצרת את מעמדו של בעל השליטה בחברה. על כן עסקה זו עומדת לאישור מיוחד של הדירקטוריון ובעלי מניות המיעוט. אולם חוקרים בכירים בדיני חברות, ביניהם בבצ'וק וג'קסון, מצאו פסול באיום שהשמיע מאסק כי הוא יעניש את טסלה אם לא יאושר המענק.⁴ איום זה, לשיטתם, משמיט את הקרקע מתחת לאישור שנתנו בעקבותיו הדירקטוריון ובעלי המניות.

אולם מה דינו של המקרה ההפוך שבו חברה ציבורית שוקלת עסקה העשויה לפגוע בבעל השליטה, ובפרט כאשר נשקלת הנפקת מניות אשר מדללת את חלקו של בעל השליטה? האם מותר לבעל השליטה להתנגד להנפקה כזאת ולכוון את פעולת החברה בדרך אחרת? האם מותר לו להשמיע איומים נגד הנפקה מדללת או להכתיב לחברה דרך פעולה חלופית אשר תמנע שחיקה של שליטתו? זוהי תמונת ראי לאירועי אילון מאסק וטסלה המתוארים לעיל, ובעסקה מהסוג הזה מתמקד המאמר הנוכחי.⁵

טלו מקרה שבו חברה ציבורית שוקלת אפשרויות שונות למימון עסקה גדולה הניצבת לפניה. ההנהלה מתלבטת בין הנפקה של מניות לבין הנפקת אגרות חוב של החברה. לבסוף נבחרת האפשרות השנייה, והעסקה יוצאת אל הפועל. אילו נבחרה האפשרות הראשונה, ההנפקה הייתה מדללת את בעלת השליטה בחברה עד כדי אובדן השליטה. האם משמעות הדבר שהעסקה במתווה שנבחר, תוך מימון בחוב, מהווה עסקה בניגוד עניינים המצריכה אישורים מיוחדים בשל עניין אישי של בעלת השליטה? תשובה חיובית משמעה דרישה מכבידה ל"אישור משולש" במסודות החברה, ובכלל זה אישור מיוחד באספה הכללית, לרבות של רוב מקרב המיעוט. כמו כן, האם יש משמעות לכך שבעלת השליטה, המכהנת גם כנושאת משרה, הביעה בדירקטוריון עמדה חד-משמעית נגד האפשרות לממן את העסקה באמצעות הנפקת מניות?

3 הנוסח המלא של הצירוף מיום 15.1.2024 ברשת X הוא: "I am uncomfortable growing Tesla to be a leader in AI & robotics without having ~25% voting control. Enough to be influential, but not so much that I can't be overturned. Unless that is the case, I would prefer to build products outside of Tesla. You don't seem to understand that Tesla is not one startup, but a dozen. Simply look at the delta between what Tesla does and GM. As for stock ownership itself being enough motivation, Fidelity and other[s] own similar Elon Musk (@elonmusk), X ראו stakes to me. Why don't they show up for work?" (Jan. 15, 2024, 10:55 PM), <https://did.li/rgQaa>

4 Lucian Bebchuk & Robert Jackson, *The Elephant in Tesla's Boardroom*, ראו PROMARKET (June 6, 2024), <https://did.li/Pa8IC>

5 הדמיון הלכאורי בין המקרים מתחדד משום שמאסק החזיק במניות טסלה מעבר לרף ה-25%, והוא איבד את מניותיו בשל החלטת בית המשפט (עניין *Tornetta*, לעיל ה"ש 1). רצונו הוא אפוא שהחברה תנקוט מהלך אשר יחזיר לו את כוח השליטה שהיה לו לפני ההחלטה.

לשאלות אלו, כפי שאסביר ברשימה זו, יש משמעות רבה להתנהלותן של החברות הציבוריות בישראל, והן עמדו במרכז החלטתה של המחלקה הכלכלית בעניין **אקויטל**.⁶

נפנה עתה לגוף המאמר. הפרק הראשון יספק רקע לסוגיה, ויציג את השאלה העקרונית שמתעוררת בעקבות הלכת **אקויטל**, את הקשיים שההלכה מעלה, ואת תמצית הפתרון שאני מציעה להתמודדות עם קשיים אלו. הפרק השני יעסוק בהגדרת "עניין אישי" בדני החברות בישראל ובפרשנות המרחיבה שהעניקו לו רשות ניירות ערך והפסיקה. הדיון יסתעף גם לסוגיות של "עניין אישי שלילי" ו"עניין אישי עקיף". בפרק השלישי אפנה לדון בפירוט בהחלטה בעניין **אקויטל** ובביקורת שהוטחה בהחלטה. הפרק הרביעי הוא לב המאמר, ובו אציג את הניתוח שלי להגדרת "עניין אישי" ולהתנגשות בין הצורך להגן על בעלי המניות מן הציבור לבין הגנה על אינטרסים לגיטימיים של בעלת השליטה. בפרק זה אפנה בהרחבה לביקורת שאני מבקשת להשמיע על ההחלטה בעניין **אקויטל**, ואבחן אותה אל מול העמדות האחרות שהשמיעו מלומדים. הפרק החמישי יסכם.

פרק א: רקע לסוגיה ומסגור הפתרון הראוי לה

בעניין **אקויטל** נדון מיזוג שביצעה חברה ציבורית עם חברה בת,⁷ אשר מומן תוך גיוס חוב בהיקף ניכר. קודם לכן בחנה החברה אפשרות לבצע את המיזוג תמורת מניות בלבד, אולם מתווה זה נזנח. לפני קבלת ההחלטה האמורה השמיע חיים צוף, בעל השליטה ויושב ראש הדיקטטוריון של החברה, את עמדתו כי יש להימנע מהנפקת מניות שתדלל אותו אל מתחת לרף של 45% ממניות החברה.⁸

נגד החלטה זו של החברה הוגשה בקשה לאישור תביעה נגזרת בטענה שהעסקה נגועה בניגוד עניינים של בעל השליטה ושהחוב מכביד על החברה. השופט אלטוביה קיבל את הבקשה ואישר להגיש את התביעה הנגזרת.⁹ לשיטתו, יש מקום לסברה כי מדובר בעסקה חריגה הנגועה בעניין אישי של בעל השליטה בה, ועל כן היה מקום להביאה ל"אישור משולש". אישור זה כולל כאמור דרישה לאישור העסקה על ידי רוב

6 להחלטה לאשר את התביעה כנגזרת ראו תנ"ג (כלכלית ת"א) 31850-12-18 **כהן נ' אקויטל בע"מ** (אר"ש 5.3.2023) (להלן: עניין **אקויטל**).

7 ליתר דיוק, העסקה הייתה מיזוג משולש הופכי, אשר במאפייניו אדון בהמשך המאמר.

8 לפני השלמת העסקה ויתר בעל השליטה על מלוא דרישתו, אך גם לאחר מכן כללה העסקה מרכיב מזומן משמעותי. אחוז ההחזקה של בעל השליטה לאחר העסקה עמד על 36.2%. ראו עניין **אקויטל**, לעיל ה"ש 6, בפס' 29.

9 על החלטה זו הוגשו בקשות לדיון חוזר לפני הרכב של שלושה שופטים של המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב. הבקשות התקבלו ביום 30.12.2024, וכפועל יוצא מכך בוטלה ההחלטה של השופט אלטוביה לאשר את התביעה כנגזרת.

מקרב המיעוט, ומאחר שהאישור לא התקבל, נפל לכאורה פגם חמור באישור העסקה. בלשונו של השופט: "איני שותף לעמדת המשיבים, ולטעמי, לכאורה, למר צוף... היה גם היה עניין אישי בבחירת מנגנון הציות לחוק הריכוזיות ואופן ביצועו".¹⁰ כמו כן קבע השופט כי יש מקום לסברה שבעל השליטה הפר את חובותיו כבעל מניות וכדירקטור, וכי יתר חברי הדירקטוריון הפרו את חובות הזהירות והאמון שלהם.¹¹ על החלטה זו נמתחה ביקורת נוקבת באקדמיה ובעיתונות הכלכלית,¹² אשר רק חלקה מוצדק, כפי שעוד אסביר בהמשך. אולם, לפני שאפנה לניתוח ההחלטה בעניין אקויטל, יש לבחון באופן ביקורתי שאלה מרכזית שהובילה לקושי באותו עניין, והיא עצם ההגדרה של "עניין אישי" בדיני החברות בישראל. המונח "עניין אישי" מצוי בלב דיני ניגוד העניינים שבדיני החברות, שכן עסקה הנגועה בעניין אישי נחשבת עסקה חשודה המצריכה אישורים מכבידים.¹³ כפי שנראה, מקור הקושי בעניין אקויטל, וכן בהקשרים רבים אחרים, נעוץ בהגדרה מרחיבה במיוחד של "עניין אישי" בדין הישראלי.

מעבר לים, ובפרט במדינת דלוור שבארצות הברית,¹⁴ עסקה של חברה נחשבת נגועה בניגוד עניינים כאשר בעלת השליטה עושה עסקה עם החברה (דוגמת העסקה של הענקת מניות טסלה למאסק שנוכחה בפתח המאמר) או מפיקה מהעסקה תועלת העולה על חלקה בהון החברה.¹⁵ כלומר, כאשר כתוצאה מאותה עסקה מתרחשת

10 ראו עניין אקויטל, לעיל ה"ש 6, בפס' 9 (ההדגשה הוספה).

11 ראו שם, בסוף דבר: "עילות התביעה הנגזרות יהיו: הפרת אמונים על ידי נושא משרה, הפרת חובת זהירות על ידי נושא משרה, הפרת חובת תום הלב, בעניין אופן קבלת החלטות החברה להתקשר בעסקת המיזוג ואופן קביעת תנאי עסקת המיזוג". כן ראו שם, בפס' 37 ו-38.

12 ראו זוהר גושן ואסף אקשטיין **דיני חברות** 315 (2023) ("בכל הכבוד הראוי, אנו סבורים כי דרך הניתוח שבית המשפט בחר היא שגויה ומובילה לתוצאה קשה להצדקה"). ראו גם גולן חזני "ההחלטה שהופכת את חיים צוף לבעיה החדשה בחוק הריכוזיות" **כלכליסט** (7.3.2023) <https://did.li/M771C> ("להחלטת השופט עשויות להיות השלכות רוחביות מהותיות. עד היום נטו רשות ני"ע ובתי המשפט ללכת לקראת בעלי השליטה בנוגע לסוגיות קיפול פירמידות במטרה לעמוד בחוק הריכוזיות, מתוך הבנה שהמהלכים נעשו כתוצאה מאילוץ ובפרקי זמן קצרים יחסית. והנה, השופט אלטוביה, לראשונה, מחליט בניגוד להקלה שהייתה נהוגה עד היום וקובע שייתכן שבעל השליטה פעל נגד האינטרס של החברה, אפילו שהיה מדובר באילוץ").

13 ס' 270 לחוק החברות ("עסקאות של חברה המפורטות להלן, טעונות אישורים כקבוע בפרק זה, ובלבד שהעסקה היא לטובת החברה...").

14 לדלוור יש השפעה ניכרת ברחבי העולם בכל הקשור לדיני תאגידים. ראו רועי שפירא "להיות כמו דלוור" **עיוני משפט** מד 683, 689 (2021).

15 אף שבדלוור יש חברות רבות שאין בהן בעלי שליטה, היא משופעת גם בחברות עם בעלות מרוכזת, ועל כן ניתן ללמוד מהדין בדלוור גם בכל הנוגע בהתמודדות עם חברות שיש בהן בעלי שליטה. לדיון במבנה הבעלות של החברות בדלוור ראו Clifford G. Holderness, *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, 22 REV. FIN. STUD. 1377 (2009).

חלוקה לא הוגנת של משאבי החברה. המונח שהפסיקה האמריקנית משתמשת בו לעניין זה הוא self-dealing (או בתרגום חופשי – סחר עם עצמך), המבטא סיטואציה שבה בעל השליטה מצוי "משני צידי העסקה" – on both sides of the transaction.¹⁶ זאת, חלף המונח "עניין אישי", שהוא המונח הנהוג בדין בישראל. הדוגמה הקלסית למצב זה היא עסקה בין חברה לבין בעלת השליטה בה (או נושא משרה בה) שבמסגרתה החברה מוכרת לבעלת השליטה או רוכשת ממנה נכסים או שירותים. החשש הטמון בעסקה כזו הוא שבעלת השליטה תנצל את כוחה להשפיע על החברה כדי לקבל מחיר מועדף: מחיר נמוך מהשווי ההוגן כאשר היא קונה מהחברה, או מחיר גבוה מהשווי ההוגן כאשר היא בצד המוכר.¹⁷ חשש זה מצדיק טיפול מיוחד של דיני החברות באמצעות אישורים מכבידים,¹⁸ לרבות דרישה לאישור של רוב מקרב המיעוט של בעלי המניות כאשר מדובר בעסקה חריגה.¹⁹ חשש דומה מתעורר כאשר החברה מבצעת עסקה עם צד שלישי שבה בעלת השליטה מקבלת מאותו צד שלישי עמלה או תמורה אחרת. גם במקרה זה החשש הוא שהתמורה שבעלת השליטה מקבלת עולה על חלקה היחסי בהון המניות של החברה.²⁰

16 לפסק הדין המנחה בעניין זה ראו Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983). פסק הדין דן בסיטואציה שבה אותם דירקטורים עמדו משני צידי העסקה, ובית המשפט קבע כי במצב כזה חלה עליהם חובת תום לב מוגברת, כך שעליהם לקדם את העסקה באופן המקיים את מבחן ההגינות המלאה (entire fairness). לדיון בדין של דלוור בכל הנוגע בענייננו ראו להלן ה"ש 142–152 והטקסט שלידן.

17 דוגמה טיפוסית לכך היא עסקת בזק-יס, המוכרת היטב בשוק ההון הישראלי, שבמסגרתה מכר בעל השליטה בבזק, שאול אלוביץ', לבזק את חלקו בחברת הלווין יס. עסקה זו הניבה שפע הליכים פליליים ואזרחיים, שעודם תלויים ועומדים. ראו יניב רחמי, רחלי בינדרמן וגולן חזני "עסקת בזק-yes אושרה למרות כל סימני האזהרה" כלכליסט (21.6.2017) <https://did.li/yVEIw> ("הדירקטוריון, שאישר את העסקה, בחר ליישר קו עם הערכת שווי של מריל לינץ', שהעניקה שווי גבוה יותר לאחזקות של יורוקום ב-yes"); ת"פ (כלכלית ת"א) 51538-12-20 מדינת ישראל נ' אלוביץ' (אר"ש 20.7.2022); ע"פ 5955/22 מדינת ישראל נ' אלוביץ' (אר"ש 13.7.2023).

18 זאת, כחלק מכללי אישור העסקאות בניגוד עניינים. ראו ס' 268–284 לחוק החברות.
19 "עסקה חריגה" מוגדרת בס' 1 לחוק החברות כ"עסקה שאינה במהלך העסקים הרגיל של החברה, עסקה שאינה בתנאי שוק או עסקה העשויה להשפיע באופן מהותי על רווחיות החברה, רכוש או התחייבויותיה".

20 גם כאשר אין לחברה בעל שליטה ניתן לאתר בעלי מניות שהשפעתם על החברה גדולה. במקרים מעין אלה הציעה מורן אופיר מבחן המאפשר לזהות אותם ולחייבם בחובת ההגינות החלה על בעלי השליטה. ראו מורן אופיר "חובת ההגינות, בעלי כוח הכרעה וחברות ללא גרעין שליטה" משפטים נג (צפוי להתפרסם). ייתכן שבנסיבות אלו יש להחיל עליהם גם מגבלות מכוח דיני אישור עסקאות בניגוד עניינים. אכן, הצעת החוק לתיקון חוק החברות מציעה להחמיר את האיסורים על בעלי מניות מהותיים בחברות ללא שליטה. ראו ס' 25 (הוספת ס' 275א לחוק החברות) להצעת חוק החברות (תיקון מס' 37) (ממשל תאגידי בחברות ציבוריות שאין בהן בעל שליטה), התשפ"ג-2023, ה"ח הממשלה 1198, 1206.

אולם המשפט הישראלי הרחיק לכת אף מעבר לכך. לשם פירושו של המונח הסתום "עניין אישי" אימץ בית המשפט העליון את מבחן הזיקה העודפת. על פי מבחן זה, "...כל זיקה אישית שיש לבעל מניות לעיסקה הנדונה הנוספת על הזיקה שיש לבעל המניות בחברה בתור שכזה, עשויה להיחשב ל'עניין אישי' של בעל המניות בעיסקה הנדונה. הזיקה אכן יכולה, אך אינה חייבת, להיות טובת הנאה כלכלית לכיסו הפרטי של בעל המניות".²¹ זהו מבחן מרחיב בהרבה מההגדרה הנהוגה כאמור מעבר לים, שכן התיבה "זיקה אישית" אינה מוגבלת בהכרח לחלוקה לא הוגנת של התמורה הנובעת מהעסקה.²²

זו גם גישתה של רשות ניירות ערך. על פי פרשנותה של הרשות, מניע מיוחד של בעלת השליטה לקיומה של העסקה או אינטרס שלה בעסקה החורג מזה של בעל מניות מן הציבור יכולים לעלות כדי זיקה עודפת, ומכאן גם כדי עניין אישי. זאת, אף אם בעלת השליטה אינה זוכה בחלק לא הוגן מתמורת העסקה. כך קבעה הרשות, למשל, בעניין פיצול עסקי של החברה לישראל, אף שהפיצול היה שוויוני מנקודת הראות של כלל בעלי המניות.²³

עמדת הרשות כי יש בעסקה עניין אישי נבע מכך שהפיצול העסקי טמן בחובו, לשיטתה, מעבר למשטר משפטי שהיה נוח יותר לבעלי השליטה מאשר לבעלי מניות המיעוט.²⁴ אם כן, השינויים שיצר הפיצול העסקי והרישום למסחר בחו"ל (אף שאין בהם כדי להביא לידי חלוקת משאבים לא הוגנת כתוצאה ישירה של העסקה) "יוצרים לעמדת סגל הרשות זיקה עודפת מהותית לבעל השליטה בקשר עם המהלך",²⁵ כפי שניסחה הרשות את הדברים.

21 ע"פ 3891/04 ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל, פ"ד ס(1) 294, פס' 49 (2005) (להלן: עניין ערד).

22 בחלוקה לא הוגנת של תמורת העסקה הכוונה היא שאחד מבעלי המניות נהנה מתמורת העסקה או מהתועלת הצומחת ממנה מעבר לחלקו בהון המניות של החברה. אין הכוונה למצב שבו לאחד מבעלי המניות יש הֶגְנֵעָה (מוטיווציה) מיוחדת לביצוע העסקה או שהיא עונה על צורך אישי כלשהו שלו.

23 ראו את תשובתה של רשות ניירות ערך כפי שעולה ממכתבה של צפנת מזר, מערך רגולציה וייעוץ משפטי, מחלקת תאגידים ברשות ניירות ערך, לליאור פורת ונורית טראוריק, גורניצקי ושות' עורכי דין, בעניין "בקשת הנחיה מקדמית – החברה לישראל בע"מ" (30.7.2014) <https://did.li/jKc6q> (להלן: תשובת רשות ניירות ערך).

24 זאת, שכן החברה החדשה שהוקמה, חברת קנון, שאליה פוצלו חלק מעסקי החברה לישראל, היא חברה זרה שמניותיה נסחרות בנאסד"ק לצד המסחר שלה בבורסה בישראל. ראו שם, בפס' 4.1 ("מקורו של עניין אישי זה בקיומם של הבדלים ניכרים בין ההשפעות וההשלכות של המהלך על בעלי מניות המיעוט לבין השפעותיו על בעל השליטה, הכוללות בעיקר שינוי שיטת דיווח, שינוי דיני החברות ושינוי אפשרי בכללי המסחר ביחס לחלק משמעותי מפעילותה הנוכחית של החברה, אשר תועבר לחברה החדשה. הבדלים אלו יוצרים לעמדת סגל הרשות זיקה עודפת מהותית לבעל השליטה בקשר עם המהלך").

25 שם.

גם בפרשנות של בתי המשפט למונח "עניין אישי" ניתן למצוא תימוכין לעמדה מרחיבה, הרבה מעבר לחלוקה לא הוגנת של משאבי החברה. כך, למשל, בעניין **רוזנפלד**²⁶ קבע השופט כבוב כי צורך דחוף של בעל השליטה במזומנים יכול לעלות כדי "עניין אישי" בפעולה או עסקה של החברה, אף כאשר נשמר עקרון השוויון בפעולת החברה. זוהי הרחבה נוספת, שכן המונח "זיקה עודפת" כלל במקרה זה, לדעת השופט, מניע ייחודי של בעל השליטה לקיום העסקה, אף שמדובר בפעולה שתוצאתה שוויונית מנקודת הראות של כלל בעלי המניות. לדברי בית המשפט, "...בנסיבות מסוימות, הצורך של בעל מניות בכספי דיבידנד עלול ליצור חשש מהותי להטיית שיקול דעתו להעדרת טובתו האישית על פני טובת החברה".²⁷

התפתחויות אלו בהגדרת "עניין אישי" מובילות אותנו אל הדיון בפרשת **אקויטל**. פרשנותו של השופט אלטוביה למבחן הזיקה העודפת באותו עניין מהווה במידה רבה המשך לקו מחשבה זה, שהוא לוקח אותו צעד נוסף קדימה. במה דברים אמורים? גם בעניין **אקויטל** התועלת הצומחת לכל בעלי המניות מהעסקה היא תועלת שוויונית, על פי החזקתם במניות החברה. לבעל השליטה אין תועלת עודפת, ואין חלוקה לא הוגנת של תמורת העסקה או של משאבי החברה.²⁸ למעשה, בעניין **אקויטל** אף אין לבעל השליטה אינטרס או מניע מיוחד (החורג מעניינם של יתר בעלי המניות) בעסקה, כפי שזו עוצבה על ידי החברה.²⁹ אולם לעסקה היה מבנה חלופי, שנשקל ונזנח, והוא מימון העסקה על דרך של הנפקת מניות. לבעל השליטה היה אינטרס ייחודי שחלופה זו לא תיבחר, שכן הנפקה מובילה לדילול, ככל שבעל השליטה אינו רוכש במסגרת ההנפקה מניות נוספות, ועל כן היא מסכנת את מעמדו כבעל השליטה.³⁰

26 תנ"ג 48081-11-11 **רוזנפלד נ' בן דב** (אר"ש 17.3.2013).

