

הגינות מלאה! עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים

מאת

אסף חמדני* ושרון חנס**

חוק החברות דורש הליך אישור מיוחד לעסקה של חברה ציבורית עם בעל השליטה, אך אינו קובע אם קבלת האישורים הנדרשים מחסנת עסקה שכזאת מפני ביקורת שיפוטית. בפסק הדין המכונן בעניין **מכתשים-אגן**, אשר ניתן עם הקמת המחלקה הכלכלית, אימץ בית המשפט גישה עקרונית התומכת בנחיצות הביקורת השיפוטית גם בנוגע לעסקת בעל שליטה שאושרה לפי הוראות חוק החברות. בית המשפט קבע עוד כי היזקקות לוועדת דירקטוריון בלתי תלויה לצורך עיצוב העסקה יכולה לסייע בריכוך הביקורת השיפוטית על עסקה שאושרה כדן. החלטה זו השפיעה במידה ניכרת על עיצוב עסקאות של חברות ציבוריות עם בעלי שליטה, אך הפסיקה טרם הכריעה בשאלות מרכזיות בנוגע להיקף הראוי של ביקורת שיפוטית בתחום זה.

רשימה זו מתמקדת בשלוש סוגיות מרכזיות: תחילה נציג את הדרישות שראוי לדרוש מן הוועדה הבלתי תלויה כדי שיקים הליך אפקטיבי ובלתי מוטה, וזאת לנוכח הניסיון שנצבר בהפעלת ועדות בלתי תלויות בשנים האחרונות בישראל ועל רקע תכליתו של מוסד הוועדה המיוחדת. מטרתנו העיקרית בדיון זה היא לעמוד על הקשר שבין התכלית של מוסד הוועדה המיוחדת ובין הציפיות מחברי הוועדה ומיועציה. לאחר מכן נבחן באילו סוגי עסקאות בניגוד עניינים ראוי לקיים הליך מיוחד של משא ומתן באמצעות ועדה מיוחדת. לגישתנו, נקודת המוצא בנוגע לכל עסקה חריגה בניגוד עניינים היא שהנטל להוכחת הגינות העסקה מוטל על בעל השליטה. עם זאת, מבחן ההגינות המלאה במתכונתו הישראלית הוא מבחן גמיש: ככל שהעסקה משמעותית פחות לחברה, כך יש להקל יותר את נטל ההוכחה הרובץ על החברה ועל בעל השליטה. נוסף על כך נדון בתפקידיה של הוועדה בכל הנוגע לעסקאות בניגוד עניינים בעלות מאפיינים מיוחדים מסוימים.

לבסוף נבחן את ההשפעה שיש להיזקקות לוועדה בלתי תלויה על עוצמת הביקורת השיפוטית, וזאת גם לאור השינוי בעמדת הפסיקה בסוגיה זו בדלור. לגישתנו, לאחר בירור מעמיק בבית המשפט המעלה כי אכן הייתה לחברה ועדה בלתי תלויה שפעלה באופן אפקטיבי ובלתי תלוי, ראוי כי בית המשפט לא ימשיך ויבחן את הגינותה של העסקה לגופה. עמדה זו עולה בקנה אחד עם גישתו של בית המשפט העליון בענין **ורדניקוב**. לעומת זאת, אם מתעורר בבית המשפט ספק בעניין האפקטיביות של פעולת הוועדה או אי-התלות שלה, אין מנוס מבירור העסקה לגופה ובחינת הגינות תנאיה.

מבוא. א. קליטת מבחן ההגינות המלאה בישראל. 1. הגינות מלאה וביקורת שיפוטית בישראל; 2. פרשת מכתשים-אגן והשפעתה על השוק; 3. התפתחויות הפסיקה: המחלקה הכלכלית; 4. התפתחויות חקיקתיות ואחרות בשוק; 5. בית המשפט העליון. ב. הדרישות

* פרופסור מן המניין בפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל-אביב.

** פרופסור מן המניין ודיקאן הפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל-אביב.

מן הוועדה המיוחדת. 1. הרכב וסמכויות; 2. יועצים; 3. הליך מדמה שוק אפקטיבי. ג. מתי ראוי להחיל את ההליך? 1. עסקאות going private ועסקאות מהותיות אחרות; 2. עסקאות חריגות אחרות: המבחן הכמותי; 3. המתכונת המרוככת; 4. תגמול בעל שליטה או קרובו; 5. עסקה מול בעל השליטה לעומת עסקה מול צד שלישי שיש בה עניין אישי; 6. עניינים נוספים. ד. ההשלכות הדיוניות של יישום הליך מדמה שוק. 1. שיקולי מדיניות בקביעת היקף הביקורת השיפוטית; 2. ההתפתחויות בדלוור (הלכת MFW); 3. המצב בישראל: דין ראוי. ה. סיכום.

מבוא

בעל השליטה הוא ברגיל ראש וראשון לחפצים בטובת החברה. ההחזקה הניכרת במניות יוצרת לו מניע לפעול לטובת החברה ומקנה לו את הכוח המתאים לפקח על ההנהלה ולכוון את פעולות החברה במטרה למקסם את שוויה לרווחת כל בעלי מניותיה. אולם לעיתים יש מתח בין טובתו של בעל השליטה ובין זו של החברה ובעלי מניות המיעוט שלה. עסקאות בין החברה ובין בעל השליטה, או שבהן יש לבעל השליטה עניין אישי, הן מקרה מובהק של אותו מתח.¹

חוק החברות עוסק בהרחבה בעסקאות של חברה ציבורית הנגועות בניגוד עניינים של בעל השליטה (להלן: **עסקאות בעלי שליטה**).² לצד חובות הנאמנות של נושאי המשרה, וחובת ההגינות של בעל השליטה, נקבע הסדר תובעני לאישור עסקאות שכאלו. ככלל, עסקת בעל שליטה כפופה לאישור של ועדת הביקורת, הדירקטוריון והאסיפה הכללית, לרבות רוב מקרב המיעוט. אולם החוק אינו קובע במפורש את הדרך הראויה לעיצובה של עסקה שכזאת ובכללה מתכונת המשא ומתן לקראת כריתתה.³ יתר על כן, בעוד הוא קובע שתנאי לאישורה של עסקה שכזאת הוא היותה לטובת החברה,⁴ החוק אינו מסדיר את מהותה של הביקורת השיפוטית על עסקה שזכתה לכל האישורים הקבועים בחוק.

1 בתי המשפט מציינים סיטואציות נוספות שבהן יש מתח בין עניינו של בעל שליטה לעניינם של בעלי המניות מן הציבור. כך בעניין **פינרוס החזקות בע"מ** נדונה סיטואציה של מחיקה מן המסחר אשר משפיעה באופן לא סימטרי על בעל השליטה ועל הציבור. ראו ת"צ (מחוזי ת"א) 7477-10-11 **גולדשטיין נ' פינרוס החזקות בע"מ** (פורסם בנבו, 18.3.2013). בדומה, בעניין **פרטנר (רוזנפלד)** וכן בעניין **בוק (ורדניקוב)** נזכרה האפשרות שחלוקת דיבידנד מהווה פעולה בניגוד עניינים בנסיבות שבהן בעל השליטה נתון בלחץ פיננסי קיצוני. תנ"ג (מחוזי ת"א) 48081-11-11 **רוזנפלד נ' בן דב** (פורסם בנבו, 17.3.2013); תנ"ג (מחוזי ת"א) 43335-11-12 **ורדניקוב נ' אלוביץ** (פורסם בנבו, 17.9.2014). רשימה זו אינה דנה במקרים אלו אשר בית המשפט קבע כי עליהם לא חל ההסדר המיוחד לאישור עסקאות בניגוד עניינים.

2 הוראות הפרק החמישי לחלק השישי לחוק החברות, התשנ"ט–1999 (להלן: חוק החברות או החוק).
3 כפי שעוד נראה בהמשך, תיקון 22 לחוק החברות שינה מצב דברים זה בחלקו תוך שהוא עוסק גם במהלך עיצוב עסקת ניגוד העניינים.

4 ס' 270 לחוק החברות. רע"א 5296/13 **אנטורג נ' שטבינסקי**, פס' 12 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 24.12.2013): "חברה מוסמכת לשחרר נושא משרה בה מחבתו כלפיה, בהתקיים שלושה תנאים מצטברים: האחד – הדרישה הפרוצדורלית [...] השני – על ההחלטה להתקבל על בסיס גילוי מלא [...] השלישי – הדרישה כי ההחלטה הינה לטובת החברה, דרישה המעוגנת בסיפא של סעיף 270 לחוק". ראו גם הדיון בעניין **ורדניקוב**, להלן ה"ש 12.

בשנים הראשונות לאחר חקיקתו של חוק החברות נקטו בתי המשפט מדיניות של חוסר התערבות בעסקה אשר עמדה בתנאי האישור הפורמליים של החוק.⁵ הליך האישור הפורמלי היווה למעשה תנאי הכרחי ומספיק לאישורה של עסקה הנגועה בניגוד עניינים.⁶ באותן שנים לא הייתה בישראל מערכת מפותחת של אכיפה פרטית באמצעות תובענות נגזרות וייצוגיות, ותביעות מעטות בלבד הוגשו לבית המשפט. יש להניח שגם למצב דברים זה הייתה תרומה להתפתחות האיטית של הביקורת השיפוטית על עסקאות עם בעלי עניין. אולם אחת מן ההחלטות הראשונות של המחלקה הכלכלית סימנה מפנה דרמטי בעמדת הפסיקה בישראל. בפסק דין מכונן בעניין **מכתשים-אגן** קבע בית המשפט גישה עקרונית התומכת בנחיצות הביקורת השיפוטית גם בנוגע לעסקה שאושרה לפי הוראות חוק החברות, תוך שהוא מציין את היתרונות המוקנים לחברה אשר תבחר להפקיד בידי ועדה בלתי תלויה של הדירקטוריון את משימת גיבוש העסקה.⁷

החלטה שיפוטית זו אימצה, בין היתר, גישה שאותה הצענו בעבר.⁸ במאמר שנכתב עוד לפני הקמת המחלקה הכלכלית הסברנו כי עמידה בתנאי האישור הנקובים בחוק החברות אינה אמורה לסתום את הגולל על בירור משפטי. ביקשנו ליצוק תוכן לדרישת חוק החברות שהעסקה תהיה לטובת החברה, כמו גם לחובת ההגינות של בעל השליטה ולחובות הנאמנות של נושאי המשרה. בפרט הצענו לבית המשפט בישראל לאמץ, בשינויים המחויבים, את תקן הביקורת השיפוטית של "ההגינות המלאה" שמקורו בפסיקה של

5 ראו למשל פר"ק (מחוזי ת"א) 30869-11-09 דירקט קפיטל אינווסטמנטס בע"מ נ' הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ, 7 ר"ב 21 (פורסם בנבו, 5.1.2010), אשר עוסק באישור משולב לעסקה בניגוד עניינים ולהסדר נושים: "באסיפת בעלי המניות של החברה [...] אושר ההסדר בהתאם לרוב הנדרש לאישור ההסדר, הן לפי סעיף 350 לחוק החברות והן לפי הוראת סעיף 275 לחוק החברות ביחס לעסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה. [...] מכאן עולה כי הטענה האמיתית של המתנגדים היא כי מגיע להם יותר מאשר לבעלי השליטה. טענה זו הינה בוודאי טענה של כדאיות, בגינה לא יתערב בית המשפט בבקשה לאישור הסדר בין החברה לבין נושיה ובעלי מניותיה, אשר קיבל את כל האישורים הנדרשים הן לפי סעיף 350 והן לפי סעיף 275 לחוק החברות".

6 לרוב, עסקה בין בעל השליטה ובין החברה הייתה מגובשת על ידי בעל השליטה וצוותו, או על ידי הנהלת החברה שכפיפותה לבעל השליטה רבה. לאחר גיבושה הייתה העסקה מוצגת במתכונתה המוגמרת לוועדת הביקורת של החברה כדי שזו תאשר אותה. בוועדת הביקורת עצמה ישבו לעיתים קרובות נציגיו של בעל השליטה, ודירקטורים בלתי תלויים היו לעיתים אך מיעוט בוועדה. ועדת הביקורת לא זכתה לייעוץ עצמאי בנוגע לעסקה ולתנאיה, והתוצאה לרוב הייתה אישור של העסקה המוגמרת ללא אומר ודברים או בשינויים "קוסמטיים" בלבד. לאחר אישור העסקה בוועדת הביקורת, הייתה העסקה עוברת לדירקטוריון, ומשם לאישור האסיפה הכללית, והחוק הסתפק באותן שנים באישור של שלישי מן המיעוט בלבד כדי לאשר את העסקה.

7 ת"צ (מחוזי ת"א) 26809-01-11 כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ (פורסם בנבו, 15.5.2011). מבחן ההגינות המלאה (ללא התייחסות למקומה של הוועדה הבלתי תלויה) אומץ גם על ידי בית המשפט העליון בעניין אלסינט תוך הפניה לפסק הדין בעניין **מכתשים-אגן**. ראו ע"א 2718/09 "גדיש" קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ (פורסם בנבו, 28.5.2012).

8 אסף חמדני ושרון חנס "ההגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית" משפט ועסקים ט 75 (2008).

דלוור.⁹ מבחן זה מטיל על בעל השליטה את הנטל להראות שהעסקה כפי שגובשה היא הוגנת.¹⁰ עם זאת, החברה ובעל השליטה שלה יכולים לפעול עוד בשלב גיבוש העסקה כדי לשכנע את בית המשפט כי הבדיקה המכבידה הזאת מיותרת. כדי לעשות כן, על החברה לשכנע את בית המשפט בשלושה דברים: ראשית, כי נעשה ניסיון, במידת האפשר, להפעיל "מבחן שוק" בנוגע לתנאי העסקה ולנחיצותה; שנית, כי נוהל משא ומתן בהליך שמדמה משא ומתן אפקטיבי בין צדדים בלתי תלויים, וזאת על ידי ועדה המורכבת אך ורק מדירקטורים בלתי תלויים, אשר הועמדו לרשותה שמכויות ומשאבים מתאימים, ושלישית, שבעל השליטה ומי מטעמו מסרו את כל המידע הרלוונטי לוועדה, לדירקטוריון ולאסיפה הכללית.¹¹

מאז אותו מאמר עברו על משפט התאגידים בארץ התפתחויות של ממש המצדיקות בחינה נוספת של הביקורת השיפוטית על עסקאות הנגועות בניגוד עניינים. ראשית, הוקמה המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב, והתקבלה ההחלטה העקרונית בעניין מכתשים-אגן. בתי המשפט דנים כיום בתכיפות רבה יחסית במחלוקות הנוגעות לעסקאות בעלי שליטה, ומאז הלכת מכתשים-אגן נתקבלו כמה החלטות נוספות של המחלקה הכלכלית באשר להיקף הביקורת השיפוטית על עסקאות בעלי שליטה. לאחרונה אף התייחס לסוגיה בית המשפט העליון בעניין ורדניקוב.¹² שנית, התקבלו כמה תיקוני חקיקה רבי משמעות. תיקון 16 לחוק החברות שינה רבים מן ההסדרים לאישור עסקה בניגוד עניינים, וחוק הריכוזיות כלל תיקון עקיף לחוק החברות, תיקון 22, אשר עוסק גם הוא באישור ובעיצוב של עסקאות בניגוד עניינים; שלישית, המשק הגיב במהירות על החלטת בית

9 גישת עמיר ליכט, דוקטרינת ההגינות המלאה שפותחה בפסיקה של דלוור שגויה מבחינת הדוקטרינה המשפטית ומנוגדת לעקרונות יסוד של חובות הנאמנות של נושאי משרה. זאת, כיוון שהיא מאפשרת להכשיר בדיעבד עסקאות שבוצעו בניגוד עניינים וללא הסכמה תקפה של הנהלים. ראו עמיר ליכט "פגנות ההגינות: מקומה הנעדר של הגינות בחובת האמון בדין הישראלי" משפטים מז' 673 (2018). על רקע זה חשוב לציין כי הצעתנו לא נועדה להכשיר עסקאות שלא עמדו בדרישות האישור של חוק החברות, אלא לקבוע את מתכונת הביקורת השיפוטית על עסקאות בעלי שליטה בהנחה שעמדו בכל דרישות האישור של חוק החברות. ראו גם Amir N. Licht, *Be Careful What You Wish for: How Progress Engendered Regression in Related Party Transaction Regulation in Israel* (ECGI Law Working Paper No. 382/2018).

10 המבחן כולל שתי דרישות מצטברות: הליך הוגן ומחיר הוגן. ראו Weinberger v. UOP Inc., 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983). אולם היסוד המכריע בסופו של דבר הוא השאלה אם המחיר היה הוגן. ראו *In re Trados Inc. Shareholder Litigation* 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013).

11 לעומת זאת, מיכל אגמון-גונן מסתייגת מן הגישה שהצענו. טענתה העיקרית היא שאימוץ מנגנון מפורט בחוק, לרבות במסגרת ס' 117(ב), מיתר את הצורך בביקורת שיפוטית נוספת על עסקאות עם בעלי שליטה. ראו מיכל אגמון-גונן "הטוב (בעלי מניות המיעוט)?! הרע (בעלי מניות השליטה)?! ובית המשפט – התערבות בתי המשפט בעסקאות בעלי עניין שעברו את הליכי האישור בחברה" ספר גרוס: מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס 47, 54–56, 67–69 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015). לדעה אחרת, המעודדת ביקורת שיפוטית גם על עסקאות שאושרו לפי ס' 270 לחוק, ראו יחיאל בהט חברות – החוק החדש והדין כרך ב 547–551 (מהדורה 13, 2015). בספרו טוען בהט כי פירוש מצמצם של החובה להוכיח כי העסקה היא לטובת החברה יכול להביא למניפולציות מצד בעל השליטה ונושאי המשרה.

12 ראו ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ' (פורסם בנבו, 28.12.2016) (להלן: עניין ורדניקוב).

המשפט בעניין **מכתבים אגן**. מאז ההחלטה ועד היום ניתן לראות בעסקאות בולטות בניגוד עניינים, שימוש תדיר בוועדת דירקטוריון מיוחדת לניהול משא ומתן לבחינת העסקה ולגיבושה.¹³

רשימה זו בוחנת שלושה עניינים מרכזיים. תחילה נעסוק בצעדים שהוועדה הבלתי תלויה צריכה לנקוט כדי לקיים הליך אפקטיבי ובלתי מוטה, וזאת לאור הניסיון שנצבר בהפעלת ועדות בלתי תלויות בשנים האחרונות בישראל ועל רקע תכליתו של מוסד הוועדה המיוחדת. מטרתנו העיקרית בדיון זה היא לעמוד על הקשר שבין התכלית של מוסד הוועדה המיוחדת ובין הציפיות מחברי הוועדה ומיועצה.

אחר כך נבחן באילו סוגי עסקאות בניגוד עניינים ראוי לקיים הליך מיוחד של משא ומתן באמצעות ועדה מיוחדת. לגישתנו, נקודת המוצא בכל עסקה חריגה בניגוד עניינים היא שהנטל להוכחת הגינות העסקה מוטל על בעל השליטה. עם זאת, מבחן ההגינות המלאה במתכונתו הישראלית הוא מבחן גמיש: ככל שהעסקה משמעותית פחות לחברה, כך יש להקל יותר את נטל ההוכחה הרובץ על החברה ועל בעל השליטה (הנדרשים בכל מקרה של עסקה חריגה לאשר את העסקה לפי הוראות סעיף 275 לחוק החברות). אם החברה בוחרת לנקוט הליך משא ומתן כדי להשיג תוצאה מיטבית לציבור וכדי לשכנע את בית המשפט כי כך אכן נעשה, יש להתאים את ההליך ואת ההוצאות הכרוכות בו להיקף העסקה המדובר ולהשפעתה האפשרית. בפרט אנו מציעים סיווג מסוים של עסקאות משמעותיות לחברה המצדיקות הליך מלא של משא ומתן בוועדת דירקטוריון בלתי תלויה המסתייעת ביועצים חיצוניים ובלתי תלויים. עסקאות אחרות מצדיקות גם הן הליך משא ומתן בהובלת ועדת הביקורת או ועדה בלתי תלויה אחרת, אך ניתן לוותר על הליך מורכב תוך שימוש ביועצים חיצוניים, וניתן להסתפק במשא ומתן קצר יחסית בהתחשב באופי העסקה ובהשפעתה על החברה. נוסף על כך נדון בתפקידיה של הוועדה בכל הנוגע לעסקאות בניגוד עניינים בעלות מאפיינים מיוחדים מסויימים.

לבסוף נבחן את ההשפעה שיש לשימוש בוועדה בלתי תלויה על עוצמת הביקורת השיפוטית, וזאת גם לאור השינוי בעמדת הפסיקה בסוגיה זו במדינת דלוור שבארצות הברית. לגישתנו, לאחר בירור מעמיק בבית המשפט המעלה כי אכן הייתה לחברה ועדה בלתי תלויה שפעלה באופן אפקטיבי ובלתי תלוי, ראוי כי בית המשפט לא ימשיך ויבחן את הגינותה של העסקה לגופה. לעומת זאת, אם מתעורר בבית המשפט ספק בעניין האפקטיביות של פעולת הוועדה או אי-התלות שלה, אין מנוס מבירור העסקה לגופה ובחינת הגינות תנאיה. במקרה הרגיל מן הראוי שבית המשפט יכבד את שיקול דעת הוועדה, אשר כזכור החלטתה מותנית בכל מקרה גם באישור רוב מקרב המיעוט של בעלי המניות,

13 ראו למשל עסקת מיזוג בין דיסקונט השקעות ובין כור (מיכאל רוכוורגר "מיזוג כור-דיסק" ש יוצא לדרך: דסק"ש תרכוש את מניות הציבור תמורת כ-1.1 מיליארד שקל" **The Marker** (11.8.2013) (<https://goo.gl/zKdCWu>), עסקה שבמסגרתה הפכה חברת כלל תעשיות לחברה פרטית (אפרת פרץ "בלוטניק הצליח: כלל תעשיות תימחק מהבורסה בת"א" **גלובס** (3.10.2013) (<https://goo.gl/tcTKGn>), עסקה מתוכננת לרכישת כלל ביטוח על ידי כור (מיכאל רוכוורגר ויסמין גואטה "מנכ"ל דסק"ש למוסדיים: "נתקשה לתמוך בעסקת כור-כלל ביטוח" **The Marker** (28.5.2013) (<https://goo.gl/uRzZwL>)) ועוד עסקאות רבות אחרות. בחלק מן המקרים הוכשלה העסקה המתוכננת עוד בשלב הדיונים בוועדת הדירקטוריון הבלתי תלויה ובכך יש אולי ללמד על עוצמתו של הכלי המדובר.