27 שם, בפס' 124 (ההדגשה במקור). עם זאת, ניתן להתרשם שבעניין **ורדניקוב** הביע השופט עמית הסתייגות מסיווגם של קשיי נזילות כיוצרים עניין אישי בהקשר של חלוקת דיבידנד. ראו ע"א 7735/14 **ורדניקוב נ' אלוביץ**, פס' 95 לפסק הדין של השופט עמית (אר"ש 28.12.2016).

28 הכוונה היא כמובן להעדר תועלת עודפת ישירה לבעל השליטה כתוצאה מהעסקה. איני מתעלמת מכך שיש ערך לשליטה, ושעסקה המשמרת את השליטה היא עסקה המשמרת ערך זה. אף על פי כן, כפי שאני מסבירה, אין לראות את התועלת הנובעת לבעל השליטה משימור השליטה כעולה כדי עניין אישי.

29 לשם פישוט הדיון אני מתעלמת בשלב זה מכך שהעסקה כולה נבעה מהאילוץ של החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013 (להלן: חוק הריכוזיות). ראו להלן ה"ש 111 והטקסט שליידה.

30 האינטרס של בעל השליטה נגד דילול הוא ייחודי במובן זה שבעל השליטה הוא היחיד שהדילול עלול להביאו לידי אובדן שליטה בחברה, על כל הנובע מכך. אולם ייתכן בהחלט שגם לבעלי מניות אחרים יהיה אינטרס נגד דילול. ראו, למשל, רע"א 1832/95 **קוגלר נ' תעשיות רוגוזין בישראל בע"מ** (נבו 28.7.1995). בעניין זה ביקש התובע, אשר לא היה בעל השליטה, לשמר את השפעתו המשמעותית בחברה לנוכח עסקה שהייתה עתידה להעניק שליטה לאחד מבעלי המניות האחרים. מכל מקום, לבעל השליטה, להבדיל מבעלי מניות אחרים, יש מעמד ייחודי המאפשר לו להשפיע על עיצוב העסקה.

שליטה בחברה מקנה תועלת "פרטית" לבעל השליטה (private benefits of control), כזאת שבעלי מניות אחרים אינם נהנים ממנה.³¹ מדובר בתועלת הנובעת מסיבות מגוונות – בעל השליטה הוא שמכוון את דרכה של החברה, והוא יכול לנצל את מעמדו לטוב³² או לרע.³³ כפי שהיטיבה להסביר פרופ' אופיר: "כדי לרכוש מבעל שליטה... את החזקתו בחברה בעסקה רצונית, יש לשלם לו פרמיה שתפצה אותו על אובדן טובות-ההנאה הפרטיות במכירת השליטה, וככל שאלה גבוהות יותר, גם גובה הפרמיה שהוא ידרוש כפיצוי על אובדן יהיה גדול יותר".³⁴ מחקרים אמפיריים הראו כי לתועלת פרטית זו משליטה, אשר באה לידי ביטוי בפרמיית השליטה, יש ערך רב, אף שהוא מצוי במגמת ירידה בישראל בשנים האחרונות.³⁵ על כן ניתן לומר כי לבעל השליטה בעניינו יש עניין אישי שלילי (עניין אישי "נגד" העסקה) במתווה שלא נבחר, שהיה מדלל אותו עד כדי אובדן השליטה בחברה.³⁶

ראו גם דני בן-שחר ואח' "שליטה ללא שליטה" **חידושים בניהול** 15, 4 (2024) (דיון בכוח האפקטיבי המוגבר של בעל מניות המחזיק בלוק של מניות בהיקף בינוני (עד 25%), כאשר יתר המניות מתחלקות בין כמה גופים מוסדיים והציבור הרחב, להשפיע על החלטותיה של האספה הכללית).

31 לדיון מעמיק בתועלת הפרטית משליטה ובהשפעתה על מבנה הבעלות בחברה ראו Lucian Arye Bebchuk, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control* (Nat'l Bureau of Econ. Res., Working Paper No. 7203, 1999), <https://did.li/tSi6q>.

32 גושן וחמדני מצביעים על כך ששליטה מקנה לבעל השליטה יכולת לכוון את החברה על פי החזון האידיוסינקרטי שלו, לרבות יכולת למנות מועמדים מטעמו לדיקטטוריון ולהנהלה, ומכאן שליכותו לשלוט בחברה יש ערך מיוחד עבורו. ראו Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 YALE L.J. 560 (2016).

33 לדיון בצדדים השליליים של שליטה ראו זוהר גושן "'בעיית-הנציג' כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" **ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקצ'יה: חיבורי משפט** 239, 274–266 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ'יה ומרדכי א' ראבילו עורכים) (1996).

34 ראו מורן אופיר "פרמיית השליטה בעסקות מיזוג מסוג "going private" **משפט ועסקים כ** 541, 543–542 (2017).

35 ראו Ronen Barak & Beni Lauterbach, *Estimating the Private Benefits of Control from Partial Control Transfers: Methodology and Evidence*, 2 INT'L J. CORP. GOVERNANCE 183 (2011); Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537, 544 (2004); אילון בלום, שרון חנס, רויטל יוסף ובני לאוטרבך "שווייה של שליטה בחברה בעקבות רפורמות מקיפות בממשל התאגידי הישראלי" **משפטים** נא 769 (2022). כאמור, מחקרים אלו מעידים כי בשנים האחרונות פרמיית השליטה מצויה במגמת ירידה בישראל. משכך, הדבר צפוי להשפיע גם על האטרקטיביות של שימור השליטה מנקודת מבטם של בעלי השליטה. ירידה זו בפרמיית השליטה תומכת במסקנת המאמר, שכן היא מקטינה את החשש שבעל השליטה ידחף את החברה להימנע מהנפקת הון מטעמים פסולים של שימור תועלת פרטית משליטה עבורו. עם זאת, אין להתעלם מקיומו של האינטרס גם לאחר הירידה הכללית בפרמיית השליטה.

36 לדיון בעניין אישי שלילי ראו להלן תת-פרק ב3.

לשיטת התובע הנגזר בעניין **אקויטל**, אינטרס זה של בעל השליטה עיוות את שיקול הדעת של החברה, גרם לבחירת החלופה הטובה פחות להשלמת העסקה, ויצר לחברה עלויות (בדמות ריביות על החוב שגויס כדי לממן את רכיב המזומן בעסקה). על כן אינטרס זה עולה לדעת התובע כדי עניין אישי, ומשכך העסקה הצריכה לשיטתו אישור משולש. בית המשפט, כאמור, אימץ את הלוגיקה הזאת ואישר את הגשת התביעה הנגזרת. כפי שאסביר מיד, אני סבורה כי בית המשפט הרחיק לכת בפרשנותו, אף שבנסיבות העניין אני סבורה שיש הצדקה לשורה התחתונה של ההחלטה.

ייחודו של הדין הישראלי בעניין זה נעוץ בכך שהוא מרחיב את היריעה של דיני ניגוד העניינים גם למקרים של אינטרס או מניע ייחודי של בעלי השליטה, וכל זאת בשל הגדרה רחבה של המונח "עניין אישי". ברשימה זו אני מבקשת לצאת נגד הכרעה עקרונית זו, המרחיבה באופן משמעותי את המצבים המחייבים אישורים מיוחדים. הכרעה עקרונית זו ראויה לעיון נפרד. אולם כל עוד הכרעה זו עומדת בעינה, יש להכיר בכך שהיא מביאה לידי התנגשות בין האינטרס להגן על בעלי מניות המיעוט בעזרת דיני ניגוד העניינים לבין אינטרסים אחרים של בעלי השליטה, שחלקם לגיטימיים. בפרט, בעניין **אקויטל**, ניצבת כנגד ההגנה האמורה שאלת זכאותו של בעל השליטה לשמור על מעמדו כבעל השליטה מפני פעולות מדללות של דירקטוריון החברה.

שאלה זו מתעוררת באין־ספור אירועים משמעותיים במהלך חייה של החברה הציבורית. למעשה, היא מתעוררת בנוגע לכל עסקה של החברה המצריכה גיוס של מימון חיצוני בהיקף ניכר, שכן החברה ניצבת לעיתים מזומנות בפני השאלה אם לגייס את הסכום הנדרש לעסקה על דרך של הון או חוב. השאלה מתעוררת אפילו בהקשר של תגמול עובדי החברה ומנהליה, משום שדרך שכירה לתגמול עובדים היא באמצעות אופציות או מכשירים הוניים אחרים. דרך תגמול כזאת מדללת את בעלת השליטה, ועל כן הבחירה במנגנון התגמול של עובדי החברה יכולה גם היא לעורר את השאלה שעלתה בעניין **אקויטל**.³⁷

עסקה של מיזוג, דוגמת זו שראינו בעניין **אקויטל**, ותגמול עובדים הם שני קצוות של ספקטרום שביניהם מקרי ביניים רבים. בעסקת מיזוג השאלה שהמאמר מנתח בולטת במיוחד משתי סיבות – האחת היא היקפה הגדול של העסקה, והאחרת היא שעסקאות של מיזוג ורכישה כוללות לעיתים קרובות הנפקת מניות למימון העסקה כחלק בלתי נפרד ממנה. זאת, שכן תשלום במניות של החברה הרוכשת מהווה תמורה שגרתית בעסקאות כאלה. לעומת זאת, עסקאות או פעולות משמעותיות אחרות של החברה – דוגמת הקמת קו ייצור חדש, רכישת קרקע ורכוש קבוע אחר, או השקעה

37 הדוגמה שבה חברה בוחרת לתגמל את עובדיה במזומן חלף האפשרות לתגמלם במכשירים הוניים (מניות או אופציות של החברה) היא כמובן קצה הספקטרום של עסקאות שגרתיות של החברה אשר אינן חשודות בעניין אישי של בעל השליטה, אף שבכך נמנע דילול שלו. קשה להעלות על הדעת טענה נגד בעל השליטה של חברה שנמנעה מלתגמל את עובדיה באופציות או במניות על כך שתגמול העובדים במזומן מהווה עסקה הנגועה בניגוד עניינים שלו. אף על פי כן, בפועל אין להוציא מכלל אפשרות שהשיקול נגד דילול מטה את שיקול דעתה של הנהלת החברה גם במקרים אלו, בייחוד כאשר ההחזקות של בעל השליטה קרובות לרף של אובדן השליטה.

במחקר ופיתוח – מחייבות גם הן לעיתים קרובות מימון חיצוני, אולם התשלום בעבור העסקה עצמה מתבצע כמעט תמיד במזומן.

לעיתים יהיה צורך בהנפקת הון או בנטילת חוב באופן ספציפי לטובת העסקה, ופעמים אחרות ידובר בגיוס הון או חוב שאינו מיועד באופן ספציפי לעסקה אולם משרת גם אותה. בסופו של דבר, שאלת המימון החיצוני והאינטרס המובנה של בעלת השליטה נגד מימון בהון מצויה על סדר היום גם במקרים מעין אלה, אף אם היא בולטת פחות. למעשה, ניתן לראות חברות ציבוריות אשר באופן שיטתי, במשך שנים ארוכות, שבות וחוזרות אל שוק ההון לצורך גיוס חוב בלבד, כדי לשרת שורה של עסקאות גדולות.³⁸

אם כן, כל אימת שהחברה מגייסת מימון למטרה כלשהי, ואף ללא מטרה ספציפית, מתעוררת השאלה אם הגיוס (כאשר הוא אינו גיוס הוני טהור) אינו נגוע בניגוד עניינים של בעלת השליטה. כך, כל הנפקת אג"ח נהפכת לחשודה, והתוצאה היא התערבות בעצם ההחלטה של החברה על מבנה ההון שלה. גם כאשר בעלת השליטה אינה קרובה לרף איבוד השליטה היא עשויה בכל זאת להיות רגישה לשאלת הדילול.³⁹ סוגיית האינטרס של בעלת השליטה בשמירת מעמדה כבעלת השליטה ונגד דילול עולה גם כאשר בסופו של דבר עסקה אינה יוצאת אל הפועל כלל.⁴⁰

יתר על כן, ככל שבתי המשפט יחמירו בהגדרת "עניין אישי" ככוללת את האינטרס נגד דילול, יש לצפות שחברות יימנעו מעסקאות הממומנות בחוב (דוגמת זאת שנדונה בעניין אקויטל), כדי להימנע מביקורת שיפוטית. התפתחות כזאת אינה משרתת בהכרח את טובת המיעוט.⁴¹

מכל מקום, בשאלה העקרונית העומדת על הפרק עמדתי היא שככלל אין לקבוע כי האינטרס של בעלת השליטה לא להידלל עולה כדי עניין אישי. המגוון הרחב של מצבים שבהם האינטרס נגד דילול משפיע על התנהלות החברה מוביל למסקנה זו. מכיוון שרוב העסקאות המשמעותיות ניתנות למימון באמצעות הנפקת מניות במקום חוב, הגדרת האינטרס נגד דילול כעניין אישי תוביל לתוצאה אבסורדית – כל עסקה חשובה תצריך אישור של המיעוט, ובפועל השליטה בגורל החברה תעבור לידי המיעוט. כל זאת נוסף על העלויות הכרוכות בהליכי האישור.

למסקנה כי עניין אישי אינו כולל את האינטרס של בעלת השליטה לשמור על מעמדה כבעלת השליטה יש עוגן גם בלשון החוק. סעיף 1 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, קובע כי אין לראות כעניין אישי כל "ענין אישי הנובע מעצם החזקת מניות בחברה". מאחר שהשליטה נובעת מהחזקת מניות, האינטרס לשמור עליה מוחרג מגדר

38 טלו לדוגמה את המקרה של קבוצת עזריאלי. למן הנפקתה לציבור, ביוני 2010, ביצעה החברה כמה סבבי גיוס בסכומים עצומים – כולם בדרך של הנפקות אג"ח חלק הנפקת מניות. ראו, למשל, ניצן כהן "אחרי האקזיט הענק: עזריאלי מגייסת 700 מיליון שקל" <https://did.li/uJtgT> (27.6.2023) ice

39 להרחבה ראו את הדיון בפרק ד להלן.

40 שם.

41 לדיון מורחב בסוגיה זו ובהשלכותיה ראו פרק ד להלן.

העניין האישי. פרשנות זו עולה בקנה אחד עם הגישה הרואה בשליטה קניין של בעל השליטה.⁴²

עם זאת, איני סבורה כי הביקורת על ההחלטה בעניין **אקויטל** מוצדקת במלואה. הפרשנות שהבאתי לעיל, שלפיה אין לראות את עצם האינטרס של בעלת השליטה להימנע מדילול כעניין אישי, אינה מצדיקה התערבות של בעלת השליטה בפעולת הדירקטוריון בשם אותו אינטרס. דירקטור נדרש להפעיל שיקול דעת חופשי, ובעלת השליטה נדרשת לרסן את כוחה כאשר היא מתנהלת אל מול הדירקטורים. עיקרון מרכזי זה בא לידי ביטוי גם בסעיף 106(א) לחוק החברות, שלפיו "דירקטור, בכשירותו ככזה, יפעיל שיקול דעת עצמאי בהצבעה בדירקטוריון... ויראו באי-הפעלת שיקול דעת עצמאי כאמור... הפרת חובת אמונים". לצד זאת נקבע בסעיף 106(ב) כי "...לא יפגע אדם בשיקול הדעת העצמאי של דירקטור".

כללי המשחק של דיני החברות ברורים אפוא, אף אם במציאות בוחרים לעיתים להפר אותם. לבעלת השליטה יש כוחות גדולים. היא שממנה את הדירקטורים ויכולה לפטרם, ככל שאין מדובר בדירקטורים חיצוניים. זיקת המינוי, כמו גם החשש מפיתורים, מניעים את הדירקטורים להתחשב במידה רבה באינטרסים של בעלת השליטה. עם זאת, הדירקטורים מצויים גם בחובות אמון וזהירות כלפי החברה, וכאמור, הם גם מחויבים להפעיל שיקול דעת עצמאי בהצבעה בדירקטוריון. על כן יש הבדל בין מצב שבו האינטרסים של בעלת השליטה מובאים בחשבון לבין מקרה שבו בעלת השליטה קובעת תכתיב אשר שולל לחלוטין את חופש הבחירה מהדירקטוריון או מוביל לעימות ישיר בינה לבין הדירקטורים. כך קובעת גם הפסיקה מעבר ליס.⁴³ דומה כי בעל השליטה באקויטל חרג מכללי המשחק לעניין זה. הוא לא הסתפק בכך שהדירקטורים יביאו בחשבון את האינטרס שלו להימנע מדילול, אלא קבע, כתכתיב בדירקטוריון, כי אין לדלל אותו אל מתחת לרף מסוים.⁴⁴ פעולה מעין זו אינה לגיטימית. היא נוטלת את האינטרס של בעל השליטה נגד דילול ומציבה אותו במרכז הבמה. היא גם פוגעת ביכולת החופשית של יתר הדירקטורים לאזן בין השיקולים השונים, ומכתיבה להם שיש עדיפות לענייניו של בעל השליטה על השיקולים של טובת החברה. על פני הדברים, בהכתבה זו יש משום הפרה של חובת ההגיונות ושל החובה

42 ראו גושן ואקשטיין, לעיל ה"ש 12, בעמ' 316 ("...חובת ההגיונות של בעל השליטה אינה דומה בהיקפה לחובת האמונים של נושאי המשרה; היא נחשבת לחובה קלה יותר, ובוודאי שאינה דורשת מבעל השליטה לפעול באופן שיפגע באינטרס הרכושי שלו בשימור השליטה בחברה... [וזאת] במיוחד בהינתן שדיני החברות בישראל מכירים בכך שאינטרס השליטה הוא זכות קניינית של בעל השליטה").

43 ראו להלן ה"ש 165.

44 בית המשפט הציג את הדברים כך: "מתצהירו של מר צוף עולה כי במסגרת הדיון בחלופת המיזוג הציב לחברה הגבלה לפיה לא יסכים לדלל את מניותיו מתחת ל-45.01% מהון המניות המונפק של החברה לאחר המיזוג...". ראו עניין **אקויטל**, לעיל ה"ש 6, בפס' 12. זאת, אף שרף זה נחצה לבסוף, כך שהעסקה דיללה אותו בפועל אל מתחת ל-45%. במשמעותה של עובדה זו ארון בהמשך.

לא לפגוע בשיקול הדעת העצמאי של הדירקטורים. הפעלת הלחץ הישיר על הדירקטורים ומתן ההוראה שעליהם להימנע מדילול (אל מתחת לרף מסוים) אינם מהווים צעדים לגיטימיים במסגרת דיני התאגידים.

לאחר קבלת רשימה זו לפרסום ניתן פסק הדין בדיון החוזר בפרשת **אקויטל**, בהרכב של שלושה שופטים של המחלקה הכלכלית.⁴⁵ זהו הליך ייחודי, מעין-ערעורי, בנוגע להחלטה המאשרת תביעה נגזרת בעילה כלכלית.⁴⁶ בהחלטה בדיון החוזר בפרשת **אקויטל** הפך בית המשפט את ההחלטה של השופט אלטוביה שרשימה זו דנה בה.⁴⁷ בית המשפט אימץ את הגישה שלפיה האינטרס של בעל השליטה נגד דילול אינו עולה כדי עניין אישי.⁴⁸ זאת, בדומה לאמור במאמר זה. אולם פסק הדין בדיון החוזר לא מיצה את הטעמים לכך, שאותם אפרט בהרחבה, ובפרט לא מיקד את מקור הקושי בהגדרה המרחיבה והייחודית שהדין הישראלי אימץ לסוגיית העניין האישי.

כמו כן, ובניגוד לניתוח במאמר זה, בית המשפט שגה לטעמי כאשר הקל ראש בעובדה שבעל השליטה באקויטל הורה לדירקטוריון החברה לעצב את העסקה באופן שימנע את דילולו מתחת לרף מסוים.⁴⁹ בפרט, בית המשפט בדיון החוזר סבר בטעות כי לבעל השליטה עומדת זכות וטו על העסקה המדללת בכובעו **כבעל מניות**. מאחר שבית המשפט סבר – בשגגה, כאמור – כי לבעל השליטה יש זכות וטו על העסקה באספה הכללית, הוא לא ראה כל קושי בהתערבותו של בעל השליטה בפעולת הדירקטוריון. על כך ארחיב בהמשך.

בטרם אמשך אוסיף שתי הערות לגבי ההחלטה לאשר את התביעה הנגזרת. ראשית, השופט אלטוביה בחר במודע בקו פרשני מחמיר להגדרת "עניין אישי", באומרו: "...במקרה של ספק, אין ספק". רוצה לומר, אם מתעורר ספק באשר לקיומו או אי קיומו של עניין אישי, נכון ברגיל לנקוט במשנה זהירות כאילו מדובר בקיומו של עניין אישי.⁵⁰ דברים מעין אלה משמיעים לעיתים קרובות עורכי דין המלווים עסקה מורכבת כאשר אין תקדים ברור המנחה אותם כיצד לפעול. לנוכח ההשלכות הקשות של קביעה שיפוטית כי העסקה נגועה בעניין אישי, ראוי לעיתים להזהיר את הלקוח ולהמליץ לו לנקוט משנה זהירות. אולם הערכאה השיפוטית עצמה מחויבת בניתוח

45 ת"א (כלכלית ת"א) 36962-05-23 **צוף נ' כהן** (אר"ש 30.12.2024) (להלן: הדיון החוזר בפרשת **אקויטל**).

46 לדיון נרחב בהליך הדיון החוזר ובהנצעות שלו באספקלריה של התובענה הייצוגית ראו יובל ארז "עוד חוזר הדיון: על ההליך של 'דיון חוזר' בדיני התובענות הייצוגיות" **פורום עיוני משפט** מז (תשפ"ה).

47 ראו הדיון החוזר בפרשת **אקויטל**, לעיל ה"ש 45, בפס' 45, 69 ו-93.