וזאת כדי לתת תמריץ לשימוש בוועדות אפקטיביות ובלתי תלויות. רק במקרי קיצון שבהם על פני הדברים עולה ספק ממשי באשר להגינות תנאי העסקה, יש לצפות לביקורת שיפוטית גם כאשר עבודת הוועדה נחזית לאפקטיבית ובלתי תלויה. מכל מקום, אין חובה מפורשת בדין לקיים את הליך המשא ומתן במסגרת ועדה בלתי תלויה. חברה ציבורית רשאית לאשר עסקאות גם ללא הליך המשא ומתן המיוחד, אלא שבמקרה זה אין מנוס מביקורת שיפוטית נוקבת בדבר הגינותה של העסקה ותנאיה.

המאמר ממשיך כדלקמן: בפרק הראשון נפרט בקצרה את ההתפתחויות המרכזיות שיש להן השלכה על הביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים. בפרק השני נציג בקצרה את הציפיות מן הוועדה הבלתי תלויה ואת התנאים הנדרשים כדי לשכנע את בית המשפט שמדובר בהליך משא ומתן אפקטיבי. בפרק השלישי נעסוק בתנאים לנקיטת מבחן ההגינות המלאה ובמתכונת המשא ומתן המתאימה לסוגים שונים של עסקאות. בשולי הפרק נעסוק גם בעסקאות תגמול (אישור שכר בכירים) אשר לאחר תיקון 16 ותיקון 20 לחוק החברות מצויות באור הזרקורים, ובעסקאות אחרות בניגוד עניינים של בעלי שליטה או נושאי משרה. הפרק הרביעי דן בהשלכות הדיוניות שיש לפעולת הוועדה על הביקורת השיפוטית של בית המשפט. אנו סבורים כי יש להשאיר לבית המשפט מרחב תמרון בעניין זה, אך ככלל מן הראוי שבית המשפט יימנע מבירור עצמאי של הכדאיות הכלכלית של העסקה אם לאחר בירור ראשוני התרשם בית המשפט כי הוועדה הבלתי תלויה קיימה הליך אפקטיבי ובלתי תלוי. עמדה זו עולה בקנה אחד עם גישת בית המשפט העליון בעניין ורדינקוב. הפרק החמישי יסכם בקצרה.

א. קליטת מבחן ההגינות המלאה בישראל

1. רקע: הגינות מלאה וביקורת שיפוטית בישראל

בטרם נדון בהתפתחויות בפסיקה ובשוק ההון בישראל, נציג בקצרה את הגישה שהצענו בעבר בנוגע לביקורת השיפוטית על עסקאות עם בעלי שליטה. כפי שהסברנו במאמר המוקדם שלנו, הקמת ועדת דירקטוריון בלתי תלויה אינה מתחייבת מן החוק,¹⁴ ואולם אין להתעלם מכך שעל בעל השליטה מוטלת חובת הגינות, ועל נושאי המשרה מוטלות חובות נאמנות כלפי החברה.¹⁵ אישור עסקה לפי הליך הקבוע בחוק החברות אינו פוטר גורמים אלה מחובותיהם כלפי החברה. חוק החברות גם דורש, נוסף על הליך האישור לפי סעיף 275, כי העסקה תהיה לטובת החברה. יתר על כן, מבחינה מהותית, במקרים רבים אישור בעלי המניות, כשלעצמו, אינו מבטיח כי העסקה שנערכה הייתה הטובה ביותר שהייתה ניתנת להשגה בנסיבות העניין.

המבחן שהצענו נועד להשלים את הליכי האישור הקבועים בחוק החברות מחד גיסא, ולמנוע התערבות יתר של בתי המשפט בגיבוש עסקאות מאידך גיסא. השימוש הוולונטרי

14 יתר על כן, עובר לתיקון 22 לחוק החברות לא הייתה התייחסות כלל בחוק החברות לאופן שבו על החברה לבחון את העסקה לפני אישורה.

15 בלשון בית המשפט: "בדיקת הגינות העיסקה הינה למעשה תמונת ראי לקיום חובות הנאמנות של נושאי המשרה וחובת ההגינות של בעל השליטה" (ראו עניין מכתשים-אגן, לעיל ה"ש 7, פס' 4.2).

בוועדה הבלתי תלויה (או קביעת הליך תחרותי) יכול להניח את דעתו של בית המשפט שבעל השליטה ונושאי המשרה עמדו בחובותיהם, וכי העסקה היא לטובת החברה. אם ההליך שביצעה החברה תקין ואפקטיבי, ראוי שבית המשפט יימנע מלהפעיל את סמכותו לברר את תנאי העסקה כמתחייב.¹⁶ המטרה היא אפוא שהליך משא ומתן אפקטיבי בידי ועדת דירקטורים בלתי תלויים ישלים את דרישות החוק ובכך יהווה מנגנון שוק אפקטיבי שיחליף את הצורך של בית המשפט להתערב ולבחון את תנאי העסקה בכל מקרה ומקרה. מנגד, בירור משפטי כי אכן התבצע הליך אפקטיבי ובלתי תלוי יתמרץ את מוסדות החברה ואת הדירקטורים לקיים הליך שקוף וראוי לטובת כל בעלי המניות של החברה.

2. פרשת מכתשים-אגן והשפעתה על השוק

פרשת מכתשים-אגן. בחודש דצמבר 2010 הוקמה המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב.¹⁷ גם בעבר טופלו סכסוכים בדיני תאגידים בידיים נאמנות, וגם כיום מתנהלים תיקים עקרוניים מחוץ למחלקה הכלכלית, אך אין להקל ראש בחשיבות השינוי. שופט שיכול לייחד את עיקר זמנו לתחום מסוים, צובר מומחיות חשובה המאפשרת קבלת החלטות מושכלות גם בתחומים סבוכים בפרקי זמן קצרים. יתר על כן, שופט המכריע בקביעות בתיקים העוסקים בסוגיות דומות, תורם ליצירת קורפוס משפטי המקדם את הוודאות והיעילות.

אין אפוא להתפלא כי בתוך זמן קצר התקבלו בישראל בכלל, ובמחלקה הכלכלית בפרט, החלטות שיפוטיות בעלות השפעה רבה על עיצוב עסקאות בניגוד עניינים במשק.¹⁸

16 בפסק דין מאוחר, בעניין הוט, קבע השופט כבוב לעניין זה כי קיימת "מקבילית כוחות" ולפיה ככל שהוועדה עשתה עבודתה באופן אפקטיבי יותר, כך תקטן נטיית בית המשפט להתערב. ראו ת"צ (מחוזי ת"א) 37908-11-12 פרילוק נ' קול החזקה בע"מ, פס' 49 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 8.12.2015) (להלן: עניין הוט): "עת עסקינן בעסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל שליטה בה, ובעיקר עת עסקינן בעסקת going private הגורלית לבעלי המניות מן הציבור במסגרתה הופכת החברה הציבורית לחברה פרטית, תתקיים מעין 'מקבילית כוחות' בין נאותות הליך אישור עסקת המיזוג לבין מידת בחינתו של בית המשפט את תנאי העסקה והגינותם".

17 המחלקה הכלכלית הוקמה על פי ס' 142 לחוק בתי המשפט, התשמ"ד-1984 וסמכויותיה מוסדרות בס' 42ה. השופטים במחלקה מטפלים, בין היתר, גם בעניינים הנוגעים לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, חוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995, תביעות נגזרות ותובענות ייצוגיות.

18 ראו למשל מתוך מגוון רחב ביותר של החלטות ופסקי דין בסוגיות עקרוניות ותקדימיות, ה"פ (מחוזי ת"א) 44660-12-11 איי אל ישראל אקוויטי בע"מ נ' תדביק בע"מ (פורסם בנבו, 7.5.2012) (השופט רונן); ה"פ (מחוזי י-ם) 7236-05-11 גולדפון בע"מ נ' ב. יאיר חברה קבלנית לעבודות בניה 1988 בע"מ (פורסם בנבו, 11.8.2011) (השופט סולברג); תנ"ג (מחוזי ת"א) 21785-02-11 בן עמי נ' מנורה מבטחים החזקות בע"מ (פורסם בנבו, 29.5.2012) (השופט כבוב); ת"צ (מחוזי מרכז) 14144-05-09 איפקס חיתום וניהול הנפקות בע"מ נ' הראל נהול קרנות בע"מ (פורסם בנבו, 3.10.2010) (השופט גרוסקופף); ת"א (מחוזי מרכז) 8746-10-09 רוח חן ברדיצ'ב בתפקידו כנאמן על הסדר הנושים של חברת אפקון תעשיות בע"מ נ' פויכטונגר (פורסם בנבו, 16.12.2010) (השופט גרוסקופף); תנ"ג (מחוזי ת"א) 52117-02-12 בש נ' רסולי (פורסם בנבו, 28.1.2013) (השופט רונן); ת"צ (מחוזי ת"א) 2484-09-12 הצלחה התנועה הצרכנית לקידום חברה כלכלית הוגנת נ' כהן (פורסם בנבו,

ההחלטה המרכזית שבה נעסוק היא זו של השופטת דניה קרת-מאיר מהמחלקה הכלכלית בעניין מכתשים-אגן. החלטה זו עיגנה שתי נורמות אשר על הצורך בהן עמדנו במאמרנו: ראשית, נחיצותה של ביקורת שיפוטית על עסקאות ניגוד עניינים גם אם הן אושרו בהליך מיוחד שנקבע בחוק. שנית, שימוש בוועדת דירקטוריון בלתי תלויה לניהול משא ומתן לגיבוש עסקה בניגוד עניינים, אם החברה מעוניינת להבטיח תוצאה הוגנת למיעוט ולזכות בהקלות דיוניות בבית המשפט.

בעניין מכתשים-אגן נדונה עסקת מיזוג בין החברה ובין צד שלישי אשר לא היה לו כל קשר לבעל השליטה. המחיר למניה שהצד השלישי היה מוכן לשלם עלה ב-54% על המחיר הממוצע של המניה בחודש שקדם להודעה על המיזוג הצפוי,¹⁹ על פי שווי חברה כולל של 2.4 מיליארד דולר.²⁰ לפיכך לא הייתה מחלוקת על כך שהמחיר למניה שנקבע בעסקה היה מצוין גם לבעל השליטה וגם לבעלי המניות מן המיעוט. על גיבוש העסקה טרחה בעלת השליטה של החברה (חברת כור מקבוצת אי.די.בי.) באופן בלעדי, והחברה עצמה, כפי שמתואר בפסק הדין, לא הייתה מעורבת בעיצוב העסקה אשר הוגשה רק לאחר גיבושה המלא לאישור המשולש לפי סעיף 275 לחוק החברות.

ניגוד העניינים בעניין מכתשים-אגן נבע ממרכיב ייחודי לעסקה. הרוכשת, חברה סינית, הסכימה כי בעלת השליטה (כור) תישאר מעורבת בחברה גם לאחר הרכישה. הפתרון שגובש הבטיח לכור את תמורת המכירה מיד (כפי שזכה גם המיעוט לקבל), אבל רוב הסכום הועמד לה כהלוואה כנגד 40% ממניות החברה. הלוואה זו הייתה ללא זכות חזרה (recourse) ללווה מעבר לאותן מניות אשר שימשו גם בטוחה. התוצאה היא שלבעלת השליטה הובטח מחיר מינימלי בעבור חלקה בחברה, אך נשמרה לה גם הזכות להשיב את ההלוואה ולהמשיך ולהחזיק במניותיה. בית המשפט תיאר את העסקה אפוא כעסקת מכר שבה יש לבעל השליטה אופציה לרכוש חזרה 40% ממניות החברה. כיוון שאופציה דומה לא הועמדה לרשות המיעוט, הצדדים הסכימו כי לבעלת השליטה היה עניין אישי בעסקה. העסקה עוצבה בדרך שהייתה מקובלת לגיבוש עסקאות בניגוד עניינים באותה תקופה. בעל השליטה ואנשי הפנים של התאגיד (שחלקם כיהנו כנושאי משרה גם אצל בעל השליטה) קבעו את תנאי העסקה מול הרוכשת, והעסקה הוגשה למוסדות התאגיד לאישור: לוועדת הביקורת, לאחר מכן לדירקטוריון, ולבסוף לאסיפה הכללית, לרבות אישור ברוב מיוחס לפי סעיף 275 לחוק החברות. לפי הנוהג שהיה קיים באותה עת, הציפייה של החברה הייתה כי בית המשפט יותיר את העסקה להכרעת מוסדות החברה ואישור בעלי המניות מן המיעוט, ולא יפעיל ביקורת שיפוטית עצמאית. אולם בית המשפט סירב לעשות כן. בית המשפט קבע כי מעורבותו חיונית בנוגע לעסקאות בעלי שליטה גם כאשר הן עומדות מבחינה פורמלית בכללי אישור העסקאות שנקבעו בחוק:

(18.2.2013) (השופט כבוב); ת"א (מחוזי ת"א) 1570-06 עוז נ' פרבר (פורסם בנבו, 19.5.2013) (השופטת אבניאלי).

19 ראו עניין מכתשים-אגן, לעיל ה"ש 7, פס' 4.א.

20 שם, פס' 1.

"מקובלת עלי לחלוטין העמדה על פיה יש לצאת מתוך נקודת מוצא כי לביקורת השיפוטית יש תפקיד חיוני בהגנה על המשקיעים, וזאת על מנת להבטיח כי בעלי המניות יזכו שתונח לפניהם לאישור הצעת ההחלטה הטובה ביותר שיכלו לקבל בנסיבות העניין".²¹

כמו כן קבע בית המשפט כי תצמח תועלת מהקמת ועדת דירקטוריון מיוחדת ובלתי תלויה לניהול משא ומתן בנוגע לעסקאות בניגוד עניינים:

"[...] כאשר נערכת עסקת מיזוג בין חברה אם לחברת בת, כאשר בעל השליטה מצוי משני צדי העסקה, נראה כי יש לשקול בחיוב את הצעתם של חמדני וחנס כאשר ליצירת הליך מ"מ, אשר ידמה ככל האפשר עסקה בתנאי שוק בין צדדים בלתי תלויים. זאת בדרך של הקמת ועדת דירקטוריון שהיא בלתי תלויה; שהיא מוסמכת באופן אפקטיבי להחליט נגד ביצוע העסקה; אשר תנהל מ"מ בפועל ולא למראית עין; יעדרו ממנה נציגי בעלי השליטה ויהיה מקום לאפשר לה להשתמש במומחים וביועצים שאינם תלויים בבעל השליטה".²²

השפעת פסק הדין על השוק. אף שבית המשפט לא קבע חובה להקים ועדה מיוחדת, המסר של החלטתו נקלט במשק במהירות. לאחר ההחלטה התפתחה נורמה אשר על פיה חברות הקימו ועדות דירקטוריון מיוחדות לניהול משא ומתן על עסקאות בעלי השליטה. במסגרת זאת ניתן למנות את עסקת הוט מירס, אשר במסגרתה נמכר לחברת הוט הציבורית נכס פרטי רב משמעות (חברת מירס) מידי של בעל השליטה,²³ עסקת המיזוג בין כור לדיסקונט השקעות²⁴ ועסקת המיזוג שבמסגרתה הפכה חברת כלל תעשיות לחברה פרטית.²⁵ גם בעסקאות ניגוד עניינים שאינן מיזוג ניתן לחזות בהקמת ועדות דירקטורים בלתי תלויות לטובת עיצוב העסקה וניהול משא ומתן עם בעל השליטה. במסגרת זאת ניתן למנות את העסקה למכירת הפעילות של חברת "יס" לחברת בזק, שבה היה עניין אישי של בעל

21 שם, פס' 4.ב.

22 שם, פס' 4.ג.

23 ראו דוח עסקה מ-25.7.2001 של חברת הוט: <https://goo.gl/mxuWVv>.24 כור תעשיות בע"מ "דיווח מידי על כניסה למ"מ והקמת ועדות דירקטוריון בלתי תלויות" (13.12.2012) <https://goo.gl/xVBVNw>. עסקה נוספת היא המיזוג בין חברת אלרון לחברת הבת סטרלינג. ראו סטרלינג תקשורת מתקדמת בע"מ "דיווח מידי על כניסה לניהול משא ומתן עם בעלות השליטה" (5.2.2012) <https://goo.gl/8r62wX> (הושלם ב-10.5.2012).

25 במאי 2011 התקבלה ההחלטה בעניין מכתשים-אגן, הוקמו ועדות בלתי תלויות רק בשתי עסקאות מיזוג מתוך שבע עסקאות מיזוג המערבות עניין אישי של בעל השליטה. בשנת 2012 התקיימו 12 עסקאות מיזוג עם עניין אישי לבעל השליטה. מתוכן בשש עסקאות מיזוג הוקמה ועדת דירקטוריון בלתי תלויה. בשנת 2013 התקיימו תשע עסקאות מיזוג כאמור. מתוכן, בשמונה עסקאות הוקמה ועדת דירקטוריון בלתי תלויה ורק בעסקה אחת לא הוקמה ועדה.

השליטה שאול אלוביץ',²⁶ וכן את העסקה למכירת תיק הביטוח האלמנטרי של "אליהו" לחברת מגדל שבשליטתו של שלמה אליהו.²⁷

ניכרת אפוא מגמה של שימוש בוועדות דירקטורים בלתי תלויות גם לצורך עסקאות ניגוד עניינים שאינן עסקאות מיזוג, אך כאן הרושם הוא שיש הרבה פחות ועדות מעין אלו.²⁸ כזכור, עסקת מכתשים-אגן עסקה במיזוג ולא כללה הנחיה ברורה באשר לעסקאות שאינן מיזוג אשר יצדיקו הליך משא ומתן מיוחד ומינורי ועדת דירקטורים בלתי תלויה.

לצד התפתחויות אלה יש לציין כי התחום עדיין נתון בחיתוליו. בעניין מכתשים-אגן הותיר בית המשפט שאלות חשובות פתוחות, וחלקן הושאר במפורש על ידי בית המשפט ב"צריך עיון". שאלות רבות נשארו פתוחות גם לאחר פסק הדין של בית המשפט העליון בעניין ורדניקוב אשר דן בדרך אגב גם בשאלת מבחן ההגינות המלאה. במאמר זה ננסה לענות על חלק מהשאלות במטרה לסייע להמשך התגבשות הנורמה במשפט הישראלי.

3. התפתחויות בפסיקה: המחלקה הכלכלית

בעניין מכתשים-אגן השאיר בית המשפט לפחות שלוש שאלות ללא מענה ברור: האם התהליך שאותו הוועדה המיוחדת אמורה לנהל לצורך קבלת יתרון דינמי, צריך להיות זהה בכל עסקת בעל שליטה? מהן הדרישות מהוועדה המיוחדת? מהן ההשלכות הדינוניות המדויקות של שימוש במנגנון הוועדה המיוחדת?

מאז פרשת מכתשים-אגן, נדרשה לסוגיה בעיקר המחלקה הכלכלית, אשר התמקדה בשתי השאלות האחרונות: ההשלכות של היזקקות לוועדה המיוחדת על היקף הביקורת השיפוטית, והדרישות מהוועדה המיוחדת. עם זאת, רובן המכריע של ההחלטות היו במסגרת אישור הסדרי פשרה, ולכן יש קושי מסוים להסיק מהן לעניין גישת בתי המשפט.

בעניין סגל-לוי נדון הסכם מיזוג שנעשה בדרך של מיזוג משולש הופכי בין כור תעשיות, חברת השקעות דיסקונט (להלן: דסק"ש) ובין חברה שהוקמה על ידי דסק"ש לצורך המיזוג. על פי הסכם המיזוג, חברת הבת של דסק"ש תתמוג לתוך כור, כור תהיה החברה הקולטת, וכל מניותיה המוחזקות על ידי בעלי המניות האחרים יעברו לדסק"ש. המשא ומתן בין כור לדסק"ש נוהל, לגישתן, בין ועדות בלתי תלויות. הסכם המיזוג אושר בוועדת הביקורת ובדירקטוריונים של כור ודסק"ש, וכן באסיפות הכלליות שלהן ברוב של כלל בעלי המניות, ובכללן רוב של 99% מבעלי המניות שאין להם עניין אישי.²⁹ למחלקה הכלכלית הוגשה בקשה לאישור תובענה ייצוגית, אשר הסתיימה בפשרה.³⁰ במסגרת הדיון

26 בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ "דיווח מידי על אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים שהגשתו עוכבה בהתאם לתקנה 36(ב) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970" (3.11.2013) <https://goo.gl/YN5deE>.

27 מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ "דוח מידי על עסקה עם בעל שליטה או עם דירקטור שאינה טעונה אישור אסיפה כללית" (12.11.2012) <https://goo.gl/uCSxmU>.

28 קשה יותר לאסוף נתונים מסודרים על עסקאות ניגוד עניינים שאינן מיזוג מטעמים טכניים.

29 ת"צ (מחוזי ת"א) 43859-08-13 סגל-לוי ייזום ונכסים בע"מ נ' כור תעשיות בע"מ, פס' 4-8 (פורסם בנבו, 9.1.2014).

30 שם, פס' 94.

בבקשה לאישור הסכם הפשרה, התייחסה השופטת רונן להליך גיבוש הסכם המיזוג ולהשלכותיו על היקף הביקורת השיפוטית, וכך היא קבעה:

"לו היה מתקיים דיון בבקשה, הדגש בה היה קיים אם כן בהתייחס לשאלה האם [...] ניתן אכן לקבוע כי התקיים הליך אמיתי של משא-ומתן, שדי בו – בצירוף אישור האספה הכללית של כור – כדי להביא למסקנה כי תנאי הסכם המיזוג הם הוגנים, בלא לבחון את השווי 'האמיתי' של מניות כור שנרכשו מהציבור במסגרת עסקת המיזוג".³¹

ובהמשך לכך נאמר:

"[...] הטענה לפיה אין מקום לבחון את תנאי העסקה לגופם ולהפעיל את כלל 'שיקול הדעת העסקי' היא טענה בעלת משקל, והיא היתה נבחנת לאור השאלה האם התקיים משא-ומתן בלתי תלוי בין הצדדים להסכם המיזוג, משא-ומתן כזה שיש בו כדי להניח את דעתו של בית-המשפט שאין מקום להתערב בתנאי העסקה [...]".³²

ובכן, גם אם השופטת רונן לא הכריעה בדבר, בדברים האמורים יש כדי ללמד שקיום הליך של משא ומתן "אמיתי" באמצעות ועדה בלתי תלויה עשוי לייתר דיון בבית המשפט בשאלת השווי ההוגן אשר שולם למיעוט במסגרת הסכם המיזוג.

תרומה נוספת לדיון ניתן למצוא בהחלטה של השופט כבוב בעניין תועלת לציבור נ' כלל תעשיות בע"מ.³³ באותו עניין, אשר עסק בעסקת מיזוג-חילוט אשר במהלכה רכש בעל השליטה בדרך של מיזוג את החזקות המיעוט בחברה, גובשה לבסוף פשרה בין הצדדים. בעת אישור הפשרה עסק בית המשפט גם בשאלת הביקורת השיפוטית על עסקה בניגוד עניינים שגובשה בעזרת ועדה מיוחדת של דירקטוריון החברה.³⁴ השופט קיבל בעיקרון את

31 שם, פס' 47.