48 ראו שם, בפס' 61: "לטעמנו, החלטה בעניין מבנה ההון של החברה ובכלל זה שאלות הנוגעות לאופן המימון של עסקאות – באמצעות הנפקת מניות או גיוס חוב – אינה יוצרת חשש אינהרנטי לחלוקה לא שוויונית של משאבי החברה ובדומה גם ההחלטה לאשר את עסקת המיזוג ואת מבנה התמורה שתשלם החברה במסגרתה אינה מעלה חשש כזה".

49 ראו להלן בפרק ד.

50 שם, בפס' 10.

זהיר ומאוזן של אותו עניין אישי, שכן הרחבה יתרה של מונח זה עלולה לסרב באופן ניכר את פעולת החברה, כפי שכבר הזהירו שופטים אחרים.⁵¹ במקרה שלפנינו, כפי שפירטתי לעיל, יש להישמר במיוחד מפני הגדרה גורפת של האינטרס של בעל השליטה בשימור מעמדו כעולה כדי עניין אישי.⁵² שנית, קיימים אינטרסים נוספים של בעלת השליטה שיש להישמר מהגדרתם כיוצרים עניין אישי בעסקה או בפעולה של החברה. במסגרת זו בולט האינטרס של בעלת השליטה בהכוונת דרכה של החברה.⁵³ למעשה, זהו האינטרס המכונן את קיומה של השליטה.⁵⁴ נניח, למשל, כי לבעלת השליטה יש מומחיות בתחום הנדל"ן. האם הובלת החברה לביצוע עסקאות בנדל"ן תוך זניחת כיווני התפתחות אחרים עולה כדי עניין אישי?⁵⁵ התשובה הברורה שיש לתת לשאלה זו היא שלילית. האינטרס הלגיטימי של בעלת השליטה לכוון את החברה לפי הבנתה ונטייתה אינו עולה כדי עניין אישי.⁵⁶

- 51 ראו את דברי השופט רונן בתנ"ג (כלכלית ת"א) 7541-12-14 **לייבוויץ נ' יורש**, פס' 98 (אר"ש 2.6.2016) ("...יש להיזהר מפני הרחבת היריעה מעבר לנדרש... לאור המחיר שיש לסיווג כזה על מהלך העסקים של החברה..."). יש להבין עוד כי הדרישה לאישור העסקה על ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט עלולה להביא עימה קשיים העולים על סרבול ועיכוב גרידא. במקרים מסוימים דרישה זו עלולה להוביל אף לסחטנות או לעירוב של שיקולים זרים אחרים בהחלטת המיעוט. לעיתים עסקה עלולה להיכשל גם בשל שיקול דעת מוטעה של מי שהאינטרס שלו בטובת החברה מצומצם מזה של בעל השליטה.
- 52 לעמדה נוגדת, שלפיה הקביעות בעניין **אקויטל**, לרבות הקביעה כי "במקרה של ספק, אין ספק", הן קביעות מתבקשות בנסיבות העניין, ראו עמיר ליכט "צוף, תראה! – עניין אישי ושיקולים זרים של נושא משרה והסעד על הפרת חובת אמון" **נקודה בסוף משפט** (2.4.2023) <https://did.li/a7nx5>. וכך כותב ליכט: "גם בדברים אלה אין חידוש דוקטרינרי. העמדה כי 'אם יש ספק, אין ספק' – ביחס להפרת חובת אמון במופעה השונים במשמע – מדריכה את דיני האמונות זה דורות. הדין נוקט גישה מניעתית (prophylactic) עקבית כדי 'למנוע את הרע בטרם יארע'...".
- 53 ראו Goshen & Hamdani, לעיל ה"ש 32.
- 54 ראו הגדרת המונח "שליטה" בס' 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, שאליו מפנה ההגדרה של "שליטה" בס' 1 לחוק החברות – "היכולת לכוון את פעילותו של תאגיד...".
- 55 לחלופין, ייתכן שהובלת החברה להשקעה בתחומים מגוונים תנבע מרצונו של בעל השליטה לבזר סיכונים, שהרי בניגוד לבעל מניות מהציבור, הוא מחזיק בנתח גדול של מניות החברה ועל כן אינו יכול לבזר בקלות את תיק ההשקעות הכולל שלו. גם במקרה זה יהיה זה לשיטתי מרחיק לכת לומר כי מדובר בעסקאות הנגזרות בעניין אישי של בעל השליטה. לגישה דומה ראו ערן רוזמן **חוק החברות** 62, ה"ש 250, 645 (2021).
- 56 לדוגמה, הנה דברים שאמר יוסי מימן, בעל השליטה באמפל-אמריקן, אשר עסקה בעבר בהייטק אך עברה להשקיע בגז: "אני מעז להגיד שאני מבין באנרגיה קצת יותר מאשר בהייטק". ראו עמי גינזבורג "יוסי מימן: 'אם ים תטיס שווה 1.5 מיליארד דולר – EMG שווה 7 מיליארד דולר'" **TheMarker** (6.12.2005) <https://did.li/hPc6q>.

זאת, בדומה לאינטרס הלגיטימי שלה לא להידלל עד כדי אובדן מעמדה כבעלת השליטה.⁵⁷

פרק ב: פרשנות המונח "עניין אישי" בדין הישראלי

כאשר עסקה של החברה נגועה בעניין אישי של נושא משרה או של בעל השליטה, יש לכך משמעות מרובה. עסקאות כאלה מחייבות אישורים מכבידים.⁵⁸ כך, למשל, עסקה חריגה של חברה ציבורית⁵⁹ מחייבת "אישור משולש",⁶⁰ מכוח סעיף 275 לחוק החברות. זהו אישור תלת-שלבי הכולל אישור של ועדת הביקורת, של הדירקטוריון ושל האספה הכללית. כמו כן, במסגרת אישורה של האספה הכללית נדרש נוסף על רוב רגיל גם רוב מיוחד. בהגדרת אותו רוב מיוחד שוב נדרש המחוקק למונח "עניין אישי", שכן מדובר ברוב מקרב בעלי המניות שאין להם "עניין אישי" באישור העסקה.⁶¹ הפעם מדובר אם כן בהגדרה הנוגעת בבעלי המניות המצביעים לשם אישור העסקה העומדת לאישור משולש. לבסוף, חשיבות נוספת למונח "עניין אישי" נובעת מסעיף 278 לחוק

57 השאלה נהיית סבוכה עוד יותר כאשר בעל השליטה מכון את החברה למירוב (מקסום) תכליות החורגות מרווחיות גרידא. גם כאן יש לאפשר לו גמישות, לשיטתי, אולם הדיון חורג מגבולותיה של רשימה זו. לדיון מקיף בתכלית החברה בישראל, על רקע ההתפתחויות הנרחבות בעולם בנושא, ראו עלי בוקשפן "עשרים ומאה שנים לשאלת תכלית החברה – הצעה להתאמת סעיף 11 לחוק החברות לעידן התאגידי המודרני" **המשפט** כו 141 (2020).

58 זוהר גושן מכנה את גישת המשפט הישראלי בהקשר זה "כלל קניין", אשר בעסקאות מסוימות בניגוד עניינים מקנה למיעוט זכות וטו על אישור העסקה. זאת, בניגוד ל"כלל חבות", שבמסגרתו העסקה נתונה לביקורת שיפוטית המאפשרת פיצוי. ראו זוהר גושן "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות" **משפטים** כט 17 (1998).

59 להגדרת "עסקה חריגה" ראו לעיל ה"ש 19.

60 ראו, למשל, ע"א 2438/09 **רשם ההקדשות נ' קרן ברל כצנלסון**, פס' 2 לפסק הדין של השופטת חיות (אר"ש 12.9.2010) ("...עסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל שליטה בה וכן עסקה חריגה של חברה ציבורית שלבעל השליטה יש עניין אישי בה או נגיעה אליה, כמפורט בסעיף 270(4) לחוק, טענה על פי סעיף 275 לחוק אישור משולש של ועדת הביקורת, הדירקטוריון והאסיפה הכללית (ברוב המפורט בסעיף 275(א)(3) לחוק). אישורים אלה של האורגנים הפנימיים בחברה נועדו להבטיח בין היתר בחינה עצמאית שאינה מושפעת מאינטרסים אישיים באישור העסקה אשר אינם אינטרסים 'טהורים' של טובת החברה ובעלי מניותיה ככאלה...").

61 הדרישה לרוב מקרב אלה שאין להם עניין אישי אינה חלה כאשר שיעור המתנגדים אינו עולה על 2%. ראו ס' 275(א)(3)(ב) לחוק החברות: "סך קולות המתנגדים מקרב בעלי המניות האמורים בפסקת משנה (א) לא עלה על שיעור של שני אחוזים מכלל זכויות ההצבעה בחברה".

החברות, אשר אוסר בנסיבות מסוימות על דירקטורים בעלי עניין אישי ליטול חלק בדיון ובהכרעה בעסקה שלגביה יש להם עניין אישי.

אולם, על אף חשיבותו הרבה, חוק החברות אינו מספק הגדרה ממצה למונח "עניין אישי", והמחוקק הותיר את המשימה לבתי המשפט. כפי שנאמר בפסק דין **ורדניקוב**: "לא בכדי בחר המחוקק להימנע מקביעת גבולות גזרה למונח 'עניין אישי'. המחוקק נקט הגדרה 'פתוחה' הנוקטת לשון 'לרבות', מתוך הבנה כי לאור הדינמיות של חיי המסחר ושוק ההון, עתידה ההגדרה להתמלא תוכן ממקרה למקרה..."⁶² למעשה, המחוקק אף נמנע מלתת הנחיה של ממש לבתי המשפט, וכפי שנראה מיד, הוא בחר בהגדרה מעגלית למונח "עניין אישי", אשר רב הסתום בה על הנגלה.

ההגדרה בסעיף 1 לחוק החברות קובעת כי "עניין אישי" הוא "עניין אישי של אדם בפעולה או בעסקה של חברה, לרבות ענין אישי של קרובו ושל תאגיד אחר שהוא או קרובו הם בעלי ענין בו, ולמעט ענין אישי הנובע מעצם החזקת מניות בחברה, לרבות עניין אישי של אדם המצביע על פי ייפוי כוח שניתן לו מאת אדם אחר אף אם אין לאחר עניין אישי, וכן יראו הצבעה של מי שקיבל ייפוי כוח להצביע בשם מי שיש לו עניין אישי כהצבעה של בעל העניין אישי, והכל בין אם שיקול הדעת בהצבעה הוא בידי המצביע ובין אם לאו". אם כן, המחוקק קובע כי עניין אישי הוא עניין אישי, של האדם עצמו או של הקרובים לו, הא ותו לא. כל זאת "למעט ענין אישי הנובע מעצם החזקת מניות בחברה".

את אשר החסיר המחוקק השלים מטבע הדברים בית המשפט. בתי המשפט אימצו לצורך העניין את מבחן "הזיקה העודפת", שהוא מבחן דו-שלבי לזיהוי עניין אישי. מבחן זה חל הן על בעלי מניות, לצורך קביעת הרוב הנדרש במסגרת סעיף 275 לחוק החברות ("רוב מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי ענין אישי באישור העסקה"), והן ביחס לבעלי השליטה עצמם, כדי לבחון אם יש להם עניין אישי המצריך את העמדת העסקה לאישור משולש.⁶³ במסגרת מבחן זה, בשלב הראשון יש להצביע על "זיקה עודפת" של מקבל ההחלטה ביחס לעסקה העומדת על הפרק, ובשלב השני יש לקבוע אם הזיקה העודפת חזקה דייה ליצור חשש אובייקטיבי להטיית שיקול הדעת של מקבל ההחלטה.

62 עניין **ורדניקוב**, לעיל ה"ש 27, בפס' 31 לפסק הדין של השופט עמית.

63 בתי המשפט אף השתמשו במבחן לזיהוי עניין אישי של נושא משרה. ראו, למשל, ע"א 7594/16 **מולכו, המנהל המיוחד מטעם הכונס הרשמי נ' בנק מזרחי טפחות בע"מ**, פס' 39 (אר"ש 25.3.2021) ("לצד ההגדרה הרחבה, ההלכה הפסוקה הבהירה כי לא כל 'עניין אישי' של אדם בעסקה יוגדר בהכרח כ'עניין אישי' לצורך חוק החברות; והמבחן שנקבע לשם הבחנה בין עניין 'סתם' לעניין אישי, הוא 'מבחן הזיקה העודפת'. מטרתו של מבחן זה היא לקבוע אם למקבל ההחלטות בחברה יש זיקה אישית לעסקה, שהיא **נוספת** על האינטרס הטבוע בבעל מניות או בנושא משרה נורמטיבי מעצם היותו כזה, ומה **מידתה** של הזיקה הנוספת...") (ההדגשות במקור)).

הפסיקה המנחה בנוגע להגדרת "עניין אישי" היא פסק הדין של בית המשפט העליון בעניין **ערד**,⁶⁴ שם אימץ השופט ריבלין את מבחן הזיקה העודפת לשם הגדרת "עניין אישי". הוא עשה כן באותו מקרה ביחס לעניין האישי של בעלי המניות שאישורם נדרש במסגרת האישור המשולש.⁶⁵ וכך הוא קובע:

"...כל זיקה אישית שיש לבעל מניות לעיסקה הנדונה הנוספת על הזיקה שיש לבעל המניות בחברה בתור שכזה, עשויה להיחשב ל'ענין אישי' של בעל המניות בעיסקה הנדונה. הזיקה אכן יכולה, אך אינה חייבת, להיות טובת הנאה כלכלית לכיסו הפרטי של בעל המניות... עם זאת אין בידי לקבל את קביעתו של בית המשפט דלמטא שלפיה 'משקלה של הזיקה הנוספת אינו מעלה ואינו מוריד'... ודי בעצם קיומה של הזיקה הנוספת. כאמור, במאטריה נושא דיוננו אין מקום להגדרה רחבה וגורפת מדי. יש לפרש את המונח באופן מידתי, המביא בחשבון את משקלה של הזיקה העודפת לעיסקה הנדונה על רקע שאר נסיבות המקרה, ולאפשר לגוף המברר 'לנקות' מניות המוכתמות לכאורה ב'ענין אישי' מקום שבו ייקבע כי משקלו של עניין זה קל וזניח..."⁶⁶

אם כן, על מנת לקבוע אם יש לבעל מניות כלשהו עניין אישי בעסקה של החברה, יש לבחון אם יש לו זיקה או נגיעה כלשהי לאותה עסקה, מעבר לעצם הזיקה הנובעת מהיותו בעל מניות של החברה. כמו כן, הקשר האמור לעסקה אמור להיות חזק דיו להשפיע לרעה על שיקול הדעת של בעל העניין האישי. חלק זה של המבחן הובהר על ידי השופט עמית בעניין **ורדניקוב**, כאשר קבע כי "...אין להסתפק בעצם קיומה של 'זיקה עודפת', אלא יש לבחון אם מדובר בזיקה עודפת **משמעותית** אשר יש בה כדי

64 עניין **ערד**, לעיל ה"ש 21.

65 בשלב מאוחר יותר אומץ מבחן הזיקה העודפת גם לצורך זיהוי עניין אישי של בעל השליטה בעסקה של החברה, המחייב אישור משולש שלה. ראו עניין **לייבוויץ**, לעיל ה"ש 51, בפס' 39–40 ("המבחן שההלכה הפסוקה קבעה לצורך ההבחנה בין 'ענין' סתם לבין 'ענין אישי' מתייחס ל'זיקה העודפת' שיש לבעל הענין בנושא ההחלטה, ולעוצמתה של זיקה זו... כשיש לבעל השליטה ענין אישי בעסקה, עובדה זו מעלה חשש כי בעל השליטה לא קבל את החלטתו כאשר הוא שם לנגד עיניו את טובת החברה. ההנחה היא כי ככל שהזיקה האישית ה'פרטית' של בעל השליטה למושא ההחלטה היא משמעותית יותר, כך גובר החשש כי בעל השליטה יביא את האינטרס האישי שלו בחשבון, ויעדיף אותו על פני זה של החברה. הרציונל מאחורי המבחן שנקבע בפסיקה ביחס ל'ענין אישי', מתייחס לניסיון 'לכמת' את החשש כי בעת קבלת ההחלטה, בעל מניות השליטה (או נציגו) יעדיף את האינטרס האישי שלו על פני זה של החברה").

66 עניין **ערד**, לעיל ה"ש 21, בפס' 49.

להשפיע על שיקול דעתו של בעל העניין...".⁶⁷ פסקי דין נוספים הדגישו כי על הזיקה העודפת להיות מהותית או משמעותית.⁶⁸

כך או כך, הגדרת "עניין אישי" כנובע מכל זיקה מהותית לעסקה, כלומר מכל קשר או נגיעה לעסקה, פותחת פתח נרחב להגדרת עסקאות כנגזרות בעניין אישי. זאת, הרבה מעבר לעסקאות של החברה אשר בעל מניות שלה זוכה בתמורה עודפת כתוצאה מהן (למשל, כאשר בעל המניות מקבל עמלה מעסקה של החברה). אחת ההרחבות המשמעותיות נוגעת בסיטואציה שזכתה בכינוי "עניין אישי עקיף", שאותה אפנה לתאר כעת.

1. עניין אישי עקיף

בשנת 2003 שקלה רשות ניירות ערך להציע שינוי חקיקה שירחיב את הגדרת "עניין אישי" ויעלה את שיעור בעלי המניות הבלתי־נגזרים הנדרש לאישור עסקה עם בעל שליטה משליש למחצית.⁶⁹ הרשות הציעה להגדיר כבעל "עניין אישי" גם את מי שנתון להשפעה שולטת של צד לעסקה או של בעל אינטרס כספי מהותי בה, אשר צפויה להשפיע על הצבעתו בניגוד לטובתו כבעל מניות. לפי ההצעה, עובד של בעל השליטה, של החברה או של תאגיד בשליטתה, אשר עיקר הכנסתו נובעת מכך, ייחשב כנתון להשפעה שולטת.⁷⁰

בשלב מאוחר יותר, ובמקום לפעול לשינוי החקיקה, פרסמה רשות ניירות ערך, בינואר 2004, הצעה לקביעת כללים מנחים לבחינת קיומו של "עניין אישי" של בעל מניות בעסקה עם בעל שליטה. ההצעה קבעה כי "עניין אישי" מתקיים כאשר בעל מניות נתון להשפעה של בעל השליטה או נמצא עימו ביחסים שבועטיים הוא עלול להצביע בניגוד לאינטרס שלו כבעל מניות. לפי הרשות, עניין אישי מתקיים, בין היתר, כאשר לבעל המניות יש יחסים פיננסיים, עסקיים או משפחתיים עם בעל השליטה, כאשר יש לו אינטרס כספי מהותי בעסקה וכן כאשר הוא נתון להשפעה שולטת של צד לעסקה.⁷¹ על פרשנות זו של הרשות נמתחה ביקורת לא מועטה על ידי גורמים בשוק ההון, אשר טענו כי היא מרחיבה יתר על המידה את הוראות הדין הקיים,⁷² אולם ביקורת זו לא הרתיעה את הרשות.

67 עניין ורדינקוב, לעיל ה"ש 27, בפס' 32 לפסק הדין של השופט עמית (ההדגשה במקור).

68 ראו, למשל, ה"פ (כלכלית ת"א) 646-12-12 נפקו סטאר בע"מ נ' קרל גאוס בע"מ, פס' 21 ו-29 (אר"ש 31.1.2013); עניין רוזנפלד, לעיל ה"ש 26, בפס' 106 ו-126.

69 "רשות ניירות ערך יוזמת שינויים בחוק החברות, במטרה להגביר את הפיקוח והאכיפה על עסקאות עם בעלי שליטה" רשות ניירות ערך (8.4.2003) <https://did.li/8tWTY>.

70 שם.

71 "רשות ניירות ערך מפרשת 'עניין אישי' בחוק החברות: בעל מניות הנתון להשפעה של בעל השליטה או נמצא עמו ביחסים הגורמים לו להצביע בניגוד לאינטרס שלו כבעל מניות" רשות ניירות ערך (14.1.2004) <https://did.li/ddLrl>.

72 מוטי ימין ואמיר וסרמן תאגידים וניירות ערך 645 (2006).

רשות ניירות ערך החלה להחיל את הפרשנות החדשה שלה בפרשת צים בשנת 2004.⁷³ בדצמבר 2004 ביקשה החברה לישראל מבעלי מניותיה לאשר לציג לרכוש ולחכור אוניות מבעלי השליטה שלה, האחים עופר, בסכום של 820 מיליון דולר – עסקה שהוכרזה אז כעסקת בעלי העניין הגדולה ביותר בתולדות הבורסה. באותו מקרה לא הייתה מחלוקת כי עסקה זו חייבה אישור משולש, שכן האחים עופר, בעלי השליטה, עמדו בצידה האחר. השאלה שבמחלוקת עסקה בהצבעתם של בעלי מניות המיעוט של החברה במסגרת הרוב המיוחד הנדרש לאישור העסקה כחלק מהאישור המשולש.⁷⁴ בפרט, רשות ניירות ערך סברה, בניגוד לעמדת החברה, כי לבנק לאומי, אשר החזיק במניות החברה ובה בעת היו לו גם קשרים עסקיים ענפים אחרים עם החברה ועם בעלי השליטה שלה, יש עניין אישי בעסקה. זאת, אף שבנק לאומי לא עמד להרוויח דבר באופן ישיר מהעסקה שעמדה על הפרק.

באותו עניין קבעה הרשות כי "עניין אישי" של בעל מניות בעסקה עם בעל שליטה יכול לנבוע לא רק מרווח ישיר מהעסקה הספציפית, אלא גם ממערכת היחסים שלו עם החברה או בעל השליטה. לפיכך יש לבחון את "העניין האישי" לאור מעמדו וקשריו של בעל המניות עם החברה ובעל השליטה, ולא רק לפי הרווח הישיר שלו מהעסקה המסוימת.⁷⁵ כאשר מדובר בקשר עסקי הדוק, המניע לאישור העסקה עלול להיות הרצון לשמר או להדק את הקשר האמור, וזאת על חשבון האינטרס של בעל המניות ככובעו כבעל מניות.⁷⁶ יש לשים לב עוד שכאשר הקרבה לבעל השליטה היא הגורם ל"עניין אישי", יש לראות את בעל המניות כבעל עניין אישי בכל עסקה של החברה עם בעל השליטה. מכל מקום, באותו מקרה סברה הרשות כי הקשרים העסקיים של בנק לאומי

73 החלטה 101-5 של רשות ניירות ערך "עניין אישי בעסקאות עם בעלי שליטה" (19.10.2004) <https://did.li/zhQaa> (להלן: החלטה 101-5 של רשות ניירות ערך).

74 באותה עת הרוב המיוחד אשר נדרש בחוק החברות לאישור העסקה באספה הכללית של החברה במסגרת האישור המשולש עמד על שליש מקולות בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה. לימים, לאחר תיקון 16 לחוק החברות, שונתה הדרישה ל"רוב קולות" מקרב אלה שאין להם עניין אישי. ראו דברי ההסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010, ה"ח הממשלה 566, 579 (נוכח המלצות ועדת גושן וועדת חמדני שביקשו לחזק את יכולת בעלי מניות המיעוט, ובכלל זה הגופים המוסדיים, למנוע עסקאות שאינן לטובת החברה, ונוכח הכלל 'אחרי רבים להטות', המגלים את העיקרון ולפיו החלטה היא ראויה אם הרוב תמך בה, מוצע לקבוע כי לעניין אישור עסקאות עם בעל השליטה מהסוגים המנויים בסעיף 270(4) לחוק, יעלה הרוב הנדרש לאישור העסקאות משליש לרוב בעלי המניות, שאין להם עניין אישי בעסקה... מוצע לקבוע גם בסעיף זה, כי במקרים שסך קולות המתנגדים לא עלה על שיעור של שני אחוזים מכלל זכויות ההצבעה בחברה, ניתן לאשר את העסקה").

75 החלטה 101-5 של רשות ניירות ערך, לעיל ה"ש 73.

76 בהחלטה אחרת, משנת 2005, קבעה רשות ניירות ערך כי תאגיד המחזיק מניות בנאמנות עבור עובדי חברה ייחשב בעל "עניין אישי" באספה שזומנה לאישור תנאי כהונה והעסקה של בעל השליטה בחברה. מטרת ההחלטה הייתה למנוע מצב שבו תאגיד העובדים מאשר הטבות לבעלי השליטה ובתמורה בעלי השליטה מתגמלים את העובדים בדרכים אחרות. ראו ימין ווסרמן, לעיל ה"ש 72, בעמ' 647.

עם חברת צים, עם קבוצת החברות שצים נמנית עימה ועם בעלי השליטה שלה חזקים דיים ליצור לבנק עניין אישי עקיף בעסקה. משכך, לדעת הרשות, לא היה אפשר לספור את קולותיו של הבנק בקרב הרוב הנדרש מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה. החברה הביעה מחאה, אך קיבלה את עמדת הרשות.

החלטות הרשות לא נתפסו על ידי השוק כהבהרה מובנת מאליה של הדין הקיים, אלא כשינוי מדיניות של ממש. וסרמן וימין מציינים בספרם כי "את ה'חלל' שהותירו המחוקק ובתי המשפט מילאה רשות ניירות ערך בשורת החלטות שניתנו במהלך השנים אגב טיפול ובדיקה של עסקאות עם בעלי שליטה. עיון בהחלטות הרשות על ציר הזמן מעניק הזדמנות מרתקת להיווכח עד כמה העמיקה בשנים האחרונות המודעות למורכבות הנושא וחיוניותו להגנת ענייניו של ציבור המשקיעים. בניתוח כרונולוגי ניתן לזהות מגמה ברורה של הרחבה בפרשנות הרשות למונח 'עניין אישי'".⁷⁷ כמו כן, בעקבות החלטת הרשות בעניין צים התקיים כינוס של מרכז קיסריה לטובת "דיון ציבורי בנושא 'עניין אישי'", אשר עסק כולו בהתפתחויות החדשות בהגדרת "עניין אישי" פרי יוזמת הרשות.⁷⁸

דוקטרינת העניין האישי העקיף זכתה לאחר זמן גם בעיגון בבית המשפט. בפסק דינו בעניין **צינורות המזרח התיכון**, במחלקה הכלכלית של בית המשפט המחוזי בתל אביב, אימץ השופט כבוב את הדוקטרינה.⁷⁹ בית המשפט מזהיר את עצמו מפני היקפה הנרחב של הדוקטרינה. אשר על כן הוא מקבל אותה אך קובע את הדברים הבאים לשם תחולתה:

"האם רק בשל העובדה שלבעל המניה אין אינטרס ישיר בעסקה הנדונה, נאמר שהוא אינו בעל עניין אישי בעסקה המובאת להצבעה, כאשר ידוע שיש לו אינטרס כללי בטובתו של בעל השליטה וכפועל־יוצא מכך אינטרס עקיף בעסקה או תלות ידועה וברורה בבעל השליטה?... דעתי היא, כי אם לשם סיווגו של בעל מניה כבעל עניין אישי בעסקה ספציפית נדרשת זיקה מהותית ועודפת לאותה עסקה – הרי שלשם סיווגו של בעל מניה כבעל עניין אישי בכל עסקה ועסקה שבעל השליטה צד לה, נדרשת זיקה מהותית עודפת וכללית לבעל השליטה או לחברה. **זיקה זו צריך שתהא משמעותית ועוצמתית**, עד אשר תביא למסקנה – כי אם בכלל קיימת זיקה מהותית ועודפת לבעל

77 שם, בעמ' 644.

78 ראו פרוטוקול "דיון ציבורי בנושא 'עניין אישי'" של מרכז קיסריה אדמונד בנימין דה רוטשילד לשוק ההון וניהול סיכונים ובית ספר אריסון למנהל עסקים, הבינתחומי הרצליה (25.11.2004) (עותק מצוי אצל המחברת); תמי זילברג "'המצב שנוצר בפרשת צים יכשיל את שוק ההון'" **גלובס** (29.11.2004) <https://did.li/sPc6q>.

79 ת"פ (מחוזי ת"א) 40162-05 **מדינת ישראל נ' אלגור** (אר"ש 6.1.2009).

השליטה, הרי שזו מתקיימת בפרט לאותה עסקה הנדונה בזמן ומקום ספציפיים, כאשר בעל השליטה צד לה וחפץ בקידומה".⁸⁰

להתפתחות זו יש חשיבות רבה לעניינו. כאשר מדובר בעניין אישי עקיף, הזיקה העודפת של בעל המניות לעסקה אינה נובעת מחלוקה לא הוגנת של תמורת העסקה. הזיקה הרלוונטית היא הַנִּיעָה (מוטיווציה) חיצונית לעסקה – שימור ושיפור של הקשרים העסקיים של בעל המניות עם החברה ובעל השליטה – שבעטייה בעל המניות עלול לתמוך בעסקה אף כאשר היא פוגעת בחברה.

מן הבחינה הזאת, קו המחשבה העומד מאחורי דוקטרינת העניין האישי העקיף תרם לקו המחשבה של בית המשפט בעניין אקויטל. באותו עניין, כזכור, האינטרס של בעל השליטה להימנע מדילול הוא שהוביל להגדרתו כבעל זיקה לעסקת המיזוג, שכן למיזוג היה פוטנציאל לפגוע בשליטתו בחברה. אולם קיימים גם הבדלים בין שני המקרים. דוקטרינת העניין האישי העקיף עוסקת בעיקרה במניע של בעלי מניות מן המיעוט לאישור עסקה של בעל השליטה עם החברה, ולא במניע של בעל השליטה עצמו להתקשרות בעסקה.⁸¹ עם זאת, כפי שנראה מייד, עמדת הרשות היא כי מגוון רחב של מניעים שונים (גם מעבר לדוקטרינת העניין האישי העקיף) עלולים ליצור לבעל השליטה עניין אישי. זאת, אף כאשר אי־אפשר לומר שבעל השליטה עומד "משני צידי העסקה", במובן שנצבר לו רוח אישי מהעסקה על חשבון החברה.

2. מניעים מגוונים של בעל השליטה כיוצרים עניין אישי

רשות ניירות ערך פירשה כאמור בהרחבה יתרה את מבחן הזיקה העודפת גם כאשר מדובר בעניינו האישי של בעל השליטה. בשנת 2014 תכננה החברה לישראל לבצע פיצול (spin off) של חלק מהחזקותיה לחברה ציבורית נפרדת. לפי התוכנית, החברה הייתה אמורה למכור חלק משמעותי מהחזקותיה לחברה בת ייעודית חדשה בשם "קנון הולדינגס", שתתאגד בסינגפור (ומניותיה ייסחרו בבורסות ניו יורק ותל אביב). קנון תחזיק בחברות הבנות טאואר, איי. סי. פאואר, קורוס וציס, בעוד שהחברה לישראל הייתה אמורה להמשיך להחזיק את מניותיה בכימיקלים לישראל ובבז"ן (עד לפיצול עתידי של בז"ן). העסקה תוכננה כך שקנון תוקם תחילה כחברה בת בבעלות מלאה של

80 שם, בפס' 166 (ההדגשה הוספה). בית המשפט העליון בחר לא להכריע בעניין. ראו ע"פ 5307/09 **דיוויס נ' מדינת ישראל**, פס' 75 לפסק הדין של המשנה לנשיאה ריבלין (אר"ש 3.6.2010).

81 זאת, אף שרשות ניירות ערך שואפת להרחיב את דוקטרינת העניין האישי העקיף גם לשם הגדרת בעל השליטה כבעל עניין אישי בעסקה של החברה עם צד שלישי. ראו את המענה של סגל הרשות לבקשת הנחיה מקדמית של חברת מבני תעשיה בע"מ (כיום מבנה נדל"ן): מכתב מאמיר הלמר ואלי דניאל, מחלקת תאגידים, ליואב נהיר, משרד מיתר ליקוורניק גבע & לשם ברנדויין, בעניין "חברת מבני תעשיה בע"מ – בקשת הנחיה מקדמית" (12.1.2010) <https://did.li/6k5TY> ("...אנו סבורים כי מסכת הקשרים העסקיים המתמשכת בין פישמן לבין בעל השליטה בטאו מקימה כשלעצמה עניין אישי...").

החברה לישראל, אולם לאחר שהחברות הבנות יועברו לידי קנון, יחולקו כל מניות קנון כדיווידנד בעין לבעלי מניותיה של החברה לישראל. כתוצאה מהחלוקה תיהפך קנון לחברה "אחות" של החברה לישראל, תוך זהות מוחלטת של בעלי המניות בשתי החברות ברגע הפיצול.⁸² העסקה המתוכננת הוצגה לפני רשות ניירות ערך, וזו ראתה אותה כעסקה שבה בעל השליטה עידן עופר נגוע בעניין אישי, ולכן קבעה כי לשם אישורה נדרש, בין היתר, רוב מקרב בעלי מניות המיעוט.⁸³

את החלטתה לראות במהלך הפיצול של החברה לישראל משום עסקה שלבעל השליטה יש עניין אישי בה נימקה רשות ניירות ערך בכך שהעברת פעילויות לחברה זרה (קנון הולדינגס) עלולה להשפיע באופן שונה על בעל השליטה לעומת בעלי מניות המיעוט. הרשות טענה כי כללי ממשל תאגידי שונים עשויים להיטיב עם בעל השליטה אך להרע עם בעלי מניות המיעוט, וכן העלתה חששות בנוגע למעבר למסחר בארץ זרה, כגון דיווחים באנגלית שיקשו על "הציבור השבו" המחזיק במניות החברה, פגיעה ביכולת לתבוע את החברה בשל ההתאגדות מעבר לים, קשיים בסחר במניה החדשה בגלל עמלות שונות ועוד.⁸⁴ על בסיס נימוקים אלו קבעה הרשות כי יש לאשר את הפיצול המוצע באישור משולש עקב עניינו האישי של בעל השליטה. החברה לישראל קיבלה על עצמה את עמדת הרשות, העמידה את העסקה לאישור כנדרש בעמדת הרשות, והעסקה יצאה אל הפועל בתמיכת בעלי המניות מן המיעוט.⁸⁵

משמעות הדבר היא שעניין אישי יכול לצמוח, לפחות לעמדת הרשות, גם בשל השפעות שונות של העסקה על בעל השליטה ועל המיעוט. הקשר בין עמדה זו לבין ההחלטה בעניין אקויטל ברור, שכן גם שם דובר בעסקה שהייתה עשויה להשפיע באופן ייחודי על בעל השליטה (מכיוון שדילול עלול להוביל לאובדן שליטה).

82 התכנון היה שמייד לאחר הפיצול ייסחרו שתי החברות בנפרד, ועל כן תשתנה תמונת הבעלות בהן.

83 ראו תשובת רשות ניירות ערך, לעיל ה"ש 23. ראו גם את תשובתה של רשות ניירות ערך כפי שעולה ממכתבם של מאיר לוין וצפנת מזר, רשות ניירות ערך, לאורי רוזנברג ואיריס ציבולסקי, אגמון ושות' רוזנברג הכהן ושות', בעניין "בקשת הנחיה מקדמית – קבוצת דלק בע"מ" (30.7.2014). <https://did.li/M1E1w>. המקרים דומים, אולם במקרה של דלק לא יצאה העסקה אל הפועל לאחר קבלת עמדת הרשות.

84 "מקורו של עניין אישי זה בקיומם של הברלים ניכרים בין ההשפעות וההשלכות של מהלך הפיצול על בעלי מניות המיעוט לבין השפעותיו על בעל השליטה [הכוללות בעיקר שינוי של שיטת הדיווח, שינוי דיני החברות ושינוי אפשרי בכללי המסחר ביחס לחלק משמעותי מפעילותה הנוכחית של החברה, אשר תועבר לחברה החדשה]... הברלים אלו יוצרים לגישתנו זיקה עודפת מהותית לבעל השליטה בקשר עם מהלך הפיצול" (שם, בפס' 23.2).

85 ראו החברה לישראל בע"מ "דוח מייד על תוצאות אסיפה לאישור עסקה עם בעל שליטה ו/או לאישור הצעה פרטית ו/או אישור כפל כהונה יו"ר מנכ"ל ו/או מינוי דח"צ" <https://did.li/CTBgT> (31.12.2014); "החברה לישראל: בעלי המניות אישרו את מהלך פיצול החברה" גלובס <https://did.li/wPc6q> (31.12.2014).

דוגמה נוספת ניתן למצוא בעסקה של בנק הפועלים. באפריל 2017 דיווח בנק הפועלים בבורסה כי דירקטוריון הבנק והנהלת הבנק החלו לבחון חלופות אחדות למכירת החזקותיהם בחברת כרטיסי האשראי ישראלכרט.⁸⁶ זאת, בעקבות החקיקה – שנבעה ממסקנותיה של ועדת שטרומ⁸⁷ – שדרשה להפריד את חברות כרטיסי האשראי מהבנקים. האפשרויות שנזכרו היו הצעת מכר של מניות ישראלכרט לציבור הרחב; מכירת ישראלכרט למשקיע או לקבוצת משקיעים; או חלוקת מניות ישראלכרט – כולן או חלקן – כדיווידנד בעין לבעלי המניות של הבנק, במקביל לרישומה של ישראלכרט למסחר בבורסה בתל אביב. כל זאת, כאמור, בהתאם לחקיקה החדשה, שלפיה בנק הפועלים ובנק לאומי נדרשו להיפרד בתוך שנים ספורות מהחזקותיהם בישראלכרט (98.2%) ובלאומי קארד (80%), בהתאמה.⁸⁸

בסופו של דבר הוחלט לבחור בדרך של חלוקת מניות ישראלכרט בעין לכל בעלי המניות של הבנק. אולם היה חשש שפעולה זו תיחשב כנגועה בעניין אישי של בעלת השליטה בבנק הפועלים באותה עת, שרי אריסון. הטעם לכך הוא עמדה ישנה של הרשות הקובעת כי בנסיבות מסוימות חלוקת דיווידנד מהווה עסקה הנגועה בעניין אישי, אף שחלוקת דיווידנד היא מטבעה פעולה שוויונית ביחס לכל בעלי המניות. זאת, משום שלבעל השליטה עשויים לצמוח יתרונות ייחודיים מעסקאות שהוא יעשה במניות החברה סמוך לאחר חלוקתן כדיווידנד בעין, בין שהוא ימכור את המניות שקיבל ובין שהוא יקנה נוספות. כך נקבע באותה עמדה משנת 2005:

”יוער, כי כאשר חלוקת הדיבידנד נועדה לאפשר לבעל השליטה בתאגיד המחלק טובת הנאה על חשבון המחזיקים מקרב הציבור, אזי חלוקה זו כפופה להוראות הנוגעות לעסקאות עם בעלי שליטה. כך למשל, כאשר בעל השליטה בתאגיד המחלק (להלן: ‘בעל השליטה’) מקיים במועד החלוקה מו”מ למכירת מניות התאגיד המחולק שיהיו בידיו לאחר החלוקה. באמצעות חלוקה כאמור, תתקבל כל פרמיית

86 ראו בנק הפועלים בע”מ “דיווח מיידי: היערכות לשינויי החקיקה בעניין קבוצת ישראלכרט” (6.4.2017) <https://did.li/JhQaa> (“...מעדכן הבנק, כי בהנחיית הדירקטוריון, ממשיכה הנהלת הבנק להיערך לקראת ההפרדה של קבוצת ישראלכרט מהבנק כנדרש בחוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל (תיקוני חקיקה), תשע”ז-2017. במסגרת זו, בוחנים דירקטוריון והנהלת הבנק מספר חלופות להעברת החזקות הבנק בקבוצת ישראלכרט...”).

87 ראו הוועדה להגברת התחרות בשירותים בנקאיים ופיננסיים נפוצים **דוח מסכם** (2016) <https://did.li/vLIw>; עזריית אבישר ועמירם ברקת “אלה מסקנות ועדת שטרומ הסופיות להגברת התחרות בבנקים” **גלובס** (13.6.2016) <https://did.li/fKtGT>.

88 מטרת החקיקה היא הגברת התחרות בתחום האשראי. כיום עומדת על הפרק, מכוח אותה חקיקה, מכירת השליטה בחברת כרטיסי אשראי שלישית, וזיה כאל, שהשליטה בה מוחזקת על ידי בנק דיסקונט. בנק דיסקונט קטן יותר מבנק לאומי ומבנק הפועלים, ועל כן הוא זכה בדחייה האמורה. ראו גד ליאור “סופית: בנק דיסקונט ייאלץ להיפרד מחברת כרטיסי האשראי כאל” *ynet* (30.1.2023) <https://did.li/kruX5>.

השליטה על ידי אותו בעל שליטה, בעוד שלו נמכרה השליטה במניות התאגיד המחולק קודם לחלוקה, הייתה פרמיית השליטה מתקבלת בתאגיד המחולק, ובעלי המניות מקרב הציבור היו זוכים אף הם להנות ממנה. דוגמא נוספת, היא מקום בו בעל שליטה, כאמור, מתכוון לרכוש ממניות התאגיד המחולק לאחר החלוקה, בין בבורסה ובין מחוצה לה. במצב שכזה, המהלך של החלוקה מביא לירידת מחיר מניות התאגיד המחולק (שכן יש להניח כי מניות רבות 'יזרקו לשוק' בסמוך לאחר מועד החלוקה) מחד – דבר הפוגע במחזיקים מקרב הציבור, ומיטיב עם בעל השליטה בתאגיד המחולק, מאידך – שכן מאפשר לו 'לאסוף מניות' בזול.⁸⁹

בתגובה על עמדה זו של הרשות, ועל מנת להימנע מהגדרת עסקת ישראל כעסקה המחייבת אישור משולש, נקבע לצד העסקה הסדר מיוחד: הבנק הודיע כי שרי אריסון, בעלת השליטה, העבירה לבנק מסמך שבו היא מתחייבת כי אם תמכור בעתיד את השליטה בישראל כרזון ברווח (כלומר, אם תהיה בעסקה פרמיית שליטה), היא מתחייבת לחלוק את הפרמיה עם שאר בעלי המניות בישראל.⁹⁰ בכך דומה שהרשות הצליחה להטמיע בשוק את עמדתה כי גם אינטרסים עקיפים ומגוונים של בעל השליטה יכולים לעלות כדי עניין אישי שלו בעסקה.

לבסוף, יש לציין כי גם בפרשנות של בתי המשפט ניתן למצוא תימוכין לעמדה מרחיבה, אשר מזהה אינטרסים שונים של בעל השליטה כיוצרים עניין אישי, אף כאשר אין בעסקה משום חלוקה לא הוגנת של משאבי החברה. כך, בעניין **רוזנפלד**⁹¹ קבע השופט כבוב כי צורך דחוף של בעל השליטה בתזרים מזמונים לתשלום חובותיו יכול לעלות כדי "עניין אישי" בפעולה או עסקה של החברה. זאת, אף כאשר נשמר עקרון השוויון בפעולת החברה ביחס לכל בעלי מניותיה.⁹² המונח "זיקה עודפת" כלל במקרה זה, לדעת השופט, מניע ייחודי של בעל השליטה לקיום העסקה. השופט מדגיש בדבריו כי די במניע אישי להוות עניין אישי:

89 החלטה 103-14 של רשות ניירות ערך "אימתי ייחשב דיבידנד בעין הצעה לציבור" (אפריל 2005) <https://did.li/O5zgT>.

90 ראו מכתב מידע ענתי, הממונה על החטיבה הפיננסית, ורנית שפירא, מזכירת הבנק, בנק הפועלים בע"מ, לרשות ניירות ערך ולבורסה לניירות ערך בת"א בע"מ בעניין "דיווח מיידי" (24.4.2017) <https://did.li/zod6q>. ראו גם מיכאל רוכוורגר "אריסון לבנק הפועלים: אם תהיה פרמיית שליטה על ישראל כרזון – היא תחולק לכל בעלי המניות" TheMarker (24.4.2017) <https://did.li/Oid6q>.

91 עניין **רוזנפלד**, לעיל ה"ש 26.

92 לדיון בהכללת דיווידנד בגדרי עסקה בניגוד עניינים ראו גם ברק ירקוני "חלוקת דיבידנד כעסקה בניגוד עניינים" אתר **הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל-אביב** (12.6.2012) <https://did.li/XiugT>.