32 שם, פס' 49.

33 בעניין זה נדרש בית המשפט, בהליך מקדמי, לבקשת צו לגילוי מסמכים. ראו ת"צ (מחוזי ת"א) 47490-09-13 תועלת לציבור נ' כלל תעשיות בע"מ, פס' 39–51 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 19.3.2014). השופט כבוב נענה לבקשת התובעת לתת צו לגילוי מסמכים נרחב בכל הנוגע לעבודתה של הוועדה הבלתי תלויה עוד טרם הדיון לגופו בבקשת אישור הגשת התביעה הייצוגית נגד החברה. השופט קבע בין היתר כי על הנתבעת להעביר לידי המבקשת כל התכתבות בין חברי הוועדה המיוחדת ובין יועציה, כלל המסמכים שעליהם התבססו מעריכי השווי והוועדה המיוחדת, פרוטוקולי המשא ומתן ומסמכים רבים אחרים. השופט קבע כי ככלל, כל מסמך שעליו התבססה המשיבה כדי להוכיח בתשובתה עמידה בנטל ההוכחה הנדרש לקיום הליך הוגן ומחיר הוגן בעסקת המיזוג האמורה, ראוי שיהיה גם בידי התובעת. הסף הנדרש כדי לעמוד בנטל הבקשה לעניין זה הוא סף הגילוי הרגיל הדורש את רלוונטיות החומרים וקיומה של תשתית ראייתית ראשונית, תשתית אשר במקרה שלפניו התקיימה בעזרת חוות דעת נגדית.

34 ת"צ (מחוזי ת"א) 47490-09-13 תועלת לציבור נ' כלל תעשיות בע"מ, פס' 26–32 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 6.8.2015).

הגישה שנקטנו בגרסה מוקדמת של מאמר זה, ואנו נעסוק בהרחבה בעמדתו של בית המשפט בעניין זה בהמשך.³⁵ עמדה דומה הביע השופט כבוב בעניין הוט.³⁶

4. התפתחויות חקיקתיות ואחרות בשוק

מאז כתיבת המאמר הקודם חלו גם כמה התפתחויות חקיקתיות ואחרות המשפרות את ההגנה על המשקיעים מהציבור, אך אין בהן לטעמנו כדי לפגוע בנחיצותו של קיום משא ומתן על ידי ועדת דירקטוריון בלתי תלויה.

ראשית, סעיף 275 לחוק החברות תוקן במסגרת תיקון 16 לחוק החברות. חלף האישור של שליש מקרב מי שאין להם עניין אישי באישור העסקה, נקבע כי תנאי לאישור יהיה מעתה מחצית מקולות אותם בעלי מניות. זה תיקון ראוי, אולם כפי שציין בית המשפט בעניין מכתשים-אגן, אין בו כדי לרפא את החששות מהיעדר קיומו של משא ומתן בלתי תלוי ואפקטיבי. בלשונו של בית המשפט, תפקידה של הוועדה המיוחדת בהקשר זה, גם לאחר התיקון בסעיף 275 לחוק החברות, הוא "בעיקר על מנת להגביר את השקיפות בנוגע לתהליך קבלת ההחלטות ולסגן בצורה הטובה ביותר את ההצעות אשר יובאו בסופו של דבר לאישורה של האסיפה הכללית".

שנית, בתיקון 22 לחוק החברות נכלל גם עיגון חקיקתי מסוים לחלק מהמלצותינו ברשימה קודמת. התיקון עסק בתפקידי ועדת הביקורת בחברה ציבורית ובחברת אג"ח, ולמעשה אימץ שתי המלצות שנכללו במאמר המוקדם שלנו.³⁷ ראשית, נקבע כי במסגרת תפקידה של ועדת הביקורת, עליה גם לקיים הליך "תחרותי" בפיקוחה של הוועדה או של מי שתקבע לעניין זה ולפי אמות מידה שתקבע, אלא אם כן הוועדה סבורה כי ראוי יותר לנקוט הליך אחר. שנית, אם לא נקבע הליך תחרותי, על הוועדה "לקבוע כי יקוימו הליכים אחרים שתקבע ועדת הביקורת, בטרם התקשרות בעסקאות כאמור".³⁸

בתיקון זה יש יותר מרמז לגישת המחוקק שלפיה במקרים המתאימים השימוש בוועדות דירקטוריון בלתי תלויות לשם עיצוב עסקת ניגוד עניינים עם בעל השליטה הוא הליך רצוי. ההוראה שלפיה יתקיימו "הליכים אחרים" עוד "בטרם התקשרות בעסקאות" היא התייחסות ראשונה של המחוקק לכך שדרישות האישור הקבועות בסעיף 275 לחוק החברות אינן ממצות, וכי יש חשיבות גם לפעולות שנוקטת החברה לבחינת העסקה ולגיבוש תנאיה. במקרים המתאימים יש מקום גם למעורבות ועדת דירקטוריון לא רק באישור עסקה הנגועה בניגוד עניינים, אלא גם בעיצוב עסקה שכזאת.

התפתחות חשובה אחרת היא עליית מעמדם של שירותי הייעוץ למשקיעים מוסדיים, ובעיקר בידי חברת אנטרופי, בנוגע להצבעה באסיפות כלליות של חברות ציבוריות. כיום יש חשיבות רבה לשירות שחברת אנטרופי נותנת ללקוחותיה מקרב המשקיעים המוסדיים ואשר במסגרתו היא ממליצה להם כיצד להצביע באסיפות הכלליות, ובפרט בנוגע לעסקאות בעלי שליטה. קיומו של גוף מייצג שכזה, שהשפעתו על הצבעת בעלי המניות רבה, מביא

35 ראו להלן פרק ד.3: "המצב בישראל: דין ראוי".

36 עניין הוט, לעיל ה"ש 16, פס' 51 לפסק דינו של השופט כבוב.

37 ראו חמדני וחנס, לעיל ה"ש 8, בעמ' 96-99.

38 ס' 117(ב) לחוק החברות.

לידי כך שחברות מקיימות לעיתים קרובות משא ומתן עם הגוף המייעץ על תנאי העסקאות בניגוד עניינים. אולם קיימים שני טעמים לכך שאין במשא ומתן זה על תנאיה של עסקת הניגוד כדי להחליף את הנחיצות של ועדת משא ומתן מטעם דירקטוריון החברה.³⁹

ראשית, המשא ומתן עם חברת הייעוץ הוא משא ומתן מאוחר, לאחר שפרטי העסקה כבר גובשו ברמה זו או אחרת. חברות רבות נכנסות למשא ומתן שכזה רק אחרי שהעסקה כבר דווחה לציבור לשם העלאתה על סדר יומה של האסיפה הכללית ולאחר קבלת אישור ועדת הביקורת של החברה ואישור הדירקטוריון. שנית, וחשוב מכך, חברת הייעוץ למשקיעים המוסדיים היא גוף חיצוני לחברה. המודעות שלה לצרכים הספציפיים של החברה הניצבת לפנייה מוגבלת, והיא פועלת בעיקר על סמך עקרונות כלליים. ככל שהעסקה העומדת על הפרק מורכבת וייחודית יותר, כך התרומה של המשא ומתן עם הגוף המייעץ מוגבלת יותר, שכן נדרשת היכרות קרובה יותר עם החברה עצמה. לסוגיה זו עוד נחזור בהמשך כאשר נדון בעסקאות גנריות כגון העסקה הנפוצה לאישור שכרם של בעלי השליטה, ואולם לעת עתה די אם נאמר כי הפונקציה שחברת הייעוץ ממלאת שונה מזו של ועדת הדירקטוריון המיוחדת.

מטרתה המרכזית של חברת הייעוץ היא למנוע כפילות של עלויות הברור וניתוח המידע אצל משקיעיה הרבים של החברה הציבורית. לעומת זאת תפקידה המרכזי של ועדת הדירקטוריון הוא לעצב מראש את עסקת ניגוד העניינים באופן שהתועלת שבה לחברה תהיה מרבית, וכדי להבטיח שלא קופחו בעלי מניות כלשהם. כאשר ועדת הדירקטוריון המיוחדת אינה פועלת כראוי, או אינה פועלת כלל, אין להתפלא אם אנטרופי נכנסת לוואקום שנוצר ומנהלת משא ומתן במקומה, אך אין זה המצב הרצוי מבחינת כל הצדדים המעורבים.⁴⁰

5. בית המשפט העליון

מאז ההחלטה של המחלקה הכלכלית בעניין מכתשים-אגן, לא הובא לפני בית המשפט העליון מקרה שבו עמדה על הפרק במישרין הסוגיה של היקף הביקורת השיפוטית על עסקה של חברה ציבורית עם בעל שליטה. הדיון שלנו יתמקד בשתי החלטות של בית המשפט העליון שיש להן חשיבות לעניינו.

ראשית, בפסק דין של בית המשפט העליון שבו נדונה פעולה של מתן פטור לבעל השליטה, ציין השופט עמית כי אישור לפי כללי אישור העסקאות בניגוד עניינים אינו מכשיר את העסקה אם היא אינה לטובת החברה. וכך הוא קובע:

39 יש לציין כי ההמלצה של אנטרופי לא בהכרח קובעת את תוצאות ההצבעה. עסקת בזק-יס, למשל, אושרה ברוב הנדרש אף שאנטרופי המליצה ללקוחותיה להתנגד לעסקה. ראו יניב רחימי, רחלי בינדרמן וגולן חזני "עסקת בזק-yes אושרה למרות כל סימני האזהרה" כלכליסט (21.6.2017) <https://goo.gl/rLeshv>.

40 בעניין הוט, אחד מן ההיבטים הבעייתיים בפעולת הוועדה המיוחדת שבית המשפט מציין, הוא החשש שהדירקטורים לא מיצו את הליך המשא ומתן עם בעלת השליטה, וזאת בהנחה שבעלי מניות המיעוט יוכלו בכל מקרה לנהל משא ומתן לאחר ההודעה על העסקה. ראו עניין הוט, לעיל ה"ש 16, פס' 51.

"[...] מקובלת עלי גישתו של בית משפט קמא, כי מתן פטור בדיעבד, צריך לעמוד הן בדרישה הפרוצדוראלית של אישור מיוחד, והן בתנאי של חובת הגילוי ובתנאי של טובת החברה. לכן, אף אם אניח לטובת המבקשים כי ניתן להעניק פטור בדיעבד וכי התקבל האישור הדרוש במישור הפרוצדורלי, הרי שהמבקשים לא חצו לכאורה את שתי המשוכות הנוספות"⁴¹.

וכן:

"על ההחלטה להלום את טובת החברה, דרישה המעוגנת כאמור בסעיף 270 רישא לחוק, ואשר אי מילויה מביא לבטלות ההחלטה בהתאם לסעיף 280 לחוק. מכאן, שבמקרה שבפנינו אין נפקות לשאלה הנכבדה דלעיל."⁴²

אם כן עסקה עם בעל השליטה שאיננה לטובת החברה, היא עסקה שדינה לכאורה בטלות גם אם קיבלה אישורים כדין. תוצאה קשה זו מנקודת ראותם של החברה ובעל השליטה מחדרת את הצורך בבחירת הליך אשר יקל על החברה לסנן עסקאות שאינן לטובת החברה, ואף לשכנע את בית המשפט כי נהגו כשורה.

שנית, בעניין ורדניקוב דן השופט עמית בהרחבה בסטנדרטים לביקורת שיפוטית על החלטות תאגידיות לפי הדין בישראל, תוך שהוא נדרש בהרחבה גם למבחן ההגינות המלאה. הדין של השופט עמית בתחולת מבחן ההגינות המלאה מורכב קמעא. עם זאת, כפי שנסביר מיד, נראה כי הגישה העקרונית שהוא קובע עולה בקנה אחד עם זו המוצעת במאמר זה.