"צודקים המשיבים כי אחד המאפיינים הבולטים של דיבידנד הוא עקרון השוויון. כפי שצינתי לעיל, ככלל, כל בעלי המניות זוכים לקבל חלק מן הדיבידנד – כל אחד לפי שיעור החזקותיו במניות החברה. בנוסף, הדיבידנד מחולק לבעלי המניות מכוח היותם בעלי מניות. בנסיבות אלה, לכאורה כל עניינם של בעלי המניות בחלוקה – בעל השליטה ובעלי מניות המיעוט כאחד – זהה ו'נובע מעצם החזקת מניות בחברה', דהיינו: נכנס בגדר החריג להגדרת 'עניין אישי', ואין כל רלוונטיות לשימוש שמתעתד בעל השליטה לעשות בכספי הדיבידנד... אולם מציאות הדברים היא, שבנסיבות מסוימות, הצורך של בעל מניות בכספי דיבידנד עלול ליצור חשש מהותי להטיית שיקול דעתו להעדרת טובתו האישית על פני טובת החברה. לא ניתן להגדיר מראש רשימה סגורה של מקרים כאלו. כל מקרה צריך להיבחן לפי נסיבותיו. בחינה זו ראוי שתתבצע רק אם ידוע על צורך קונקרטי של בעל המניות בכספי הדיבידנד (למשל, חוב קונקרטי מהותי ומשמעותי בעל מועד פרעון ידוע מראש)".⁹³

מכאן ועד ההחלטה בעניין **אקויטל** הדרך אינה ארוכה. אם צורך דחוף בתזרים מזומנים עולה כדי עניין אישי, מדוע לא ייקבע כך גם בנוגע לאינטרס נגד דילול? אולם, בטרם אעבור לדון בפירוט בעניין **אקויטל** ולאחר מכן בעמדתי בנוגע להגדרת "עניין אישי", יש לדון בהתפתחות נוספת בהגדרת "עניין אישי". הכוונה לדוקטרינת העניין האישי השלילי, כלומר, עניין אישי נגד אישור העסקה. גם לדוקטרינה זו יש תרומה ניכרת ללוגיקה שעמדה מאחורי ההחלטה בעניין **אקויטל**, אף שהיא אינה נזכרת שם במפורש.

3. עניין אישי שלילי

עד כה עסקנו בעניין אישי אשר מניע את בעל המניות (או את בעל השליטה) לתמוך בעסקה של החברה. עניין אישי זה ניתן לכנות אפוא גם "עניין אישי חיובי". אולם מה באשר לאינטרס אישי אשר מניע בעל מניות להתנגד לעסקה מסוימת? עניין אישי כזה נקרא "עניין אישי שלילי".⁹⁴ בהקשר של האישור המשולש, הפסיקה הכירה באפשרות לפסול את קולו של בעל מניות הנגוע בעניין אישי שלילי שעלול לפגוע בחברה.⁹⁵

93 עניין **רוזנפלד**, לעיל ה"ש 26, בפס' 123–124 (ההדגשות הוסרו).

94 ראו גושן ואקשטיין, לעיל ה"ש 12, בעמ' 341–343. לביקורת על הדוקטרינה ראו ברק ירקוני ואיתי פיגנבאום "על עניין אישי שלילי, גלוי ונסתר" **תאגידים** ח(4) 51 (2011). ראו גם ברק ירקוני ואיתי פיגנבאום "חזקות ל'עניין אישי' גלוי" **תאגידים** י(3) 224 (2013).

95 פסילת הקול של בעל המניות היא רק לצורך ספירת הרוב המיוחד הנדרש לאישור העסקה מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי. אולם כחלק מהאישור המשולש נדרש גם אישור ברוב רגיל של האספה הכללית, ובמסגרת זו אין לפסול את קולו של בעל המניות

הפסיקה הבחינה לעניין זה בין עניין אישי שלילי גלוי וברור לבין עניין אישי שלילי נסתר וטעון הוכחה.⁹⁶

במקרה של עניין אישי שלילי גלוי, שגם בעל המניות מודה בו, ייחשב בעל המניות מלכתחילה בעל עניין אישי, ולא יוכל להשתתף בהצבעה כמי שאין לו עניין אישי במסגרת דרישת האישור המשולש.⁹⁷ לעומת זאת, במקרה של עניין אישי שלילי נסתר, בעל המניות רשאי להצביע, אך ניתן לתקוף את הצבעתו כדיעבד בבית המשפט בטענה שהוא חסר תום לב ונגוע בעניין אישי נגד העסקה.⁹⁸ מאחר שבמקרים רבים בעלי המניות מקרב המיעוט אינם מודים שיש להם אינטרס זר לעומתית לחברה, הגיעו מספר לא מבוטל של מקרים לדיון בבית המשפט בסוגיה זו.⁹⁹

בית המשפט קבע כי יש לצמצם עד מאוד את קשת המקרים שבהם עניין אישי שלילי גלוי יוביל לפסילת הצבעה מראש, ועל כן רק מקרים קיצוניים של עניין אישי (שלילי) ישיר וברור יסווגו כך על ידי בית המשפט.¹⁰⁰ יתר על כן, בית המשפט נקט גישה מצמצמת גם כלפי הגדרת "עניין אישי נסתר", אשר מחייב כאמור פנייה לבית

בעל העניין האישי השלילי. כאשר לבעל השליטה יש רוב קולות, אין משמעות מעשית להתנגדות זו, אבל יש לזכור כי ההגדרה של בעל השליטה לצורך כללי האישור המיוחדים היא הגדרה מרחיבה, הכוללת גם בעלי דבוקת שליטה של 25% (כאשר אין אחר המחזיק ביותר מ-50%). ראו סעיף 268 לחוק החברות.

96 ה"פ (מחוזי י-ם) 7236-05-11 גולדפון בע"מ נ' ב. יאיר חברה קבלנית לעבודות בניה 1988 בע"מ, פס' 25 (אר"ש 11.8.2011) (להלן: עניין ב. יאיר) ("במצב שבו עניינו האישי [השלילי] של בעל המניות גלוי... ועצם קיומו אינו נתון במחלוקת, יחול כלל הקניין: בעל המניות יהיה מנוע מלהצביע בהתאם להוראת סעיף 275. במצב שבו עניינו האישי [השלילי] אינו גלוי, ועצם קיומו רק נטען על-ידי בעל מניות אחר בעוד שהוא עצמו איננו מודה בו, לא יחול כלל קניין, ובעל המניות יצביע באסיפה. הטוען כי בעל המניות הזה נהג בחוסר תום לב, והצבעתו היתה ממניעים אישיים נסתרים, הדרך פתוחה בפניו לפנות אל בית המשפט בהתאם לסעיפים 192–193 ולקבל את הסעד הראוי").

97 שם.

98 שם.

99 שם; ה"פ (כלכלית ת"א) 44660-12-11 איי אל ישראל אקוויטי בע"מ נ' תדביק בע"מ (אר"ש 10.1.2012); ת"א (כלכלית ת"א) 18327-12-11 כמיפל בע"מ נ' ניאופרם השקעות 1966 בע"מ (אר"ש 30.4.2013); ה"פ (כלכלית ת"א) 25301-07-14 גלוב אקספלוריישן (י.ח.ד.) שותפות מוגבלת נ' דנילוב (אר"ש 21.8.2014).

100 עניין כמיפל, לעיל ה"ש 99, בפס' 69 ("אציין כי בעיני – רק מקרים מובהקים וקיצוניים של עניין אישי ישיר (או כמעט ישיר) וגלוי, יובילו לסיווג אפרורי על ידי בית המשפט. במקרים האחרים, פתוחה הדלת לתקיפת החלטות האסיפה והסיווג הנ"ל לאחר קיום האסיפה, אולם כפי שהבהיר יפה כב' השופט סולברג בעניין ב. יאיר, נטל ההוכחה במקרים אלה הוא על מבקש הסיווג – והוא נטל לא קל בכלל. לא בהינף יד ימנע בית המשפט מבעל מניות לממש את זכותו להצביע כבעל מניות מיעוט באופן שיביא לידי ביטוי מלא את מעמדו הקנייני בחברה" (ההדגשה במקור)). ניתן להתרשם שקיימים הבדלים מסוימים בין עמדות השופטים בעניין כמיפל (שם) ובעניין ב. יאיר (לעיל ה"ש 96), אולם אין להם חשיבות לעניינו.

המשפט לשם סיווג בעל המניות כבעל עניין אישי שלילי (ופסילת קולו כתוצאה מכך). בעלי מניות הרוב רשאים לנסות להוכיח כי המיעוט מתנגד לאישור עסקה כזו או אחרת מטעמים שאינם ענייניים ובנסיבות של עניין אישי שלילי מהותי. נטל ההוכחה מוטל עליהם, והוא אינו נטל קל. לצורך ההוכחה אין די בכך שהמיעוט מתנגד לעסקה, ואף אין די בכך שקיים סכסוך בין הרוב לבין המיעוט.¹⁰¹

פסק הדין בעניין **כמיפל** הוא מקרה בולט שבו נפסל בכל זאת קולו של בעל מניות שניסה להכשיל את האישור המשולש בשל עניין אישי שלילי שהוא לא הודה בו. חברת כמיפל הגישה תביעה נגד ניאופרם, שהייתה בעלת מניות מיעוט בכמיפל, בניסיון למנוע את ניאופרם מלהשתתף בהצבעה המהווה חלק מהאישור המשולש כמי שאין לה עניין אישי. באותו מקרה דובר בעסקה בין כמיפל לחברת לונדי, אשר העניקה לכמיפל זכויות שיווק בלעדיות למוצריה בישראל. איתן גל, בעל השליטה בכמיפל, החזיק גם חלק ניכר ממניות חברת לונדי, ועל כן העסקה עם לונדי חייבה אישור משולש, לרבות אישור של רוב מקרב המיעוט. חלק לא מבוטל ממניות המיעוט הוחזקו על ידי חברת ניאופרם, שהיא חברה מתחרה לכמיפל בתחום התרופות, וניאופרם התנגדה לעסקה. בית המשפט קבע כי לניאופרם יש "עניין אישי שלילי מובהק וגלוי" בהצבעה על עסקת לונדי.¹⁰² כל זאת באותן נסיבות מיוחדות שבהן בעל מניות המיעוט הוא גם מתחרה עסקי של החברה, וכאשר בית המשפט מתרשם כי הוא מנסה להכשיל עסקה הנחוצת כטובה לחברה במטרה להיטיב עם החברה המתחרה שבבעלותו.

הדיון בעניין אישי שלילי רלוונטי גם לענייננו. כפי שהסברתי במבוא לרשימה זו, וכפי שאפרט גם בהמשך, העניין האישי שנטען נגד בעל השליטה בעניין **אקויטל** כרוך באינטרס אישי שלו נגד דילול. אינטרס זה נגד דילול הניע את בעל השליטה להתנגד (לפחות בתחילת הדרך) לעסקת מיזוג אשר התמורה שלה מבוססת על מניות בלבד. התועלת האישית או המניע של בעל השליטה לאשר את עסקת המיזוג במתווה שבחרה החברה (שבמסגרתו התשלום תמורת המיזוג נעשה בעיקר במזומן) נבעו אפוא מאינטרס אישי נגד מתווה עסקה חלופי. במהותו זהו אפוא עניין אישי שלילי, אשר פסיקת בתי המשפט הכירה כאמור גם בו בנסיבות מסוימות. גם מבחינה זו פסק הדין בעניין **אקויטל** ממשיך את המגמות שניטעו קודם לכן בפסיקת בתי המשפט.

101 עניין **תדביק בע"מ**, לעיל ה"ש 99, בפס' 51.

102 עניין **כמיפל**, לעיל ה"ש 99, בפס' 71. כדי לאזן בין האינטרסים השונים, מינה בית המשפט מומחה שיחווה את דעתו לגבי העסקה עבור האספה הכללית של כמיפל. שם, בפס' 90.

פרק ג: ההחלטה בעניין אקויטל והביקורת עליה

1. ההחלטה בעניין לייבוביץ – קריאה לפרשנות מאוזנת של מבחן הזיקה העודפת

בטרם נפנה לדון בעניין אקויטל, יש להתעכב קמעה על פסק הדין בעניין לייבוביץ,¹⁰³ הקורא דווקא לפרשנות מאוזנת להגדרת "עניין אישי". פסק דין זה עסק בהחלטתה של חברת צמיחה – שהיא חברה ציבורית הנשלטת על ידי חברת גרינסטון, אשר נשלטת על ידי חברת אולטרה – להשקיע 20 מיליון ש"ח בחברת שמן, העוסקת בקידוחי נפט וגז. אולטרה וגרינסטון עצמן השקיעו עוד קודם לכן במישרין סכומים משמעותיים בשמן – אולטרה החזיקה במניות שמן בהיקף של כרבע מהונה, וגרינסטון רכשה מיליוני מניות נוספות בחברה זו. כך נוצר מצב שבו אולטרה, בעלת השליטה בצמיחה, הייתה גם בעלת מניות בשמן הנהנית מהעסקה. כתביעה נגזרת שהוגשה נטען כי לנוכח ההשקעות הגדולות הללו של בעלי השליטה של צמיחה בשמן, יש להם עניין אישי בהשקעתה של צמיחה בשמן, שכן השקעה זו משפרת את מצבה של חברת שמן ומעלה את ערך ההחזקות של בעלי השליטה בה. גם רשות ניירות ערך ראתה בכך עסקת בעלי עניין.¹⁰⁴

בפסק הדין, שניתן במחלקה הכלכלית של בית המשפט המחוזי בתל אביב, קבעה השופטת רונן כי אין לראות בהשקעה של 20 מיליון ש"ח בשמן משום עסקה אשר לבעלי השליטה בצמיחה יש עניין אישי בה. היא הסבירה כי יש להשוות בין האינטרס של בעלי השליטה כמחזיקים במישרין בשמן לבין האינטרס שלהם בחברת צמיחה, אשר ביצעה את ההשקעה הנוספת. ההשקעות הישירות בחברת שמן של בעלי השליטה בצמיחה אומנם היו בסכומים מוחלטים גבוהים,¹⁰⁵ אך הם אחזו במישרין בפחות מ-

103 עניין לייבוביץ, לעיל ה"ש 51.

104 שם, בפס' 85 ("הטעם בשלו הגיעה הרשות למסקנה האמורה, הוא העובדה כי מדיווחי שמן עולה שבמועד הסמוך למועד עסקת שמן, לנוכח מצבה הפיננסי של שמן והצרכים ההולכים וגוברים שלה במזומנים עבור קידוח ים-3, קם חשש לירידת ערך מהותית נוספת בערך השקעתה של אולטרה במניות שמן, נוסף על ירידת הערך שכבר נרשמה בדוחות הכספיים של אולטרה לשנת 2012. לכן, כך נקבע, 'ברי כי מהלך אשר נועד לשפר את מצבה הפיננסי של שמן ולאפשר לה להשיג מזומנים לשם מימון קידוח ים-3, מביא בעקפיץ גם לעלייה בערכה הכלכלית של שמן, וכפועל יוצא מכך, בערך השקעתן של אולטרה וגרינסטון בשמן' (ס' 6 למכתב [של סגל הרשות לניירות ערך]). סגל הרשות הוסיף וציין כי לגישתו 'ללא השקעה נוספת היתה השקעתן של אולטרה וגרינסטון בשמן נפגעת' (ס' 7").

105 שם, בפס' 91. ראו גם שם, בפס' 12 ("לגישת המבקש, נכון למועד אישור עסקת שמן, היה שווי ניירות הערך של שמן שבבעלות אולטרה במונחי עלות – 11,646,688 ₪ (זאת, ללא שנלקחו בחשבון עלות אופציות שמן שאולטרה החזיקה, ועלות הרכישה המשווה של מניות שמן על ידי גרינסטון). שווי השוק של ניירות הערך האלה במועד אישור עסקת שמן היה 10,946,520 ₪").

2% ממניות שמן.¹⁰⁶ לעומת זאת, ההחזקה של בעלי השליטה בצמיחה הייתה ניכרת.¹⁰⁷ משכך קבעה השופטת כי האינטרס של בעלי השליטה בצמיחה עלה כמה מונים על האינטרס הישיר שלהם בשמן, והתוצאה היא שאין חשש לפגיעה בטובתה של החברה המצדיק את הגדרת בעלי השליטה כבעלי עניין אישי בעסקה.¹⁰⁸ השופטת דחתה טענות נוספות של המבקשים (שזכו בתמיכה של רשות ניירות ערך) שלפיהן העסקה הייתה נגועה בעניין אישי.¹⁰⁹ כמו כן היא הסבירה מדוע יש לנקוט פרשנות מדודה ומאוזנת להגדרת "עניין אישי". הסיבה היא העלות הגבוהה של האישורים המכבידים הנדרשים מחברה ציבורית לאישור עסקה חריגה שיש בה עניין אישי. בלשונה של השופטת: "...יש להיזהר מפני הרחבת היריעה מעבר לנדרש, תוך סיווגן של עסקאות רבות מדי כעסקאות בעלי ענין שלא לצורך – לאור המחיר שיש לסיווג כזה על מהלך העסקים של החברה ויכולתה להשיא רווח".¹¹⁰ הזהירות אלו, כפי שנראה מייד, לא באו לידי ביטוי בעניין אקויטל.

2. ההחלטה בעניין אקויטל – הרחבת מושג העניין האישי

ההחלטה בעניין אקויטל, כפי שנראה מייד, אינה חורגת ממסגרת הדיון שהתווה המשפט הישראלי בסוגיית העניין האישי. זאת, אף שהיא הרחיקה לכת בקביעותיה. קבוצת החברות שבראשה עומדת החברה הציבורית אקויטל נדרשה לפעולה על מנת לעמוד בדרישותיו של חוק הריכוזיות. חוק הריכוזיות, באחת מהוראותיו המרכזיות, אוסר קיום פירמידה של חברות ציבוריות שיש בה שלוש שכבות או יותר.¹¹¹ בעת הרלוונטית הייתה חברת אקויטל (החברה האם) בעלת שליטה במניותיה של חברת יואל (החברה הבת), אשר בתורה שלטה בחברות הציבוריות נפטא ואיירפורט סיטי (חברות

106 גרינסטון החזיקה במועדים הרלוונטיים 4.5 מיליון מניות של שמן, שהיוו כ-0.13% מהונה המנופק, ואולטרה החזיקה ב-57 מיליון מניות של שמן, שהיוו כ-1.7% מהונה של שמן. שם, בפס' 32.

107 גרינסטון החזיקה באותה עת ב-82.15% ממניות צמיחה, ואולטרה החזיקה בשרשור בכ-40% מצמיחה (בין היתר בהיותה בעלת מניות בגרינסטון). שם, בפס' 34.

108 ניתוח זה עולה בקנה אחד עם מאמרו של דוד האן. לפי האן, נדרשת בחינה כמותית של האינטרס שיש לבעל השליטה בטובת החברה אל מול האינטרס החיצוני שלו, כדי לקבוע אם העסקה אכן נגועה בעניין אישי. לשיטתו, יש לאמץ אם כן מבחן של "עצמה יחסית" בין האינטרסים השונים. ראו דוד האן "נקי יהיה מביתו": עניין אישי באישור עסקה של חברה "הפרקליט מט 93, 102–108 (2006). בעניין לייבוזיץ, לעיל ה"ש 51, דומה שבית המשפט אימץ את המבחן הזה וקבע כי כפות המאזניים נוטות במידה ניכרת לטובת האינטרס של בעל השליטה בחברה.

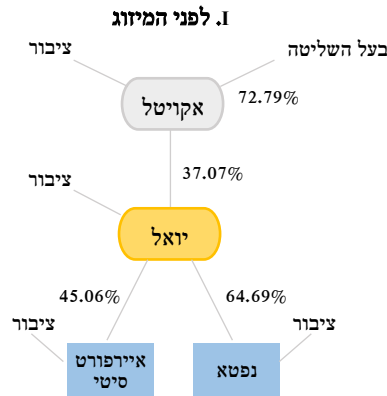
109 שם, בפס' 86, 88 ו-96.

110 שם, בפס' 98. ראו גם את הדיון בה"ש 51 לעיל.

111 ס' 21 לחוק הריכוזיות. בפירמידה של חברות ציבוריות הכוונה לקבוצת חברות שבה חברה ציבורית (או חברה שהנפיקה אג"ח לציבור) אחת שולטת בחברה ציבורית אחרת. חוק הריכוזיות מתיר כיום באופן כללי רק שתי שכבות כאלה.

השכבה השלישית). לפיכך נדרשה קבוצת אקויטל לצמצם את מבנה הפירמידה עד לסוף 2019 כך שיישארו בה רק שתי שכבות של חברות. מבנה הקבוצה ערב השינוי מתואר בתרשים 1.

תרשים 1: המבנה של קבוצת אקויטל לפני ההתאמה להוראות חוק הריכוזיות



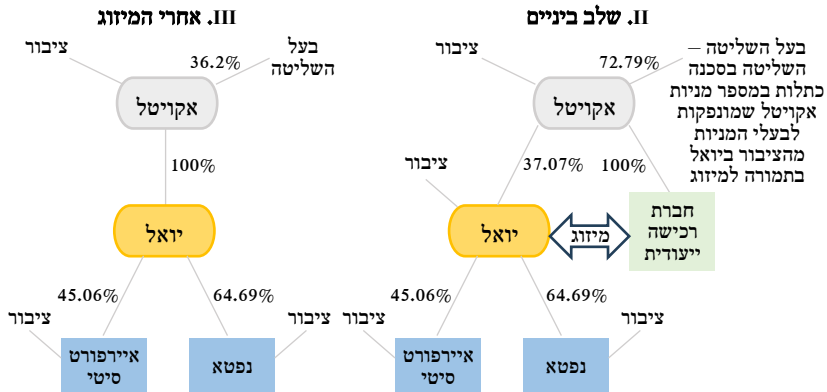
אקויטל ובעל השליטה שלה, המכהן גם כיושב ראש הדירקטוריון שלה,¹¹² שקלו אפשרויות שונות לצורך עמידה בדרישות החוק, ביניהן הנפקת מניותיה של אקויטל בבורסת נאסד"ק שבניו יורק ומחיקה מן המסחר בישראל, שכן חברה נחשבת "חברת שכבה" רק אם היא נסחרת בבורסה בישראל. אולם אפשרות זו ירדה מן הפרק משום שהמשקיעים המוסדיים בחברה התנגדו לה, לדברי החברה. לבסוף החליטה אקויטל לרכוש את כל מניותיה של החברה הבת בעסקת מיזוג המכונה "מיזוג משולש הופכי", ולהפוך את חברת יואל לחברה פרטית.¹¹³ חברה פרטית אינה נחשבת חברת שכבה על

¹¹² חיים צוף אוחד בשליטה באמצעות שותפות מוגבלת בשם יחק, המצויה בשליטתו. ראו עניין **אקויטל**, לעיל ה"ש 6. לשם הפשטות הרשימה מתייחסת להחזקתו כהחזקה ישירה, שכן אין להחזקה באמצעות השותפות רלוונטיות לענייננו.

¹¹³ כך מתוארת העסקה בדיווח של החברה הבת יואל: "על פי הסכם המיזוג, במועד השלמת המיזוג תועברנה לאקויטל כל המניות בהונה המונפק של החברה [קרי, יואל] המוחזקות על ידי כל בעלי המניות של החברה למעט אקויטל... וזאת בתמורה להקצאת מניות אקויטל לבעלי המניות הזכאים וכן תשלום במזומן... המיזוג ייעשה בדרך של מיזוג משולש הופכי, במסגרתו חברה בת בבעלות ושליטה מלאים של אקויטל, אשר הינה חברה נעדרת כל פעילות וריקה מנכסים והתחייבויות... תתמוזג עם ולתוך החברה, כך שלאחר השלמת המיזוג, כל מניותיה של החברה תמחקנה מהמסחר בבורסה... והחברה תהפוך לחברה פרטית, שכל מניותיה יוחזקו על ידי אקויטל". ראו י.ו.א.ל. ירושלים אויל אקספלוריישן בע"מ "התקשרות בהסכם מיזוג" (דיווח מידי) (1.11.2018) <https://did.li/XzFIw>

פי חוק הריכוזיות, ועל כן יש בכך פתרון לדרישות החוק.¹¹⁴ תרשים 2 מתאר את העסקה.

תרשים 2: מהלך ההתאמה של קבוצת אקויטל להוראות חוק הריכוזיות



בשיטת רכישה זו, הנקראת כאמור "מיזוג משולש הופכי", החברה הרוכשת מקימה תחילה חברה בת ייעודית ומחזיקה בכל מניותיה. שלב זה של העסקה מתואר בצד ימין של תרשים 2. בשלב הבא של העסקה, החברה הבת הייעודית שהוקמה לצורך העסקה מתמזגת עם החברה הבת הציבורית (במקרה זה חברת יורל) שהחברה האם מעוניינת לרכוש. כתוצאה מהמיזוג החברה הציבורית הנרכשת נהפכת לחברה בת פרטית בבעלות מלאה של החברה האם, ואילו החברה הייעודית שהוקמה לצורך המיזוג חדלה להתקיים.¹¹⁵ מצב זה, לאחר השלמת העסקה, מתואר בצד שמאל של תרשים 2.¹¹⁶

¹¹⁴ לדיון בטכניקות השונות להפיכת חברה לפרטית (going private) ראו ברק ירקוני, בני לאטורברך ויבגני מוגרמן "החלופות להפיכת חברה ציבורית לפרטית: ניתוח משפטי וממצאים אמפיריים" **עיוני משפט** 635 (2024).

¹¹⁵ מיזוג זה נקרא "משולש" משום שמעורבות בו שלוש חברות, אשר יוצרות מעין משולש (כפי שניתן לראות בתרשים), והוא נקרא "הופכי" משום שהחברה הציבורית היא החברה השורדת לאחר המיזוג אף שמבחינה כלכלית היא החברה שנרכשת במיזוג ואשר בעלי מניותיה מן הציבור מקבלים את תמורת המיזוג. ראו גושן ואקשטיין, לעיל ה"ש 12, בעמ' 390. ראו גם שרון חנס ועמרי ידלין "על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות" **הפרקליט** 104 (2003).

¹¹⁶ בדיון החוזר בפרשת **אקויטל** בית המשפט אינו מתעמק במבנה העסקה, ומתאר אותה בקיצור נמרץ כדלקמן: "במסגרת המיזוג שבמוקד בקשת האישור, נמחקה יורל ממסחר בבורסה והפכה לחברה פרטית בבעלות מלאה של אקויטל". ראו הדיון החוזר בפרשת **אקויטל**, לעיל ה"ש 45, בעמ' 2. זו אכן תוצאת המיזוג, אולם העדר תיאור של מהלך המיזוג, שהוא כאמור מיזוג משולש בין שתי חברות שבשליטת אקויטל, להבדיל ממיזוג שבו אקויטל מעורבת כאחד הצדדים למיזוג, עלול להוביל להחמצת הנקודה החשובה

קיימות כמה אפשרויות לתשלום התמורה של המיזוג לבעלי המניות מהציבור של החברה הבת הנרכשת. ניתן לשלם להם במזומן, במניות של החברה האם או בתמחיל של מזומן ומניות. בשלב הראשון, כאשר נדונה תמורת המיזוג בדירקטוריון של אקויטל, הציב בעל השליטה דרישה לחברה שלפיה אין לקבוע תמורה למיזוג במניות אשר תדלל אותו אל מתחת לרף של 45.01% ¹¹⁷. רף ה- 45% היה חשוב לבעל השליטה במיוחד משום שעל פי הוראת סעיף 328 לחוק החברות, אם ירצה בעתיד להגדיל שוב את החזקתו ליותר מ- 45% (למשל, כדי לבצר את מעמדו לנוכח התפתחות של תחרות על השליטה בחברה), הוא יידרש לעמוד בהוראות המכבידות של "הצעת רכש מיוחדת". מכל מקום, משמעותה של דרישה זו הייתה שעיקר תמורת המיזוג תהיה במזומן, ופירוש הדבר היה השתתף נטל חוב כבד על החברה.

בית המשפט מצטט לעניין זה את הדברים שאמר היועץ הכלכלי אשר ליווה את החברה בזמן אמת: "בהנחה שבעל השליטה מתעקש לשמור על שיעור מסוים באחזקות שלו, עיקר התמורה של המיזוג תהיה במזומן... ניתן לראות שאם בעל השליטה מוכן לרדת ל- 40% אחזקה, מה שהוא לא מוכן כי הוא רוצה להישאר בשיעור אחזקה של לפחות 45% , הוא היה חוסך [לחברה] כ-300 מיליון ₪ מתוך ה-1.9 מיליארד ₪"¹¹⁸. בסופו של דבר ויתר בעל השליטה על דרישתו באופן חלקי, והוחלט על תשלום תמורת המיזוג בתמחיל של מניות ומזומן. בעקבות זאת דולל בעל השליטה עד כדי החזקה של 36.2% ממניות אקויטל לאחר המיזוג.¹¹⁹ אילו שולמה התמורה כולה במניות, היה הדילול חריף יותר, ולהערכת המומחה מטעם המשיבים, הייתה החזקתו יורדת ל- 32.2% ¹²⁰.

המבקש בבקשת האישור לתביעה נגזרת, בעל מניות באקויטל, טען כי הבחירה באופן ביצועה של עסקת המיזוג נעשתה תוך העדפת האינטרסים של בעל השליטה בחברה, וגרמה נזק לאקויטל ולבעלי מניותיה.¹²¹ בין היתר טען המבקש כי נושא

שהאספה הכללית של אקויטל אינה מעורבת באישור המיזוג. משכך גם אין לבעל השליטה באקויטל יכולת להכשיל באספה הכללית עסקה שאינה מעוצבת בדרך שמקובלת עליו. יש אפוא חשיבות רבה לדרך שבה פעל בעל השליטה בדירקטוריון אקויטל, שכן אין לו דרך אחרת להשפיע עליה, כפי שסבר בטעות בית המשפט בדיון החוזר. ראו לעיל ה"ש 45–49 והטקסט שלידן.

117 עניין **אקויטל**, לעיל ה"ש 6, בפס' 12.

118 הדברים נאמרו לוועדת הביקורת של דירקטוריון החברה. שם, בפס' 24.

119 מעניין שאחזו ההחזקה של בעל השליטה באקויטל לאחר המיזוג (כ- 36%) גבוה מהזכויות ההוניות העקיפות שהיו לו בחברת יואל לפני העסקה. משמעות הדבר היא שבעיית ניגוד העניינים הבסיסית ("בעיית הנציג") תהיה מתונה יותר, מכאן ואילך, מזו שהתקיימה ביחס לבעלי המניות מן הציבור ביואל לפני העסקה (וזאת תחת ההנחה הסבירה שבעיית הנציג של בעל השליטה חמורה יותר ככל ששיעור הזכויות ההוניות שלו קטן יותר).

120 ראו עניין **אקויטל**, לעיל ה"ש 6, בפס' 18.

121 שם, בעמ' 2–5 (הצגת "טענות המבקש"). כאן המקום להבהיר כי יש להישמר מפני המחשבה שלהנפקה של הון, בניגוד לגיוס חוב, אין עלות. את העלות של החוב לחברה,

המשרה בחברה שקלו שיקולים זרים, לרבות עניינו האישי של בעל השליטה, שלא רצה להיות מדולל אל מתחת לרף מסוים.¹²² לשיטת המבקש, בשל העדפת האינטרס של בעל השליטה, בחרו נושאי המשרה לבסוף במתווה עסקה לא מיטבי, אשר הניב תועלת כלכלית לבעל השליטה במחיר נזק לחברה. התועלת לבעל השליטה מתבטאת בשימור השליטה שלו, והנזק לחברה מתבטא בנטל חוב מוגבר, שבצידו תשלומי קרן וריבית כבדים.

לשיטת המשיבים, לעומת זאת, דווקא בעל השליטה הוא שהסכים לוותר, ללא תמורה, על אינטרס לגיטימי שלו, בכך שהסכים בסופו של דבר להידלל אל מתחת לרף ה-45%. כך, "עסקת המיזוג השאירה את בעל השליטה עם שיעור החזקה של כ-36% מזכויות ההצבעה באקוויטל, לעומת 73% שהיו לו קודם."¹²³ מכל מקום, לשיטתם, האינטרס של בעל השליטה להימנע מדילול ולשמור על השליטה אינו עולה כדי עניין אישי.

לאחר הצגת עמדותיהם של שני הצדדים בחר בית המשפט לצדד בעמדת המבקש, וזאת לכל הפחות ברף ההוכחה הנדרש כדי לאשר הגשת תביעה נגזרת.¹²⁴ כבר בפתח דבריו מסביר השופט אלטוביה כי המחוקק נמנע מלהגדיר בפירוט את המונח "עניין אישי", תוך השארת כר נרחב לפרשנותו של בית המשפט. לשיטתו של השופט, משמעות הדבר היא שעל בית המשפט להחמיר בפרשנות. גישתו המחמירה של בית המשפט לעניין זה באה לידי ביטוי בדברים הבאים:

"לטעמי בחר המחוקק בכך בקביעה ערכית גם אם זו באה על חשבון וודאות נוקשה והיא 'במקרה של ספק, אין ספק'. רוצה לומר, אם מתעורר ספק באשר לקיומו או אי קיומו של עניין אישי, נכון ברגיל לנקוט במשנה זהירות כאילו מדובר בקיומו של עניין אישי. גישה זו

ובעקפין לבעלי מניותיה, קל לראות בדמות תשלומי הריבית שהוא מביא עימו, אולם גם לגיוס הוני יש עלות הנופלת במישורין על יתר בעלי המניות בחברה, שכן הם מדוללים (במובן שחלקם היחסי בחברה קטן).

122 הדיון במאמר מתמקד באינטרס של בעל השליטה להימנע מדילול החזקותיו ומסיכון שליטתו בחברה. לצד זה ניתן לקרוא את ההחלטה בעניין אקוויטל כעוסקת באינטרס נוסף ושונה של בעל השליטה, והוא האינטרס שלו בבחירת מנגנון הציות לדרישת חוק הריכוזיות לצמצם את הפירמידה לשתי שכבות, כלומר, באיזה אופן ובאיזו קומה בפירמידה תיעשה העסקה הנדרשת לשם ציות לחוק (פיצול חברה, מיזוג עם חברה אחרת, מכירת חברה בת, רישום חברה בת למסחר בחו"ל או העברת פעילות בין חברות בקבוצה). גם ביחס לאינטרס זה של בעל השליטה בבחירת מנגנון הציות בית המשפט נוטה למסקנה כי הוא עולה כדי עניין אישי (שם, בפס' 16). סוגיה זו של חוק הריכוזיות כבר אינה רלוונטית לעסקאות עתידיות במשק, שכן כל הפירמידות במשק כבר הותאמו להוראות חוק הריכוזיות, ומשכך חשיבותה פחותה. מכל מקום, איני עוסקת בה ברשימה זו.

123 ראו שם, בעמ' 5 ו-8 (ס' ג' ו-ט' ל"טענות המשיבים", בהתאמה).

124 שם, בפס' 36, 37 ו-41.

יוצרת הגנה רחבה יותר על פני הגדרה ברת עקיפה בריבוא דרכים.
לתפיסתי בחירתו של המחוקק שלא לקבוע הגדרה נוקשה היא כאמור
בחירה ערכית זו, הענקת הגנה רחבה יותר".¹²⁵

גישה מחמירה זו, כפי שכבר ראינו, שונה מעמדות אחרות שהשיעור בתי המשפט לעניין זה, בהזהירם את עצמם מפני החמרת יתר.¹²⁶ זאת, בשם לב לכך שעסקה חריגה הנגועה בעניין אישי מחייבת הליך אישור מכביד ומרחיק לכת, וגם מעבירה את כוח ההכרעה לידי המיעוט. אין ספק שהמחוקק נקט במכוון הגדרה גמישה, המאפשרת לבית המשפט להתאים את פרשנותו לנסיבות העניין, אך מידת החומרה שבית המשפט בוחר לנקוט בפרשנותו לא הוכתבה על ידי המחוקק.

מכל מקום, בית המשפט בעניין **אקויטל** שם דגש רב במעורבותו הפעילה של בעל השליטה בעיצוב העסקה. בפרט, הוא מדגיש את מהלכיו של בעל השליטה למניעת דילול אל מתחת לרף מסוים כתוצאה מעסקת המיזוג. כך, בית המשפט מציין כי במסגרת הדיון בדיקטוריון החברה בחלופות השונות לביצוע המיזוג "הציב [בעל השליטה] לחברה הגבלה לפיה לא יסכים לדלל את מניותיו מתחת ל-45.01%".¹²⁷ כמו כן, בית המשפט מציין כי בעל השליטה נערך מראש לדילול שיביא עימו המיזוג, ועל כן נקט הליך מקדים של הצעת רכש למניות אקויטל אשר "בעקבותיה הגדיל את אחזקותיו לכדי 72.79% מזכויות ההצבעה בחברה".¹²⁸ התנהלות זו של בעל השליטה מוכיחה, לדעת השופט, עד כמה האינטרס של בעל השליטה במניעת דילול הכתיב את גורל העסקה.¹²⁹ אינטרס זה עולה, לדעת השופט, כדי עניין אישי של בעל השליטה בעסקה,¹³⁰ שכן נוצרה לבעל השליטה זיקה עודפת באשר לדרך שבה היא עוצבה.¹³¹

125 שם, בפס' 10.

126 ראו עניין **לייבוברין**, לעיל ה"ש 51.

127 עניין **אקויטל**, לעיל ה"ש 6, בפס' 12.

128 שם, בפס' 13.

129 שם, בפס' 14 ("הצהרות אלה של מר צוף אודות המגבלה שדרש מהחברה וחברי הדירקטוריון באשר לשיעור המניות בהן יחזיק לאחר ביצוע מנגנון הציות לחוק הריכוזיות, ופעולותיו להגדלת אחזקותיו בחברה, בטרם הבחירה במנגנון הציות, מוכיחות מניה וביה את האינטרס המהותי שהיה למר צוף בשמירת שיעור אחזקותיו ושימור כוחו כבעל שליטה בחברה הממוזגת במסגרת בחירת מתווה או מנגנון הציות לחוק הריכוזיות וביצועו").

130 שם, בפס' 15 ("אכן כן, דברים אלה של המשיבים מלמדים יותר מכל על [ה]עניין האישי המהותי שהיה למר צוף בבחירת מנגנון הציות לחוק הריכוזיות ואופן ביצועו").

131 כמו כן, לשיטתו של השופט אלטוביה, לא נדרש כלל להראות כי מדובר בזיקה עודפת בעלת עוצמה ניכרת, שכן בנסיבות העניין עולה מעובדות המקרה שהיא השפיעה בפועל על תוצאת העסקה. וכך הוא קובע: "הצבת התנאי לפיו לא יסכים למנגנון ציות לחוק הריכוזיות שיפחית את שיעור אחזקותיו מתחת ל-45.01% מהון המניות המונפק של החברה כפי שאישר מר צוף בחקירתו... מלמד כי החשש שהחלטותיו של מר צוף כיו"ר דירקטוריון החברה יהיה מוטה לכיוון האינטרס האישי שלו הפך למציאות ולא נותר רק

השופט גם אינו מתרשם מכך שבעל השליטה נסוג לבסוף מדרישתו לא להידלל אל מתחת לרף שהוא קבע מלכתחילה. לשיטת בית המשפט, האישור המשולש נדרש כאשר מתגלה עניין אישי לפני הדיון בעסקה, ולא לפי תוצאת העסקה.¹³² יתר על כן, העובדה שהעסקה יצאה אל הפועל רק לאחר שבעל השליטה ניא את לסגת מדרישתו מעידה, לדעת השופט, כי חברי הדירקטוריון נמנעו קודם לכן מלפעול לטובת החברה, והכפיפו את שיקול דעתם לצרכיו של בעל השליטה.¹³³ בית המשפט מאשר גם את הסברה כי נגרם לחברה נזק לכאורה, שכן "...ככל שעסקת המיזוג כללה תמורה גדולה יותר במזומן, בשל הצורך שלא להפחית בשיעור הדילול של מר צוף, נגרם לחברה נזק הכרוך בעלות גיוס ההון למימון מרכיב המזומן בעסקה".¹³⁴

3. הביקורת על ההחלטה בעניין אקויטל

ההחלטה בעניין אקויטל משכה תשומת לב מרובה.¹³⁵ כמו כן הוטחה בה ביקורת נוקבת בספרם של גושן ואקשטיין. במוקד ביקורתם מצויה הטענה כי "...אינטרס השליטה הוא זכות קניינית של בעל השליטה".¹³⁶ מנקודת מוצא זו נגזרת המסקנה שלבעל השליטה מותר לפעול כדי להגן על זכות הקניין שלו, שלנושאי המשרה אסור לפעול כדי לפגוע בה, וכן שעסקה המגוננת על השליטה אינה נגועה בעניין אישי.¹³⁷

בגדר חשש בעלמא. מכאן, שכלל אין אנו נדרשים למבחנים שנקבעו בפסיקה כדי ללמד על עצמת העניין האישי כדי לבסס את החשש שהחלטותיו של מר צוף יהיו מוטות לכיוון האינטרס האישי ולא לטובת החברה". שם, בפס' 22.

132 שם, בפס' 25 ("לטענת המשיבים בסופו של דבר ויתר מר צוף על דרישתו לפיה... לא יופחתו אחזקותיו בחברה מתחת ל-45.01% ובפועל לאחר עסקת המיזוג הופחתו אחזקותיו מתחת לשיעור האמור. טענה זו של המשיבים אינה יכולה לסייע להם. הסדר האישור המשולש הקבוע בחוק החברות, נקבע ביחס לדיון מראש בעסקה...").

133 שם, בפס' 30 ("זאת ועוד. משאין חולק שרק לאחר חזרתו של מר צוף מהתנאי שהציג לחברה ולחברי הדירקטוריון, הגיעו הצדדים למשא ומתן להסכמה באשר לתנאי עסקת המיזוג, מלמדת שלכאורה הדירקטורים בחברה או מי מהם הכפיפו את שיקול דעתם לאינטרס של בעל השליטה, וממילא, השתמטו מחובתם לשקול את טובת החברה בבחירת מנגנון הציות לחוק הריכוזיות ואופן ביצועו").

134 שם, בפס' 33.

135 גולן חוני "המחוזי אישר תביעה נגזרת נגד אקויטל בטענה למיזוג ששירת רק את בעל השליטה" כלכליסט (6.3.2023) <https://did.li/K8Qrl>; אבישי גרינצייג "אושרה תביעה נגזרת נגד חיים צוף: 'רווח של 70 מיליון שקל בניגוד לאינטרס החברה' גלובס (6.3.2023) <https://did.li/FL81C>; חוני, לעיל ה"ש 12.

136 ראו גושן ואקשטיין, לעיל ה"ש 12, בעמ' 316.

137 שם, בעמ' 316-317 ("...דרך הניתוח הראויה היא יישום חובות האמונים והזהירות של נושאי המשרה כלפי בעל השליטה... חובות האמונים והזהירות של נושאי המשרה מוכוונות בראש ובראשונה אל החברה, אך בכך אין לשלול את קיומן של חובות אמונים והזהירות כלפי אדם אחר – לרבות כלפי בעלי מניות מסוימים (כאשר חובה זו כפופה לחובותיהם כלפי החברה). אין מניעה להחיל חובות אלה גם כלפי בעל שליטה, במיוחד

אני שותפה לדעה שאין להגדיר את האינטרס של בעל השליטה בשימור שליטתו כעולה כשלעצמו כדי עניין אישי. אולם, כפי שאסביר בהמשך, אני סבורה כי על הדירקטוריון מוטלת חובה להימנע מדילול בעל השליטה כאשר הפעולה מצויה בסמכותו. עם זאת, אני סבורה כי קיימות מגבלות של ממש לגבי הפעולות שמותר לבעל השליטה לבצע על מנת לשמור על זכות השליטה שלו,¹³⁸ ובפרט אסור לו לעקר את שיקול הדעת של הדירקטוריון.¹³⁹

כמו כן קיימת חולשה מסוימת בטיעון הנסמך על "זכות הקניין" של בעל השליטה לשמר את שליטתו. זהו טיעון תלוי דין, והוא אינו טיעון נורמטיבי העומד בפני עצמו. בהינתן שהדין מכיר בזכות קניין זו, ניתן להיעזר בה ולקבוע כי אין עניין אישי בפעולה המגוננת עליה, שאם לא כן תיפגע זכות הקניין פגיעה קשה. אולם המחוקק הישראלי לא קבע זכות קניין כזאת במפורש, והמקורות העקיפים שמהם ניתן ללמוד עליה הם עמומים. כך, למשל, גושן ואקשטיין מצביעים על חובת ההגנות, אשר פרשנותה בבית המשפט מלמדת כי מדובר בחובה מוחלטת, המביאה בחשבון את זכותו של בעל השליטה להגן על האינטרסים שלו.¹⁴⁰ אולם מכך שחובת ההגנות מתירה לבעל השליטה להצביע בהתאם לשיקולים שלו לא נובעת הכרה בזכות קניין, אשר צדדים

בהינתן שדיני החברות בישראל מכירים בכך שאינטרס השליטה הוא זכות קניינית של בעל השליטה. מההכרה של דיני החברות בישראל הן באפשרות קיומן של חובות אמונים וזהירות כלפי בעל השליטה, והן במעמדה הקנייני של זכות השליטה, נובע כי הדירקטורים אינם רשאים – ובוודאי שאינם מחוייבים – לפגוע בבעל השליטה שלא על דעתו, למעט באותם מקרי קצה של הפרה חמורה של חובות בעל השליטה כלפי החברה... (ההדגשות במקור).