לגישת השופט עמית, השאלה אם מבחן ההגינות המלאה חל בישראל "אינה פשוטה"⁴³. מחד גיסא קבע השופט עמית, בהתאם לעמדתו שלו בעניין אנטורג, כי סעיף 270 אינו מסתפק במנגנוני האישור הקבועים בחוק, אלא דורש כי העסקה תהיה לטובת החברה. וכך הוא קבע:⁴⁴

"ההסדר בחוק החברות בנוגע לעסקאות עם בעלי עניין, אינו מתמצה בהבטחתה של הגינות פרוצדוראלית. ההסדר אמנם מאפשר לחברה להקנות תוקף לעסקה עם בעל עניין באמצעות קבלת האישור המשולש, אולם לפי

41 עניין אנטורג, לעיל ה"ש 4, פס' 26 לפסק דינו של השופט עמית. ראו גם דברי השופט גרוסקופף בהליך בבית המשפט המחוזי: "מהראיות שהוצגו בשלב זה עולה כי ההחלטה בעניין שחרור המשיבים מאחריות בגין פעולות העבר התקבלה בהתאם לדרישה הפרוצדוראלית שנקבעה בשעתו בחוק החברות [...] בנסיבותיו של עניין זה מתעורר חשש כבד כי ההחלטה בדבר שחרור הדירקטורים ומנכ"ל החברה מאחריותם לפעולות העבר, הייתה, כבר בעת קבלתה ולא רק כעניין של חוכמה בדיעבד, עסקה הפוגעת במובהק בטובת החברה. הנזק שעלול לצמוח לחברה מהחלטה גורפת המשחררת את כל הדירקטורים ונושאי המשרה המרכזיים בחברה מאחריות למשגי העבר ברור, בעוד שקשה לראות מה התועלת שהייתה צפויה לצמוח לחברה מהחלטה זו" (תנ"ג (מחוזי מרכז) 11266-07-08 שטבינסקי נ' פסיפיקה אחזקות בע"מ, חברה ציבורית (פורסם בנבו, 8.4.2013)).

42 עניין אנטורג, לעיל ה"ש 4, פס' 32 לפסק דינו של השופט עמית.

43 ראו עניין ורדניקוב, לעיל ה"ש 12, פס' 84.

44 שם, פס' 85.

לשון סעיף 270 לחוק, תנאי מקדמי לכך הוא 'ובלבד שהעסקה היא לטובת החברה'."

כנגד שיקול זה, ציין שופט עמית שני שיקולים התומכים בצמצום הביקורת השיפוטית. ראשית, ההבדלים בין ישראל לדלוור בדרישות החוק לאישור עסקאות בעלי שליטה; שנית, התיקונים בחוק – במסגרת תיקון 16 ותיקון 22 – אשר שיפרו את ההגנה על המיעוט במקרה של עסקאות עם בעל השליטה. בנוגע לשיקול האחרון ציין השופט עמית כי התיקונים בחקיקה קיבלו למעשה את ההמלצות שהבאנו במאמר הקודם.⁴⁵ על רקע זה, קבע השופט עמית כי על בית המשפט להתערב בעסקה שאושרה בהליך נאות רק במקרים נדירים במיוחד.

יש הטוענים כי בדברים אלה ביטל השופט עמית את הצורך בהקמת ועדה מיוחדת לניהול משא ומתן כתנאי לאי-התערבות בית המשפט,⁴⁶ אולם אנו סבורים כי פרשנות זו אינה עולה בקנה אחד עם דבריו של השופט עמית.

כאמור, שיקול מרכזי בהנמקה של השופט עמית הוא ההנחה כי תיקון 22 עיגן בחקיקה את ההמלצות שעליהן עמדנו במאמרנו הקודם. כפי שעולה מהדיון שלנו בתת-הפרק הקודם, תיקון 22 אכן מבטא את גישת המחוקק שלפיה הליכי האישור הקבועים בפרק החמישי אינם חזות הכול, וכי על החברה לבחון את הצורך בהליך מוקדם נאות. אמנם תיקון 22 לא קבע חובה להקים ועדה מיוחדת לניהול משא ומתן, ולא הכתיב לחברה הליך ספציפי זה או אחר, אולם במקרה שהחברה ובעל השליטה קבעו הליך מניח את הדעת (כפי שיקבע בית המשפט – ראו להלן), אכן אין הצדקה להתערבות בית המשפט בתנאי העסקה. המסקנה שלנו מדברי השופט עמית בכללותם היא אפוא כי את הסייגים להתערבות בית המשפט בתנאי העסקה יש להפעיל רק לאחר שבית המשפט התרשם כי החברה ביצעה הליך נאות לגיבוש העסקה ואישורה. בהיעדר התרשמות שכזאת, ונטל השכנוע לעניין זה מוטל על החברה ועל בעל השליטה שלה, יש להפעיל את מבחן ההגינות המלאה במלוא עוזו. לעניין זה נחזור בפרק הרביעי של המאמר.

ב. הדרישות מן הוועדה המיוחדת

בפרק זה נציג בהרחבה את הדרישות מתהליך העבודה של הוועדה המיוחדת על רקע הרציונל שביסודו – לאפשר השגתה של העסקה המיטבית לחברה או לבעלי מניות המיעוט, לפי העניין. הדיון שלנו בפרק זה יתמקד במתכונת המלאה של ההליך, אשר מתאימה לעסקאות גורליות לבעלי המניות. בהמשך המאמר נדון במתכונת מרוככת יותר, המתאימה

45 בלשונו של השופט עמית: "החמרות אלה, שהן ברוח המלצותיהם של חמדני וחנס [...] אינן דבר של מה בכך, והן נועדו כאמור לנטרל את פוטנציאל ניגוד העניינים בעסקאות עם בעלי עניין, בהיבטים שלא ניתן להם מענה בהסדר החוקי במתכונתו הקודמת (על החמרת מנגנוני האישור; על החידוש הטמון בסעיף 117(ב) המכתיב לחברה תהליך פנימי שיש לקיים בטרם הבאת העסקה לאישור; ועל כך שהערותיהם של חמדני וחנס התקבלו במסגרת תיקוני החקיקה, ראו אצל אגמון-גונן". שם, פס' 84.

46 ראו אברמי וול "האם נדרשת וועדה מיוחדת לאישור עסקאות בעלי עניין?" כלכליסט (27.3.2017). <https://goo.gl/rSURpT>

לעסקאות אחרות. לצורך הדיון בפרק זה, נניח אפוא כי מדובר בעסקת מיזוג שבה בעל השליטה רוכש את מניות המיעוט.

אין בכוונתנו לחזור כאן על תיאור היתרונות הגלומים בהקמתה של ועדת דירקטוריון מיוחדת לניהול משא ומתן בנוגע לעסקאות גורליות עם בעלי שליטה. בתמצית, מטרת ההליך היא לחקות ככל הניתן בעזרת הוועדה את התהליך שהיה מתרחש לו היה מדובר בהתקשרות עם צד זר ובהיעדר עניין אישי של בעל השליטה. עם זאת נציין כי היתרונות הטמונים בהליך אינם מוגבלים רק לתוצאות הישירות שלו. קיום הליך בידי הוועדה המיוחדת – בחינה עצמאית של חלופות, דרישה לקבלת מידע מהחברה ומבעל השליטה והיעזרות ביועצים בלתי תלויים לבחינת העסקה – תורם תרומה של ממש גם להליך האישור של העסקה בידי האסיפה הכללית.

מוסד הוועדה המיוחדת ומקומו במסגרת מבחן ההגינות המלאה שואבים השראה מדלוור.⁴⁷ עם זאת, בין השיטה המשפטית בדלוור ובין השיטה המשפטית בישראל יש כמה הבדלים בעלי חשיבות בהקשר שלנו. הבדל מרכזי אחד הוא דרישת חוק החברות שעסקאות חריגות עם בעלי שליטה יאושרו בידי בעלי מניות המיעוט. לפיכך הדיון בפרק זה יתמקד בעיקר בעבודת הוועדה המיוחדת שאינה מפורטת בחוק.

הערה מקדמית נוספת נוגעת לצורך בהפעלת שיקול דעת הן מצד בית המשפט הן מצד היועצים לחברה ולוועדה המיוחדת. אי-אפשר לקבוע מראש רשימה נוקשה של כללים בנוגע לסמכויות הוועדה ולאופן פעולתה. המציאות העסקית הדינמית עשויה להציג דרישות משלה בכל הנוגע לדרך המיטבית לבחינת העסקה ולניהול משא ומתן על תנאיה. מן הראוי שהיועצים לוועדה יפעילו שיקול דעת בהתחשב בתכלית הוועדה כדי לקבוע אם חיוני להקל בדרישה מסוימת או להחמיר בדרישות אחרות. במקביל, גם בית המשפט צריך לגלות גמישות ופתיחות במקרים שבהם הוועדה מביאה טעמים משכנעים לשינוי המתכונת המקובלת לפעולת הוועדה.

1. הרכב וסמכויות

בשיטת המשפט של דלוור מנגנון הוועדה המיוחדת הוא יציר בלעדי של הפסיקה. לפיכך בתי המשפט שם מקדישים תשומת לב ניכרת להיבטים הנוגעים להרכב הוועדה ולסמכויותיה. בישראל, לעומת זאת, חוק החברות דורש את אישורה של ועדת הביקורת לעסקה וקובע הסדרים נוקשים בנוגע להרכב ועדה זו. כאשר חברה ישראלית מחליטה להסמיך את ועדת הביקורת לשמש ועדה מיוחדת, חלק ניכר מדרישות הפסיקה בדלוור

47 חשוב להבחין בין מבחן ההגינות המלאה ובין מוסד הוועדה המיוחדת. מבחן ההגינות המלאה קובע תקן לביקורת שיפוטית על עסקה בניגוד עניינים, תוך התמקדות בהליך הוגן ובמחיר הוגן. מנגנון הוועדה המיוחדת מסייע לחברה ולבעלי השליטה לקבל הקלות דינמיות במסגרת מבחן ההגינות המלאה. אולם הקמת ועדה מיוחדת אינה הכרחית כדי לעמוד במבחן ההגינות המלאה או כדי למלא אחר דרישת ההליך ההוגן. ראו לדוגמה *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110, 1117 (Del. 1994). יתר על כן, הפסיקה בדלוור הבהירה לאחורונה כי גם הליך לא הוגן עשוי שלא לזכות את התובע בפיצוי אם המחיר שנקבע בעסקה היה הוגן. ראו עניין *Trados*, לעיל ה"ש 10, בעמ' 78.

חלות על הוועדה מכוח חוק. הבדלים אלה בתשתית המשפטית מחייבים דגשים שונים באשר להרכב הוועדה ולסמכויותיה לפי הדין בישראל.

(א) סמכויות

חלק ניכר מהפסיקה בדלוור מוקדש לבחינת השאלה אם הוקנתה לוועדה המיוחדת זכות וטו אפקטיבית בנוגע לאישור העסקה.⁴⁸ בישראל, לעומת זאת, בהנחה שוועדת הביקורת היא שהוסמכה לשמש ועדה המיוחדת, חוק החברות בישראל מחייב את קבלת אישורה לעסקה, ואינו משאיר את העניין לשיקול דעתם של החברה או בעל השליטה. לפיכך הסמכת הוועדה צריכה להתייחס לשלושה עניינים עיקריים: בחינת חלופות לעסקה, ניהול משא ומתן על תנאיה ושכירת יועצים.

בחינת חלופות. ככלל, ראוי שהוועדה המיוחדת תוסמך בידי הדירקטוריון לבחון גם חלופות לעסקה המוצעת בידי בעל השליטה. כפי שנבחר בהמשך, בעסקת going private מגוון החלופות מוגבל מאוד. עם זאת, במישור העקרוני על הוועדה לבחון אם קיימות חלופות ריאליות לעסקה המוצעת בידי בעל השליטה, ואף לשקול את החלופה שלפיה יש להימנע כליל מביצוע העסקה.⁴⁹

ניהול משא ומתן. כפי שהסברנו במאמר הקודם,⁵⁰ הסמכת הוועדה לנהל משא ומתן מתחייבת מבחינה עסקית-כלכלית כדי להגשים את המטרה של ההליך, שהיא להביא בפני בעלי המניות את העסקה הטובה ביותר האפשרית בנסיבות העניין. ברקע הדברים עומדת גישה נורמטיבית שלפיה תפקיד הדירקטורים לא רק לוודא כי העסקה סבירה או אינה פוגעת בחברה, אלא שהיא הטובה ביותר האפשרית לחברה. עמדה נורמטיבית זו קיבלה חיזוק עקב שינוי סעיף 270 רישא לחוק החברות. עד לשינוי קבע הסעיף כי על עסקה הקבועה בפרק החמישי להיות כזו "שאינה פוגעת בטובת החברה". כיום, כאמור, הסעיף קובע כי עסקה כאמור חייבת להיות "לטובת החברה".

שכירת יועצים. לוועדה צריכה להיות הסמכות לבחור את היועצים הנדרשים לה לצורך ביצוע עבודתה, וזאת מבלי שתצטרך לקבל את אישורם של גורמים נוספים בחברה. אין מניעה כי החברה תקבל המלצות מידי גורמים בחברה, אך ראוי כי הוועדה תבחן חלופות

48 ראו *In re Southern Peru Copper Corporation Shareholder Derivative Litigation*, 52 A.3d 761, 792 (Del. Ch. 2011).

49 עמיר ליכט "שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול דעת עסקי של נושא-משרה" משפט ועסקים יט 475, 508-509 (2015) (להלן: ליכט "שם הוורד"). בעניין הוט ביקר השופט כבוב את עבודת הוועדה הבלתי תלויה והדגיש שלא שקלה חלופות לעסקה. ראו עניין הוט, לעיל ה"ש 16, פס' 51 לפסק דינו של השופט כבוב: "בענייננו, מבלי להיכנס לעובי הקורה בסוגיה זו, אציין כי הוועדה המיוחדת אכן קיימה ישיבות, דנה בנושא ואף הובילה לעליה קלה במחיר אותו הציעה בעלת השליטה, אולם עולה השאלה האם לא יכלה אותה ועדה מיוחדת לנהל משא ומתן אקטיבי ואינטנסיבי יותר אשר היה מוביל לתוצאות טובות יותר מבחינת החברה ובעלי המניות מקרב הציבור. כך למשל, ציין מר צ'צ'יק בחקירתו הנגדית כי 'הוועדה לא בחנה' אלטרנטיבות לביצוע רכישת מניות הציבור בחברה, למשל באמצעות הצעת רכש".

50 ראו חמדני וחנס, לעיל ה"ש 8, בעמ' 90-92. ראו גם *In re CNX Gas Corp. S'holders Litig.*, 4 A.3d 397, 414 (Del.Ch. 2010). בעניין זה קבע בית המשפט שאי-מתן סמכות לוועדה לבחון באופן עצמאי חלופות היא הפרת הסטנדרט הנדרש.

מספר. מכל מקום, הסמכות הבלעדית לקבל החלטה בנושא צריכה להיות של הוועדה,⁵¹ ועליה לוודא כי הייעוץ שאותו היא תקבל יהיה אכן בלתי תלוי בהנהלת החברה או בבעל השליטה.⁵²

(ב) הרכב

תפקידה של הוועדה המיוחדת הוא לפעול באופן המדמה, במידת האפשר, את המשא ומתן אשר היה מתנהל על ידי החברה לו היה מדובר בעסקה עם צד לא קשור. לפיכך יש להקפיד שנציגי הצד שכנגד בעסקה – בעל השליטה – לא יהיו מי שינהלו את המשא ומתן מטעם החברה. מסיבה זאת יש למנות לוועדה דירקטורים שמידת התלות שלהם בבעל השליטה קטנה ככל הניתן. איוש נכון של הוועדה מאפשר שיח חופשי בוועדה, מפחית את החשש מהפעלת לחץ ישיר או עקיף מטעם בעל השליטה, ומאפשר גם להקפיד על אי-העברת מידע אשר יכול לפגוע בתוצאת המשא ומתן בין הצדדים.⁵³ הדירקטורים החיצוניים של החברה עומדים בקריטריון אי-התלות הנדרש מעצם דרישות הכשירות והליכי המינוי המיוחדים שלהם.⁵⁴ גם דירקטורים בלתי תלויים, כהגדרתם בחוק, אשר אינם דירקטורים חיצוניים, יכולים להתאים.⁵⁵

ברשימה הקודמת שלנו ציינו כי יש ספק רב, בלשון המעטה, אם ועדת הביקורת בהרכבה אז, יכולה לשמש גם ועדת משא ומתן. באותו זמן, חוק החברות לא הקפיד על אי-התלות של ועדת הביקורת, ולצד הדירקטורים החיצוניים (בדרך כלל שניים בלבד) ישבו גם לעיתים

51 ראו *In re Western Nat'l Corp. S'holders Litig.*, C.A. No. 15927, 2000 WL 710192, at *22 (Del. Ch. 2000). בעניין זה קבע בית המשפט שאי-התלות של יועצי החברה לא נפגעה בשל העובדה שהנהלת החברה ארגנה ליועצים ראינות עם הוועדה. ראו גם *In re Emerging Communs. Inc. S'holders Litig.*, C.A. No. 16415, 2004 WL 1305745, at *6 & n.13 (Del. Ch. 2004).

52 בעניין הוט ביקר השופט כבוב את הוועדה הבלתי תלויה על כך שלא השלימה את הבדיקה בעניין אי-תלות היועצים הפיננסיים שלה, וזאת אף שהיועץ המשפטי לוועדה העמיד את הוועדה על חשיבות הדבר. ראו עניין הוט, לעיל ה"ש 16, פס' 51 לפסק דינו של השופט כבוב: "בעניינינו מינתה הוועדה המיוחדת, בית היתר, את פירמת היעוץ TASC כדי שזו תעניק לחברי הוועדה חוות דעת בדבר שוויה של הוט [...] על אף היעוץ המשפטי שניתן ואמירותיו החוזרות של עו"ד אורן בדבר הצורך לבחון את סוגיית התלות של מעריך השווי באופן פרטני, בתום אותה ישיבה הוחלט למנות את TASC כמעריכי השווי לצורך בחינת הוגנות המחיר שהוצג במסגרת ההצעה, מבלי שנראה שנערכה כל בדיקה בנושא".

53 ראו חמדני וחנט, לעיל ה"ש 8, בעמ' 91.

54 ס' 239(ב) לחוק החברות. החוק קובע שדירקטור חיצוני בחברה ציבורית ימונה באישור רוב מקרב המיעוט שאינו בעל עניין אישי באישור המינוי. ראו גם ס' 240 לחוק אשר קובע כי דירקטור חיצוני חייב להיות בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית, ושלו או לאדם הקרוב אליו אין זיקה לחברה או לבעל השליטה או שהמינוי יוצר או עלול ליצור ניגוד עניינים עם עיסוקיו האחרים. ראו גם ס' 249(א) לחוק אשר מגביל את אפשרות החברה ובעל השליטה לתת טובות הנאה לדירקטור חיצוני או להעסיקו למשך תקופת צינון של שנתיים מתום כהונתו. הגבלות אלו ונוספות מאפשרות למיעוט השפעה מכרעת בהליך המינוי של דירקטור חיצוני אשר יכול בשל כך לייצג את האינטרסים של כלל בעלי מניות המיעוט באופן ראוי בהחלטות החברה.

55 ההבדל המרכזי בין דירקטור חיצוני ובין דירקטור בלתי תלוי שאיננו חיצוני הוא בכך שלדירקטור החיצוני נקבעו הליכי מינוי מיוחדים המחסנים אותו באופן חלקי מפני השפעת בעל השליטה. ראו ס' 1 לחוק החברות ("דירקטור חיצוני") וכן ס' 239(ב) לחוק החברות, המגדיר את דרישת הרוב מקרב המיעוט למינוי דירקטור חיצוני, ואשר אינו חל בהליך מינוי דירקטור בלתי תלוי.

קרובות עובדים של חברות הקשורות בבעל השליטה.⁵⁶ מאז, ועקב תיקון 16 לחוק החברות, חלה מהפכה זוטא בהרכבה של ועדת הביקורת. כיום חייב להיות בוועדה רוב לדירקטורים בלתי תלויים, ונפסלה חברותם של כל הדירקטורים שזיקתם לבעל השליטה, במישרין או בעקיפין, היא זיקה אמיצה. ייתכן אפוא שכיום ועדת הביקורת יכולה לתפקד גם כוועדת המשא ומתן, אף שלטעמנו מוטב שרק דירקטורים בלתי תלויים, או שמתקיימים בעניינם תנאי הכשירות לכהונה כדירקטורים בלתי תלויים כהגדרתם המחמירה בחוק החברות, ישמשו בתפקיד.⁵⁷

מכל מקום, אשר לחברי ועדת ביקורת אחרים, שאינם דירקטורים בלתי תלויים, נדרשת בדיקה פרטנית של היותם בלתי תלויים בבעל השליטה או בחברה. כמו כן, חברי דירקטוריון שחוק החברות אוסר עליהם לשמש חברי ועדת ביקורת (בשל התלות שלהם בבעל השליטה) אינם יכולים לשמש חברי ועדת המשא ומתן המיוחדת.

עד כה זיהינו מעט חריגות מכלל זה בהרכבן של ועדות המשא ומתן המיוחדות שנתכוננו במשך בתקופה האחרונה. כך, באחד המקרים מונה יו"ר הדירקטוריון לכהן כאחד מחברי הוועדה המיוחדת לניהול המשא ומתן בנוגע לעסקה בניגוד עניינים שבה רכשה חברת הוט את חברת מירס.⁵⁸ כפי שהחוק אוסר על יו"ר הדירקטוריון לכהן בוועדת הביקורת, כך לא ראוי שיכהן בוועדת המשא ומתן המיוחדת.⁵⁹

יתרה מזו, כאשר ועדת הביקורת מונה מספר גדול של חברים, הדבר עלול להקשות עליה לבצע את משימת המשא ומתן, שהיא משימה מורכבת ותובענית יותר ממשימת האישור המסורה לוועדת הביקורת בחוק. מניסיוננו ועדות משא ומתן אפקטיביות מונות שלושה חברים או ארבעה לכל היותר (בארצות הברית נוהגות גם ועדות של שני דירקטורים, ולעיתים אפילו אחד, אך איננו ממליצים על אפשרות אחרונה זאת).

שינוי נוסף שנכלל בתיקון 16 לחוק החברות נותן רוח גב לאפקטיביות של הוועדה המיוחדת. בהמשך לאחת ההמלצות המרכזיות של ועדת חמדני, נקבע בחוק החברות כי הארכת כהונה של דירקטור חיצוני יכולה להתבצע על ידי המיעוט בלבד.⁶⁰ האפשרות שלא להיזקק לקולו של בעל השליטה בעת הארכת כהונה מחזקת במידה מסוימת את אי-התלות של הדירקטור החיצוני.⁶¹ כמו כן נקבע כהוראה מומלצת בחוק החברות (אשר למיטב

56 ראו חמדני וחנס, לעיל ה"ש 8, עמ' 99.