138 ריסון הכוח המופקד בידי בעלי השליטה נעשה באמצעות הטלת חובת ההגנות על המשתמשים בו. ראו, למשל, צפורה כהן **בעלי מניות בחברה: זכויות תביעה ותורפות** כרך א 315–323 (מהדורה שנייה 2006). ראו גם ע"א 817/79 **קוסי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ**, פ"ד לח (3) 253, פס' 57 (1984) ("עיקרון מוכר וידוע הוא במשפטנו, כי בעל השליטה נתון במסכת של חובות אמון, הבאות לשמור את בעל הכוח מפני השימוש בכוחו").

139 כאמור, בית המשפט בדיון החוזר בפרשת **אקויל** אימץ עמדה הדומה לזו שהצגתי במאמר זה בנוגע לכך שהאינטרס נגד דילול אינו עולה כדי עניין אישי, אולם בניגוד לעמדותי, הוא לא מצא פגם בכך שבעל השליטה הורה לדירקטוריון לא לדלל אותו מתחת לרף מסוים. מאחר שפסק הדין בדיון החוזר התקבל רק בשלבים המאוחרים של פרוסום מאמר זה, אתייחס לנושא בקצרה בלבד, תוך התמקדות בנקודות שבהן שגה לדעתי בית המשפט בדיון החוזר.

140 לחיזוק עמדתם מביאים הכותבים את דבריו של השופט עמית בפס' 56 לפסק דינו בעניין **ורדינקוב**, לעיל ה"ש 27: "הבחירה להטיל על בעל השליטה חובה מוחלטת לעומת חובת האמון המוטלת על נושא המשרה, היא מובנת. אם בעל מניות מן השורה רשאי לשקול את טובתו האישית (בכפוף לחובתו לנהוג בתום לב ובדרך מקובלת וכו'), קשה להלום כי בעל מניות שהשקיע ממון רב בחברה והפך לבעל שליטה, נדרש מאותו רגע לוותר על האינטרס האישי שלו ולפעול אך ורק למען טובת החברה". ראו גושן ואקשטיין, לעיל ה"ש 12, בעמ' 314.

שלישיים – ובפרט נושאי המשרה של החברה – מחויבים לכבדה.¹⁴¹ אף על פי כן, וכפי שאסביר בפרק הבא, חלק ניכר מהביקורת העקרונית שגושן ואקשטיין משמיעים מקובלת גם עליי. עם זאת, תוצאת פסק הדין דווקא נכונה לגישה בנסיבות העניין.

פרק ד: עניין אישי והאינטרס של בעל השליטה לשמר את שליטתו

אם כן, המונח "עניין אישי" נמצא בליבם של דיני ניגוד העניינים בתחום החברות, שכן עסקה הכרוכה בעניין אישי נחשבת חשודה ומחייבת אישורים מכבידים. האתגר שנחשף בסוגיית אקויטל, כמו גם במקרים רבים אחרים, נעוץ בהגדרה מרחיבה של "עניין אישי" בדין הישראלי. ההרחבה נעוצה בכך שכל זיקה (דהיינו, קשר או נגיעה) משמעותית של בעל השליטה לעסקה העומדת על הפרק, לרבות מניע ייחודי לביצוע העסקה, עולה כדי עניין אישי. להגדרה מרחיבה זו יש יתרונות, שכן היא מגבילה את יכולתו של בעל השליטה לפגוע בחברה, אולם יש להישמר מפני הגדרה חובקת כל. בדלוור, ארצות הברית,¹⁴² שהשפעתה על דיני התאגידים בישראל ניכרת,¹⁴³ עסקה של חברה נחשבת נגועה בניגוד עניינים רק כאשר בעלת השליטה מפיקה ממנה תועלת

141 כמו כן, נראה כי גושן ואקשטיין סבורים כי בעל השליטה באקויטל היה יכול ממילא לחסום את הדילול במניותיו באמצעות כוח ההצבעה שלו באספה הכללית של אקויטל, וכך הם כותבים: "...בית המשפט בעניין אקויטל ניתח את שאלת העניין האישי כאילו השאלה מצויה בשיקול דעת הדירקטוריון, שעה שבעל השליטה יכול היה למנוע את המיזוג בכוח הצבעתו..." (שם, בעמ' 317). דברים אלו היו נכונים אילו דובר במיזוג "רגיל" שבו הייתה אקויטל מעורבת, ולא במיזוג משולש הופכי. אולם במיזוג משולש הופכי (שמתואר בתרשים 2) אין כלל הצבעה באספת בעלי המניות של החברה האם (אקויטל), שכן מבחינה פורמלית היא אינה צד למיזוג, אף שמניותיה מונפקות כתמורת המיזוג בהתאם להחלטת הדירקטוריון שלה.

142 למדינת דלוור יש חשיבות עצומה בדיני התאגידים בארצות הברית, ויותר ממחצית החברות הציבוריות בארצות הברית התאגדו במדינה זו. עיקר גאוותה של דלוור בהקשר זה הוא בית המשפט בעל המומחיות המיוחדת בדיני חברות. ראו זוהר גושן "בית משפט כלכלי וקו הגבול שבין ניהול כושל לניהול חובל" **משפטים** מז 541 (2018). לדיון בדרך שבה הגיעה דלוור למעמדה המרכזי ראו Marcel Kahan & Ehud Kamar, *The Myth of State Competition in Corporate Law*, 55 STAN. L. REV. 679 (2002). למסגרת תאורטית רחבה יותר על חוסר הוודאות בדיני התאגידים של דלוור, ולהשלכותיה של התופעה על התחרות בין המדינות, ראו Ehud Kamar, *A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law*, 98 COLUM. L. REV. 1908 (1998).

143 ראו, למשל, שפירא, לעיל ה"ש 14, בעמ' 691 ("כיום... רבים מסכימים על כך שהדין בדלוור ממלא תפקיד מרכזי כהשראה לפיתוח הדין הישראלי"). שופטי המחלקה הכלכלית עצמם מכירים בהשפעה זו. השופט כבוב ציין כי שופטי המחלקה הכלכלית עוקבים בקביעות אחר ההתפתחויות בדין הדלוורי. ראו הקריה האקדמית אונו "כנס

העולה על חלקה בהון המניות של החברה, תוך גריעה מחלקו של המיעוט (to the exclusion of its minority stockholders),¹⁴⁴ כלומר, כאשר מתרחשת חלוקה לא הוגנת של משאבי החברה. הפסיקה האמריקנית משתמשת בהקשר זה במונח self-dealing, לעומת "עניין אישי" בישראל.¹⁴⁵

המקרה הקלסי של עסקה בניגוד עניינים הוא עסקה של חברה עם בעלת השליטה שלה (או עם נושא משרה בה) שבה החברה מוכרת או קונה נכס או שירות ובעלת השליטה מנצלת את השפעתה לקבלת תנאי עסקה מיטביים עבורה על חשבון החברה ובעלי מניותיה. חשש דומה קיים כאשר במהלך עסקה של החברה עם צד שלישי בעלת השליטה זוכה בעמלה או בתמורה אחרת מאותו צד שלישי. אולם לגישת הדין הזר,

קולומביה השמיני בקריה האקדמית אונו – השופט חאלד כבוב, בית המשפט המחוזי תל אביב "YouTube" (1.7.2014) <https://did.li/jPOIC>. השופט רונן אף כינתה את שופטי דלוור "אחינו הגדולים". ראו ערוץ חוק ומשפט – המשפט העברי "השופט רות רונן | כנס שוק ההון ואכיפה כלכלית | אוניברסיטת תל אביב" YouTube (11.4.2018) <https://did.li/Rb5CN>.

144 ראו Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717, 722 (Del. 1971) (להלן: "עניין Sinclair").

145 הדין המתואר לעיל הוא ההלכה המחייבת של בית המשפט העליון בדלוור. אולם לאחרונה קיימת פסיקה של הערכאה הראשונה בדלוור (בית המשפט של הצ'נסרי) אשר ניתן לראות בה סטייה מקו ברור זה. כך, בעניין Palkon, בפברואר 2024, דחה סגן הצ'נסלור לסטר (Laster) בקשה לסילוק על הסף של תביעה שהוגשה נגד חברת טריפ אדוויזור בעקבות החלטתה להתאגד מחדש במדינת נוודה. ההחלטה להתאגד בנוודה אושרה באספה הכללית של החברה בקולו של בעל השליטה וחרף התנגדותם של רוב המשקיעים מקרב הציבור. מדינת נוודה ידועה בכך שכלליה המשפטיים מקילים יותר מאלה של דלוור בכל הקשור לאחריותם של בעל השליטה ונושאי המשרה, ולכן קבע השופט לסטר כי יש לראות את ההחלטה להתאגד מחדש בנוודה כמעניקה לבעל השליטה תועלת לא שוויונית, ומכאן שהיא כפופה לסטנדרט המחמיר של ההגיונות המלאה. ראו Palkon v. Maffei, C.A. 2023-0449-JTL (Del. Ch. Feb. 20, 2024).

אולם סמוך לירידת מאמר זה לדפוס הפך בית המשפט העליון בדלוור את ההחלטה, וקבע כי אין לראות ניגוד עניינים עקיף של בעל השליטה כשקול לזה המאפיין עסקה בניגוד עניינים. לדברי בית המשפט: "Taken together, these cases suggest that the hypothetical and contingent impact of Nevada law on unspecified corporate actions that may or may not occur in the future is too speculative to constitute a material, non-ratable benefit triggering entire fairness review. Given that Plaintiffs have not alleged any past conduct that would lead to litigation, this case aligns with our case law that applies the business judgment rule". Maffei v. Palkon, No. 125, 2024 (Del. Feb. 4, 2025).

ניתן לציין בהקשר זה גם את ההחלטה בעניין NRG Yield, שהתקבלה בדצמבר 2017 (ותוקנה בינואר 2018). גם זו פסיקה של הערכאה הראשונה, ובה קבע הצ'נסלור בושאר (Bouchard) כי החלטה על שינוי מבנה ההון של החברה, אשר נעשתה במטרה מוצהרת להיטיב עם בעל השליטה, כפופה למבחן ההגיונות המלאה אף שהיא נחזית כשוויונית כלפי כל בעלי המניות. ראו IRA Trust FBO Bobbie Ahmed ex rel. NRG Yield v. Crane, C.A. 12742-CB (Del. Ch. Dec. 11, 2017) Stephen M. Bainbridge, *A Course Correction for Controlling Shareholder Transactions*, 49 DEL. J. CORP. L. 525 (2025).

בעצם קיומו של מניע ייחודי של בעל השליטה לביצוע העסקה אין די לצורך הגדרת העסקה כנגועה בניגוד עניינים. מה שנדרש בדין הזר כדי ליצור את העניין האישי הוא מקרה שבו בעל השליטה (או הדירקטור) ניצב מ"שני עברי העסקה", כך שהוא מרוויח חלק לא הוגן מהתמורה שלה.¹⁴⁶ כך נקבע בפסק הדין המנחה בעניין *Weinberger*, משנת 1983:

"The requirement of fairness is unflinching in its demand that *where one stands on both sides of a transaction*, he has the burden of establishing its entire fairness, sufficient to pass the test of careful scrutiny by the courts".¹⁴⁷

כך נקבע גם בפסק דין מרכזי נוסף, בעניין *Kahn*, משנת 1994:

"A controlling or dominating shareholder *standing on both sides of a transaction...* bears the burden of proving its entire fairness".¹⁴⁸

אולם המשפט הישראלי, כפי שכבר ראינו בהרחבה, הלך רחוק יותר. לפירוש "עניין אישי" אומץ "מבחן הזיקה העודפת" – כל זיקה אישית של בעל מניות לעסקה, מעבר לזיקתו כבעל מניות, עשויה להיחשב עניין אישי, גם ללא טובת הנאה כלכלית ישירה. גישה זו הושפעה במידה רבה על ידי עמדתה הנחרצת והמרחיבה של רשות ניירות ערך כי מניע או אינטרס מיוחדים של בעלת שליטה בעסקה, אף ללא חלוקה לא הוגנת של התמורה, יכולים ליצור עניין אישי.

את ההבדל העצום לעניין זה בין גישתו של בית המשפט הישראלי לבין זו של בית המשפט בדלוור ניתן למצוא בהשוואה בין פסק דינו של השופט ככור בעניין *רוזנפלד*, שבו כבר עסקנו לעיל, לבין פסק הדין של דלוור בעניין *Sinclair*.¹⁴⁹ בעניין *רוזנפלד*,

¹⁴⁶ מעבר לשוני בין דלוור לישראל בהגדרת עסקה כנגועה בניגוד עניינים, קיים הבדל ניכר גם בדרך הטיפול של שני הדינים באישור העסקה. בישראל, כאשר מדובר בעסקה חריגה הנגועה בניגוד עניינים של בעל השליטה נדרש בחוק אישור משולש כתנאי בלעדיו אין לעסקה. בדלוור, לעומת זאת, האישור המשולש הוא וולונטרי, וניתן לאשר את העסקה גם ללא אישור משולש, אלא שבמקרה זה בית המשפט המומחה לדיני חברות שם מפעיל על העסקה ביקורת מחמירה במיוחד הקרויה Entire Fairness Review. עם זאת, בדלוור החברה ובעל השליטה שלה יכולים לבחור באישור משולש באופן וולונטרי, ובמקרה כזה הביקורת השיפוטית תהיה רפה יותר. ראו *Zohar Goshen & Assaf Hamdani, Corporate Control, Dual Class, and the Limits of Judicial Review*, 120 COLUM. L. REV. 941, 950 (2020).

¹⁴⁷ ראו עניין *Weinberger*, לעיל ה"ש 16, בעמ' 710 (ההדגשה הוספה).

¹⁴⁸ ראו *Kahn v. Lynch Comm. Sys.* 638 A.2d 1110, 1115 (Del. 1994) (ההדגשה הוספה). ראו גם *In re MFW S'holders Litig.* 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013).

¹⁴⁹ ראו עניין *Sinclair*, לעיל ה"ש 144.

כזכור, נקבע כי צורך דחוף של בעל השליטה בכספים יכול להוות "עניין אישי" בפעולת החברה, אף כאשר מדובר בחלוקת דיווידנד, המהווה פעולה שוויונית ביחס לכלל בעלי המניות. סוגיה דומה נדונה בארצות הברית בעניין *Sinclair*, שם נטען כי החברה האם סינקלייר גרמה לחלוקת דיווידנד מסיבית בחברה הבת סינון ממניעים ייחודיים של החברה האם.¹⁵⁰ בית המשפט שם הבהיר, בלשון שאינה משתמעת לשני פנים, כי חלוקת דיווידנד לבעלי המניות באופן שוויוני, לפי חלקם, אינה מהווה פעולה בניגוד עניינים:

"The dividends resulted in great sums of money being transferred from Sinven to Sinclair. However, a proportionate share of this money was received by the minority shareholders of Sinven. Sinclair received nothing from Sinven to the exclusion of its minority stockholders. As such, these dividends were not self-dealing... The business judgment standard should have been applied".¹⁵¹

יתר על כן, ובניגוד מוחלט לדין בישראל, בית המשפט העליון בדלוור קובע במפורש כי המניע לפעולה אינו רלוונטי לבחינת השאלה אם היא נגועה בניגוד עניינים: "The motives for causing the declaration of dividends are immaterial..."¹⁵². זוהי תמצית השוני בין הדינים של שתי המדינות, שכן בישראל גם מניע ייחודי לעסקה עלול לקטלג אותה כעסקה בניגוד עניינים המחייבת אישור מיוחד.

מכל מקום, עמדתו של המשפט הישראלי, שלפיה גם מניע ייחודי עולה כדי עניין אישי, מעוררת את השאלה אם גם האינטרס של בעל השליטה נגד דילול עולה כדי עניין אישי. שאלה זו עומדת במוקד המאמר. כל הנפקת מניות שבעל השליטה אינו נוטל בה חלק גורמת לדילול החזקותיו ולחשש מאובדן שליטה בחברה עקב ההנפקה. זהו ללא ספק מניע ייחודי שלו. מן הבחינה התאורטית, אם מניע זה עולה כדי עניין אישי, אזי מדובר בעניין אישי שלילי, כלומר, עניין אישי נגד ההנפקה.

סוגיה זו עלתה במלוא עוצמתה בפרשת **אקויטל**. כפי שכבר הסברתי בהרחבה, בעניין **אקויטל** עמדה על הפרק עסקת מיזוג אשר התועלת ממנה השפיעה באופן שוויוני על כל בעלי המניות של החברה. לא הייתה כל חלוקה לא הוגנת של משאבים לידי בעל השליטה, ומבעלי מניות המיעוט לא נלקח דבר. אולם בשלב התכנון הוצע למיזוג מבנה חלופי שבמסגרתו יונפקו מניות נוספות כתמורה למיזוג, ובעל השליטה התנגד לחלופה זו מחשש לדילול החזקותיו. על כן קבע בית המשפט באותו עניין כי

¹⁵⁰ המניע הייחודי שנטען היה רצון לפתח יוזמות עסקיות בחברה האם. נטען כי הדיווידנד שחולק משמש ליוזמות אלו ובו בזמן מונע מהחברה הבת את האפשרות לפתח יוזמות בעצמה, משום שלא נשארו לה משאבים לצורך כך. שם, בעמ' 721–722.

¹⁵¹ שם.

¹⁵² שם, בעמ' 722.

לבעל השליטה היה עניין אישי בעסקה, וכך יצר פיתוח נוסף של העמדה המרחיבה של המשפט הישראלי כי די במניע ייחודי של בעל השליטה ליצור לו עניין אישי. בעסקת מיזוג הנכסים וההתחייבויות של חברת המטרה עוברים לידי החברה הקולטת, ובמקביל משולמת תמורת המיזוג.¹⁵³ התמורה משולמת באופן תדיר במניות או בתמחיל של מניות ומזומן.¹⁵⁴ קיימות עסקאות אחרות שבהן התמורה ניתנת במניות החברה. אולם חשוב להבין שכל עסקה משמעותית של החברה מחייבת מימון חיצוני, ומימון זה ניתן לגייס בהון או בחוב. אף כאשר התשלום לעסקה משולם במישרין במזומן, לחברה עומדות אפשרויות שונות לשם גיוס הסכום הנדרש, ואחת האפשרויות העומדת על הפרק היא הנפקת מניות. היעלה על הדעת שמסיבה זו בלבד תעמוד כל עסקה משמעותית לאישור מכביד בשל עניינו האישי של בעל השליטה? קריאה מרחיבה של ההחלטה בעניין **אקויטל** מוליכה לתוצאה אבסורדית זו. יש לזכור כי גם כאשר בעלת השליטה אינה קרובה לרף איבוד השליטה היא עשויה בכל זאת להיות רגישה לשאלת הדילול. זאת, משום שהנפקות עתידיות או צורך במכירת מניות מטעם כלשהו בעתיד עלולים להמשיך את הרעת מצבה. סוגיית האינטרס של בעלת השליטה בשמירת מעמדה כבעלת שליטה ונגד דילול עולה גם כאשר בסופו של דבר עסקה אינה יוצאת אל הפועל. החלטה של החברה לא לבצע עסקה עשויה לנבוע או להיות מושפעת מהחשש של בעלת השליטה שתדרש הנפקה של מניות כדי לממן אותה. במצב מעין זה של מחדל, שבו עסקה אינה יוצאת אל הפועל, אין כמובן תחולה לדיני אישור העסקאות בניגוד עניינים, שכן אלה נכנסים לפעולה רק כאשר על הפרק עומדת עסקה המחייבת אישור. אולם עדיין עולה השאלה אם האינטרס של בעלת השליטה להימנע מדילול הוא אינטרס לגיטימי. יתר על כן, ככל שבתי המשפט יחמירו בהגדרת "עניין אישי" ככוללת את האינטרס של בעלת השליטה נגד דילול, יש לצפות שירבו המקרים שבהם חברות אף יימנעו מלבצע עסקאות המבוססות על חוב. זאת, היות שבהעדר עסקה בית המשפט אינו יכול להעביר תחת שבט ביקורתו את העסקה ולפסול אותה בשל כך שהיא לא זכתה באישור משולש. משכך, לשם הגנה על האינטרס של בעלת השליטה להימנע מדילול, וכדי להימנע מביקורת שיפוטית על עסקה הממומנת בחוב, החברה עלולה להימנע לחלוטין מעשיית עסקה מסוימת.¹⁵⁵ התפתחות כזאת לא תשרת בהכרח את טובת המיעוט –

153 ראו ס' 1 לחוק החברות: "מיזוג", לענין החלק השמיני – העברה של כלל הנכסים והחייבים, לרבות חיובים מותנים, עתידיים, ידועים ובלתי ידועים, של חברת יעד לחברה קולטת, אשר כתוצאה ממנה מתחללת חברת היעד, בהתאם לסעיף 323."

154 ידידיה שטרן **רכישת חברות** 458 (1996).

155 גם תחת ההגדרה הצרה יותר של "ניגוד עניינים" הנוהגת בדלוור ייתכן מקרה שבו החברה תימנע מעסקה מסוימת כדי להימנע מביקורת שיפוטית מכבידה. אולם, ככל שההגדרה של "עניין אישי" צרה יותר, קשת המקרים שבהם החברה עלולה להימנע מפעולה בשל הביקורת השיפוטית קטנה יותר. מאחר שההבדל בין שתי ההגדרות הוא דרמטי, ניתן לומר בבירור כי הקושי האמור בדלוור קטן לאין שיעור מזה שבישראל.

אותו מיעוט שכללי אישור העסקאות בניגוד עניינים באים להגן עליו – שכן לא ברור כלל שהעדר עסקה עדיף על עסקה הממומנת בחוב.¹⁵⁶

המסקנה היא שבמקרה הרגיל אין לקבוע כי האינטרס של בעלת השליטה לא להידלדל עולה כדי עניין אישי. רוחב היריעה של הסיטואציות שבהן לאינטרס של בעלת השליטה להימנע מדילול יש השפעה על התנהלות החברה, כפי שתואר לעיל, מוביל למסקנה זו. מאחר שכמעט כל עסקה משמעותית ניתנת למימון בדרך של הנפקת מניות כתחליף לחוב, הגדרת האינטרס נגד דילול כיוצר עניין אישי תוביל לתוצאה אבסורדית. במצב דברים כזה כל עסקה משמעותית תחייב אישור של האספה הכללית, לרבות תמיכה של רוב מקרב המיעוט. משמעות הדבר היא לא פחות מהעברת השליטה בגורל החברה לידי המיעוט. כל זאת לצד הכבדת עלויות רבות אחרות כפועל יוצא מהאישורים הנדרשים ומהזמן הנדרש לקבלתם.¹⁵⁷

לפרשנות שלפיה האינטרס של בעלת השליטה לשמור על מעמדה כבעלת השליטה אינו עולה כדי עניין אישי יש עוגן של ממש בלשון החוק. המחוקק קובע, בסעיף ההגדרות של חוק החברות, כי יש להחריג מהגדרת "עניין אישי" כל "עניין אישי הנובע מעצם החזקת מניות בחברה".¹⁵⁸ מאחר שהשליטה בחברה נובעת אך ורק מהחזקה במניות החברה, ניתן לומר שהאינטרס לשמור עליה הוא אינטרס אישי הנובע כולו "מעצם החזקת מניות בחברה", וככזה הוא מוחרג מגדר העניין האישי.¹⁵⁹ פרשנות זו עולה בקנה אחד גם עם עמדתם של אלה הסבורים כי יש לראות שליטה כקניינו של בעל השליטה, וכי אין לקרוא את חוק החברות כמקשה את שימור זכאותו של בעל השליטה.¹⁶⁰

הפרשנות המוצעת, שלפיה האינטרס בשימור השליטה אינו יוצר עניין אישי, מהווה פרשנות מאוזנת מטעם נוסף. על פי דיני החברות, כאשר עומדת על הפרק עסקה שנחזית כמייטיבה עם בעלת השליטה, העסקה מחייבת אישור של המיעוט אף כאשר מדובר בעסקה מצוינת לחברה. לנוכח זאת, כאשר עומדת על הפרק עסקה העלולה

156 מבחינה קונספטואלית ניתן אולי לטעון כי הימנעות מעשיית עסקה מן הטעם הזה מהווה הפרת חובת אמון, אולם בפועל ספק רב אם מדובר בהפרה שניתן להפעיל אכיפה נגדה.

157 הזמן הנדרש עומד על שלושים וחמישה ימים לפחות ממועד הדיווח על זימון אספה כללית. ראו תק' 2(א) לתקנות החברות (הודעה ומודעה על אסיפה כללית ואסיפת סוג בחברה ציבורית והוספת נושא לסדר היום), התש"ס-2000.

158 ס' 1 לחוק החברות.

159 טיעון מעין זה נדחה על ידי השופט אלטוביה בעניין **אקויטל**, לעיל ה"ש 6, בפס' 20, שכן האינטרס בשימור השליטה ייחודי לבעל השליטה, אף שהוא נובע מהחזקה במניות החברה.

160 ראו גושן ואקשטיין, לעיל ה"ש 12, בעמ' 316 ("חובת ההגנות של בעל השליטה אינה דומה בהיקפה לחובת האמונים של נושאי המשרה; היא נחשבת לחובה קלה יותר, ובוודאי שאינה דורשת מבעל השליטה לפעול באופן שיפגע באינטרס הרכושי שלו בשימור השליטה בחברה... [וזאת] במיוחד בהינתן שדיני החברות בישראל מכירים בכך שאינטרס השליטה הוא זכות קניינית של בעל השליטה").

לפגוע בבעלת השליטה ולדלל את החזקותיה, ניתן הפעם להקל עם בעלת השליטה, ולא להגדיר את האינטרס שלה נגד העסקה כמכתים עסקאות חלופיות בעניין אישי. עם זאת, לשיטתי, התוצאה בעניין **אקויטל** מוצדקת מסיבה ברורה אחרת. העמדה כי אין לראות את עצם האינטרס של בעלת השליטה להימנע מדילול כעניין אישי אינה מכשירה כל פעולה של בעלת השליטה. בפרט היא אינה מצדיקה התערבות בוטה של בעלת השליטה בפעולת הדירקטוריון בשם אותו אינטרס. התערבות מעין אלה סותרות הן את חובת ההגיונות של בעל השליטה¹⁶¹ והן את החובה להימנע מפגיעה בשיקול דעתו העצמאי של כל דירקטור. דירקטור בחברה, אף כאשר הוא נבחר לתפקידו על ידי בעלת השליטה ובקולותיה, חב חובת אמון כלפי החברה,¹⁶² ונדרש להפעיל שיקול דעת עצמאי. לעומת זאת, בעלת השליטה נדרשת לרסן את כוחה כאשר היא מתנהלת אל מול הדירקטורים – הן מכוח חובת ההגיונות שלה והן מכוח האיסור המפורש לפגוע בעצמאות שיקול הדעת של הדירקטוריון. כך קובע לעניין זה סעיף 106 לחוק החברות:

106. שיקול דעת עצמאי והסכמי הצבעה

- (א) דירקטור, בכשירותו ככזה, יפעיל שיקול דעת עצמאי בהצבעה בדירקטוריון, לא יהיה צד להסכם הצבעה ויראו באי-הפעלת שיקול דעת עצמאי כאמור או בהסכם הצבעה הפרת חובת אמונים.
- (ב) לא ימלא אדם תפקיד מתפקידיו של דירקטור אלא אם כן מונה כדין לתפקיד דירקטור ולא יפגע אדם בשיקול הדעת העצמאי של דירקטור.

לדיני החברות יש אפוא כללי משחק הקובעים את גבולות הפעולה המותרת לבעלת השליטה. לבעלת השליטה יש כוחות גדולים. היא שממנה את הדירקטורים ויכולה

161 ס' 193 לחוק החברות, שכותרתו "חובת בעל שליטה וכוח הכרעה לפעול בהגיונות", קובע כך: "(א) על המפורטים להלן מוטלת החובה לפעול בהגיונות כלפי החברה: (1) בעל השליטה בחברה; (2) בעל מניה היודע שאופן הצבעתו יכריע בענין החלטת אסיפה כללית או אסיפת סוג של החברה; (3) בעל מניה שלפי הוראות התקנון יש לו כוח למנות או למנוע מינוי של נושא משרה בחברה או כוח אחר כלפי החברה. (ב) על הפרת חובת הגיונות יחולו הדינים החלים על הפרת חובה, בשינויים המחויבים, בשם לב למעמדו בחברה של המנויים בסעיף קטן (א)". חובה זו מהווה נדבך מרכזי בהגנה על בעלי מניות המיעוט, ומטרתה למנוע ניצול לרעה של כוח השליטה לטובת קיום אינטרסים אישיים. הקשר ההדוק בין חובת ההגיונות לבין גילוי עניין אישי בא לידי ביטוי בס' 283(א) לחוק החברות, הקובע כי אי-גילוי עניין אישי על ידי בעל שליטה בחברה ציבורית מהווה הפרה של חובת ההגיונות ("נושא משרה שלא גילה את ענינו האישי כאמור בסעיף 269 יראו אותו כמי שהפר את חובת האמונים; בעל שליטה בחברה ציבורית... שלא גילה את ענינו האישי כאמור באותו סעיף, יראו אותו כמי שהפר את חובת ההגיונות").

162 לדין מקיף בתוכנה של חובת האמון בדיני תאגידים ראו עמיר ליכט "יחסי אֶמוּנאות בתאגיד – חובת האמון" **משפט ועסקים** יח 237 (2014).

לפטרם,¹⁶³ ככל שאין מדובר בדירקטורים חיצוניים. זיקת המינוי כמו גם החשש מפוטורים מניעים את הדירקטורים להתחשב במידה רבה באינטרסים של בעלת השליטה.¹⁶⁴ עם זאת, הדירקטורים מצוים גם בחובות אמון וזהירות כלפי החברה, וכמצוות סעיף 106 לחוק, הם מחויבים להפעיל שיקול דעת עצמאי בהצבעה בדירקטוריון. זהו האיזון שקבע המחוקק, ויש להישמר מלרוקן אותו מתוכן. על כן יש הבדל בין מצב שבו האינטרסים של בעלת השליטה מובאים בחשבון לבין מקרה שבו בעלת השליטה קובעת תכתיב אשר שולל לחלוטין את חופש הבחירה מהדירקטוריון או מוביל לעימות ישיר בינה לבין הדירקטורים. כך קובעת גם הפסיקה בדלוור.¹⁶⁵ בעל השליטה באקויטל חרג מכללי המשחק לעניין זה. הוא קבע כתכתיב בדירקטוריון כי אין לדלל אותו אל מתחת לרף מסוים, ולא הסתפק בכך שהדירקטורים יביאו בחשבון את האינטרס שלו להימנע מדילול.¹⁶⁶ תכתיב מעין זה אינו לגיטימי, כאמור. התכתיב שהשמיע בעל השליטה בדירקטוריון שם את האינטרס שלו נגד דילול במרכז הבמה.¹⁶⁷ תכתיב זה מנע מהדירקטורים את האפשרות לאזן בין השיקולים

163 ס' 59 לחוק החברות קובע כי "האסיפה הכללית השנתית תמנה את הדירקטורים...". הואיל ובעל השליטה שולט ברגיל באספה הכללית, המינוי מצוי בשליטתו. כך גם באשר לפיטורי דירקטור לפי ס' 230 לחוק.

164 השאלה עד כמה זיקת המינוי והחשש מפוטורים ישפיעו על שיקול הדעת של הדירקטור תלויה במגוון גורמים, לרבות כאלה התלויים בהרכב הדירקטוריון כולו, בדינמיקה שנוצרה בדירקטוריון, בתרבות קבלת ההחלטות בחברה ובאישיות של הצדדים המעורבים. לעיתים מדובר בבעל שליטה בעל מעמד מיוחד אשר קשה לעמוד בפניו. על דרך האנלוגיה ראו Assaf Hamdani & Kobi Kastiel, *Superstar CEOs and Corporate Law*, 100 WASH. U. L. REV. 1353 (2023).

165 לגבי מערכת היחסים בין בעל השליטה לדירקטורים, וגבולות המותר והאסור בהקשר זה, ראו *In re Pure Resources*, 808 A.2d 421, 436 (Del. Ch. 2002). בעניין זה הסביר השופט סטריין (Strine), באמצעות דימוי ציורי, כי בעל השליטה הוא כגורילה במשקל 800 פאונד מול הדירקטורים החיצוניים, שהם כ"שימפנזים קטנים", ולכן קשה להם למנוע אותו מלהשיג את הבננות שהוא מעוניין בהן. זאת, אף כאשר בעל השליטה שומר על כללי המשחק. ראו גם *In re BGC Partners Derivative Litig.* C.A. 2018-0722-LWW (Del. Ch. Nov. 26, 2021); Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, 165 U. PA. L. REV. 1271, 1288–1289 (2017). פסיקה מן העת האחרונה מדגימה היטב כי על בעל השליטה להימנע מפעולות ותכתיבים מסוימים שמטרתם להשפיע על החלטות הדירקטורים. ראו *In re Straight Path Commc'ns, Inc.* Consol. Stockholder Litig. C.A. 2017-0486-SG (Del. Ch. Oct. 3, 2023). גם בפסק הדין הידוע בעניינו של מאסק, שבו נקבע כי עליו להשיב תגמול בהיקף עצום של כ-56 מיליארד דולר, נקבע כי מאסק השפיע בצורה פסולה על חברי הדירקטוריון. ראו עניין *Tornetta*, לעיל ה"ש 1.

166 עניין **אקויטל**, לעיל ה"ש 6, בפס' 12.

167 יש לשים לב כי בעניינו בעל השליטה כיהן כיושב ראש הדירקטוריון. ניתן לטעון כי במצב דברים זה יש לו זכות ואף חובה להשמיע את עמדתו בדירקטוריון לגבי העסקה העומדת על הפרק. עם זאת, לנוכח האינטרס המובנה שלו נגד דילול, היה ראוי שהוא יימנע לחלוטין – גם בכובעו כיושב ראש הדירקטוריון – מעיסוק בשאלת הרכב התמורה

השונים, ודרש מהם להגיע לתוצאה שלפיה יש עדיפות לעניינו של בעל השליטה על השיקולים של טובת החברה. בלשונו של בית המשפט בעניין **אקויטל**, הדירקטורים פעלו באותו מקרה "תוך התבטלות וביטול דעתם מפני דרישותיו של מר צוף".¹⁶⁸ בכך גרם בעל השליטה לכך שהדירקטורים יפרו את חובת האמונים שלהם, שכן סעיף 106 לחוק קובע מפורשות כי "יראו באי-הפעלת שיקול דעת עצמאי כאמור... הפרת חובת אמונים".

אם כן, אף אם לא נאמר כי העסקה נגועה בעניין אישי, עצם ההכתבה של מתכונת העסקה על ידי בעל השליטה מהווה הפרת חובת הגינות מצידו, כמו גם הפרת חובת אמון של הדירקטורים המבטלים את שיקול דעתם מפני דעתו, בניגוד להוראת סעיף 106 לחוק החברות. היה על בעל השליטה להימנע מכך, ואף שהוא כיהן במקרה זה כדירקטור, היה מוטב אילו הדיר את רגליו כליל מן הדיון בדבר הדרך שבה תשולם תמורת המיזוג. זאת, על מנת לא ליצור ולו מראית עין של לחץ על יתר הדירקטורים להימנע מדילול, ואף שאין לראות לשיטתי בעצם קיומו של אינטרס לבעל השליטה להימנע מדילול כעולה כדי עניין אישי.¹⁶⁹

בדיון החוזר בעניין **אקויטל** הקל בית המשפט ראש במעורבות המשמעותית של בעל השליטה בעיצוב העסקה בדירקטוריון אקויטל ובכפיית האינטרס שלו נגד דילול. טעם מרכזי לכך הוא שבית המשפט היה סבור כי האספה הכללית של חברת אקויטל נדרשת לאשר את המיזוג, ולפיכך בעל השליטה היה יכול ממילא להכשיל עסקת מיזוג שאינה מקובלת עליו באמצעות זכויות ההצבעה שלו כבעל מניות. כך נקבע לעניין זה בדיון החוזר:

"משמצאנו שבעל השליטה רשאי שלא לתמוך בעסקת מיזוג במתווה מסוים, ברי כי אין תוחלת בקידום בדירקטוריון של עסקת המיזוג, הכפופה לאישור האסיפה הכללית בכל אחת מהחברות המתמזגות, אשר בעל השליטה, שבכוחו להצביע כנגד העסקה באסיפה הכללית, הודיע כי לא יתמוך בה. לפיכך, התחשבות בתנאי שהציב בעל השליטה בחברה אין משמעו השתמטות הדירקטוריון מחובתו לשקול את טובת החברה אלא הכרתו בכך שהחלופות העומדות בפני החברה מוגבלות".¹⁷⁰

בעסקה (כלומר, בתמהיל המניות והמזומן שישולם לבעלי מניות המיעוט). מכל מקום, בוודאי אין הוא רשאי "להורות" לחברי הדירקטוריון כיצד לנהוג.

168 עניין **אקויטל**, לעיל ה"ש 6, בפס' 38.

169 מסיבה זו ההימנעות אינה נובעת מהוראת ס' 278 לחוק החברות, אשר דורשת הימנעות של דירקטור הנגוע בעניין אישי באישור העסקה העומדת על הפרק. מטרת ההימנעות היא שדבריו של בעל השליטה בדירקטוריון לא יתפרשו כהכתבה באשר לשיעור הדילול המקובל עליו.

170 הדיון החוזר בפרשת **אקויטל**, לעיל ה"ש 45, בפס' 85.

אולם, עם כל הכבוד, מדובר בטעות. האספה הכללית של חברת אקויטל מעולם לא נדרשה לאשר את המיזוג שבו עסק פסק הדין, מאחר שאין מדובר במיזוג ישיר בין אקויטל ליואל. כפי שתיארתי לעיל, העסקה עוצבה, כמקובל במקרים מעין אלה, כעסקה של מיזוג משולש – מיזוג בין חברת יואל לבין חברה אחת שהוקמה על ידי אקויטל לצורך ביצוע העסקה. האורגנים המאשרים עסקה מסוג זה אינם כוללים את האספה הכללית של החברה האם אקויטל, אשר רק בה יש לבעל השליטה כוח הצבעה בכובעו כבעל מניות.¹⁷¹ בית המשפט בדיון החוזר סבר אפוא בשגגה כי עמדה לבעל השליטה באקויטל זכות וטו באספה הכללית, ומכאן שהוא שגה גם בהנחה שהיה על דירקטוריון החברה להתחשב בעמדתו של בעל השליטה מטעם זה. החלופות שעמדו לפני דירקטוריון החברה לא היו אם כן מוגבלות כפי שסברו השופטים.

פסק הדין בדיון החוזר שגה לשיטתי גם בטענה נוספת, והיא שלבעל השליטה יש יכולת לסכל את עסקת המיזוג כחלק אינהרנטי ממנגנון האישור המשולש.¹⁷² גם לשיטתו של השופט אלטוביה לא היה נדרש אישור משולש לכל עסקת מיזוג בענייננו. כך, למשל, אילו עוצבה עסקת המיזוג כך שהתמורה לבעלי מניות המיעוט של חברת יואל תהיה במניות (של אקויטל) בלבד, לא הייתה כלל מחלוקת שהעסקה אינה מערבת עניין אישי של בעל השליטה. זאת, משום שעסקת מיזוג במניות הייתה מדללת אותו באופן מרבי. לפיכך ברור שלפני הדירקטוריון עמדה לפחות חלופה אחת למיזוג שלגביה לא הייתה לבעל השליטה זכות וטו באספה הכללית. על כן הייתה משמעות רבה להוראה שנתן בעל השליטה לדירקטוריון אקויטל לא לעצב את המיזוג באופן שידלל אותו מתחת לרף מסוים.

171 בעסקה שלפנינו הנפיקה חברת אקויטל ממניותיה כחלק מתמורת המיזוג. אולם, על פי חוק החברות, גם סמכות זו מצויה בידי דירקטוריון אקויטל, ולא בידי האספה הכללית שלה. לעיתים, בשל מגבלות ההון הרשום, יש צורך לפנות לאספה הכללית של החברה ולשנות את התקנון על מנת להגדיל את ההון הרשום ולאפשר את ההנפקה הנדרשת. אולם במקרה שלנו לא היה צורך בפעולה זו, מאחר שההון הרשום היה גדול דיו. ראו אקויטל בע"מ "התקשרות בהסכם מיזוג" (דיווח מיידי) (1.11.2018) <https://did.li/ul0CN>. מכל מקום, בענייננו לא זומנה אספה כללית בחברת אקויטל לצורך אישור המיזוג.

172 "נזכיר כי ממנגנון האישור המשולש בפרק החמישי נועד להגן על המיעוט, אך לא נועד כדי לכפות על בעל השליטה לבצע עסקאות בניגוד לדעתו. בהתאם, הוא כולל לא רק דרישה שרוב בלתי נגוע יצדד בהחלטה, אלא גם שרוב רגיל יתמוך בה באסיפה, וברור שאם בעל 73% ממניות החברה אינו תומך בהחלטה, היא לא תאושר. עסקת המיזוג הייתה כפופה לאישור האסיפה הכללית, ומשכך יכול היה בעל השליטה להצביע נגדה ולסכלה." הדיון החוזר בפרשת אקויטל, לעיל ה"ש 45, בפס' 86.

מילות סיום

הדין הישראלי אימץ עמדה מרחיבה בהגדירו עסקה כנגועה בניגוד עניינים גם במקרה של אינטרס או מניע ייחודיים של בעלי השליטה. זאת, כאמור, בשל הגדרה רחבה של המונח "עניין אישי". כפי שראינו, זוהי עמדה מרחיבה בהרבה מזו שחלה מעבר לים, במדינת דלוור, אשר ברוב הנושאים דיני החברות שלנו דווקא מאמצים את גישתה. בדלוור אין די במניע ייחודי של בעל השליטה לקיומה של עסקה לשם הגדרתו כנגוע בניגוד עניינים בנגוע אליה, אלא נדרש להראות שבעל השליטה נהנה מחלוקה לא הוגנת של משאבי החברה, במובן שהוא קיבל דבר מה תוך גריעתו (exclusion) מהמיעוט.¹⁷³

הכרעה עקרונית זו של המשפט הישראלי ראויה לעיון בנפרד. אולם, כל עוד הכרעה זו עומדת בעינה, יש הכרח להכיר בכך שהיא מביאה לידי התנגשות בין האינטרס להגן על בעלי מניות המיעוט בעזרת דיני ניגוד העניינים לבין אינטרסים שונים של בעלי השליטה, אשר חלקם לגיטימיים. ברשימה זו עסקתי בהרחבה בשאלת זכאותו של בעל השליטה לשמור על מעמדו כבעל השליטה מפני פעולות מדללות של דירקטוריון החברה. כפי שהראיתי, קיימות סיבות טובות לא להגדיר אינטרס זה כשלעצמו כיוצר לבעל השליטה עניין אישי. עם זאת, אין פירוש הדבר שלבעל השליטה מותר לנקוט כל אמצעי כדי להבטיח את מעמדו.

173 ראו עניין *Sinclair*, לעיל ה"ש 144, בעמ' 722: "Since Sinclair received nothing from Sinven to the exclusion of and detriment to Sinven's minority stockholders, there was no self-dealing. Therefore, business judgment is the proper standard by which to evaluate Sinclair's expansion policies"