57 ראו הגדרת "דירקטור בלתי תלוי" בס' 1 לחוק החברות.

58 ראו דוח עסקה של חברת הוט (מיום 25.7.2011), לעיל ה"ש 23, בעמ' 14 הערה 4.

59 בעניין הוט קיבל השופט כבוב את העמדה שלפיה יו"ר הדירקטוריון אינו מהווה חבר מתאים לוועדה הבלתי תלויה. זאת לפחות במקרה שבו מדובר ביו"ר פעיל המקבל שכר ניכר מן החברה. ראו עניין הוט, לעיל ה"ש 16, פס' 51 לפסק דינו של השופט כבוב: "תמוהה לדידי היא ההחלטה למנות, מלכתחילה, את הגב' הנדלר אשר כיהנה אותה עת כיו"ר דירקטוריון החברה ואף קיבלה גמול משמעותי מהחברה באותה עת בגין כהונתה כיו"ר הדירקטוריון, כחברה בוועדה אשר נדרשת להיות בלתי תלויה".

60 ראו ס' 18245 לחוק החברות; דו"ח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל 32 (2008) (בראשות פרופ' אסף חמדני) <https://goo.gl/MD6nBc>.

61 חיווק זה משמעותי במיוחד בעסקאות בניגוד עניינים שאינן מסוג going private, ואשר בהן הדירקטור החיצוני ממשיך בתפקידו בחברה הציבורית גם לאחר העסקה. אם יתברר בדיעבד כי העסקה פגעה בטובת החברה, בעלי מניות המיעוט עשויים לפעול לסיכול הארכת כהונה של הדירקטור. לחלופין,

ידיעתנו טרם אומצה על ידי חברה כלשהי, ובהוראות המעבר של חוק הריכוזיות, כי גם המינוי הראשוני של הדירקטור החיצוני ייעשה על ידי המיעוט בלבד וללא תמיכה של בעל השליטה (להבדיל מברירת המחדל הדורשת רוב באסיפה הכללית ורוב של המיעוט כאחד).⁶²

בשולי הדברים נציין כי במקרים אחדים החליטו חברות קשורות, אשר ביצעו ביניהן עסקה, על הקמת ועדה מיוחדת משותפת המורכבת מדירקטורים של שתי החברות, ושתפקידה לוודא כי העסקה הוגנת לשני הצדדים.⁶³ לגישתנו, פעולה בדרך זו מנוגדת לתכלית שביסוד מנגנון הוועדה המיוחדת.

לסיכום, כיום יש אפשרות שהוועדה המיוחדת תהיה ועדת הביקורת (או נגזרת שלה), ובחפיפה זו יש גם כדי להקל את שלב אישור העסקה בוועדת הביקורת לאחר השלמת עיצוב העסקה על ידי ועדת המשא ומתן. הוועדה הפרסונלית מאפשרת לחברים להיות בקיאים בפרטי העסקה כאשר היא מובאת לאישור, והם יכולים באופן בלתי אמצעי להסביר אותה לחבריהם שלא השתתפו בהליך המשא ומתן. עם זאת, במקרים שבהם מכהנים בוועדת הביקורת גם דירקטורים שאינם חיצוניים או בלתי תלויים, נחוצה בחינה פרטנית של אי-התלות של הדירקטור בחברה או בבעל השליטה.

2. יועצים

נחיצות הייעוץ החיצוני תלויה בטיב העסקה העומדת על הפרק, במורכבותה ובהיקפה, ולא רצוי לתת הנחיות גורפות בעניין זה. עם זאת, וכאמור בפתח הדברים, פרק זה עוסק במתכונת המלאה של ההליך, הנדרשת בעסקאות גורליות לחברה ובעסקאות רבות משמעות אחרות. לפיכך הדיון שלנו יתמקד בציפיות מן הוועדה בנוגע לעסקאות אלה.

כמו בעסקאות מסוג זה עם צדדים לא קשורים, גם בעסקת מיזוג עם בעל השליטה יתעורר בדרך כלל צורך לתת ליווי משפטי וכלכלי לדירקטורים. הצורך בייעוץ איכותי גובר כאשר לחברי הוועדה המיוחדת אין מומחיות בניהול משא ומתן עסקי, וניהול משא ומתן על תנאי העסקה הוא משימה מרכזית המוטלת עליהם. את חשיבות מינוים של יועצים מתאימים היטיב להסביר בית המשפט בדלוור:⁶⁴

“The effectiveness of a Special Committee often lies in the quality of the advice its members receive from their legal and financial advisors”.

אי-תלות. מוסד הוועדה המיוחדת נועד ליצור מנגנון שידמה, במידת האפשר, הליך של משא ומתן בין צדדים לא קשורים. מטבע הדברים, תלות של יועצי הוועדה בצד שכנגד –

ובזכות התיקון לחוק, בעלי מניות המיעוט יכולים לכפות על בעל השליטה הארכת כהונה של דירקטור חיצוני שהגן היטב על האינטרסים של החברה ושל המשקיעים מהציבור.

⁶² ס' 7 לתוספת הראשונה לחוק החברות; ס' 25(ד)(2) לחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד–2013 (להלן: חוק הריכוזיות) כהוראת מעבר אשר איננה מאפשרת לבעל השליטה להצביע באסיפה הכללית בנסיבות האמורות בסעיפי החוק בזמן תקופת המעבר הקבועה בחוק הריכוזיות.

⁶³ ראו לדוגמה הליך אישור העסקה בעניין כור, לעיל ה"ש 29.

⁶⁴ ראו *In re Tele-Comms., Inc. S'holders Litig.*, 2005 WL 3642727, 41 (Del. Ch. 2005).

בעלת השליטה במקרה הזה – אינה מתיישבת עם הליך שאמור לדמות התקשרות בעסקה בין צדדים בלתי קשורים. לפיכך אפקטיביות הוועדה מחייבת שיועציה המקצועיים לא יהיו תלויים בבעל השליטה (ובכלל זה לא יהיו תלויים בחברה).

על הוועדה לוודא כי בין היועצים לבעל השליטה או לחברה אין יחסי תלות אשר עלולים להעמיד את היועצים במצב של ניגוד עניינים בין הצורך לספק ייעוץ מקצועי לוועדה ובין הרצון לשרת את האינטרס של בעל השליטה, או למנוע מהם את היכולת לספק לוועדה המיוחדת ולחבריה ייעוץ כלכלי או משפטי עצמאי. אין להשתמש ביועצים הנותנים ייעוץ תדיר לבעל השליטה, שסיפקו לאחרונה שירותים בהיקף מהותי לבעל השליטה או לחברה, או שיש להם יחסי תלות אחרים בבעל השליטה או בחברה. גם קבלת דמי תיווך או מעורבות אחרת בעסקה, שלא במסגרת הייעוץ לוועדה, אינה מתיישבת עם דרישת אי-התלות.⁶⁵

בהקשר זה נשאלת השאלה אם ניתן להיזקק לייעוץ משפטי חיצוני העובד עם החברה על בסיס קבוע. מחד גיסא, יועץ משפטי שכזה מכיר את החברה ואת נסיבותיה המשפטיות. מאידך גיסא, כפי שקבעה הפסיקה בדלוור, יש חשש שייעוץ שכזה לא ייחשב לבלתי תלוי.⁶⁶ חשש זה מקבל משנה תוקף בעסקת *going private*, שבה היועץ המשפטי נדרש לסייע לוועדה במשא ומתן מול בעל השליטה על התנאים הכלכליים ולסייע לחברי הוועדה בהפעלת שיקול דעתם בהתחשב בחובות הנאמנות שלהם. חוות דעת של יועץ משפטי עשויה להיות בעלת השפעה רבה על דירקטורים, ובייחוד בנסיבות שבהן יש סיכוי סביר כי החלטתם תובא לפתחו של בית המשפט. לפיכך אנו סבורים שמומלץ להסתייע גם ביועץ משפטי בלתי תלוי. אולם גם אם יוחלט להשתמש ביועץ משפטי בלתי תלוי, יש לקבוע מתכונת עבודה שתאפשר לחברי הוועדה ליהנות מן הידע והניסיון של היועץ המשפטי הקבוע של החברה, מבלי לפגוע באפקטיביות של התהליך.⁶⁷

נדבך חשוב לעניין אי-תלות היועצים הוא הבהרה כי היועצים נשכרו על מנת לשרת את עניינה של הוועדה המיוחדת בלבד, ולא כדי לייצג את הנהלת החברה או את בעל השליטה.

65 בפרשה אשר עסקה בתרומתה של החברה לישראל להסדר החוב של חברת צים, מתח בית המשפט ביקורת על מחדלה של הוועדה המיוחדת שלא בחנה את מידת התלות של היועצים הכלכליים של הוועדה בבעל השליטה. ראו תנ"ג (מחוזי ת"א) 628-08-14 קראוסקופף נ' החברה לישראל בע"מ, פס' 219 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 26.6.2016).

66 ראו עניין *Tele-Comms.*, לעיל ה"ש 64, בעמ' 41-42. שם נקבע כי בחירתה של הוועדה המיוחדת להשתמש בשירותיהם של היועצים המשפטיים והפיננסיים "הרגילים" של החברה מטילה בספק את עמידתה של העסקה במבחן ההגינות המוחלטת. עוד ראו Scott V. Simpsons & Katherine Brody, *The Evolving Role of Special Committees in M&A Transactions: Seeking Business Judgment Rule Protection in The Context of Controlling Shareholder Transactions and Other Corporate Transactions Involving Conflicts of Interest*, 69 BUS. LAWYER 1117, 1139 (2014).

67 מעמדת בית המשפט בעניין קראוסקופף עולה כי בית המשפט רואה ביועץ המשפטי החיצוני הקבוע של החברה יועץ שאינו בלתי תלוי. אמנם הוועדה הסתייעה ביועץ משפטי של משרד שאינו מלווה את החברה בדרך כלל, אך נראה שקיבלה ייעוץ משפטי גם מהמשרד הקבוע של החברה. בהקשר זה ראוי לציין כי בית המשפט אינו מוצא בעייתיות מיוחדת בעצם ההשתתפות של נציגי המשרד הקבוע בדיוני הוועדה, אלא בעובדה שהוועדה התייחסה לנציגים אלה כאילו היו יועציה המשפטיים של הוועדה. ראו עניין קראוסקופף, לעיל ה"ש 65, פס' 219 לפסק דינו של השופט כבוב.

יש להבהיר כי יועצי הוועדה מקבלים הנחיות רק מן הוועדה, וכי הם חבים חובת סודיות כלפי הוועדה בנוגע למידע שהגיע אליהם עקב מילוי תפקידם למענה. סוגיה נוספת נוגעת להסדרי התגמול של היועצים החיצוניים של הוועדה. התגמול ליועצי הוועדה צריך להיקבע על פי השרותים שהם סיפקו לוועדה בלבד. קבלת דמי תיווך בגין העסקה או בונוס על סגירתה, למשל, אינה מתיישבת עם אי-תלות. בהקשר זה עלתה לאחרונה השאלה אם הסדרי שיפוי בנוגע להיקף האחריות של היועצים הכלכליים פוגעים באי-התלות שלהם. מהחלטה של המחלקה הכלכלית בעניין בזק עולה לכאורה כי הסדרי שיפוי מסוג זה מנוגדים לציפייה לאי-תלות של יועצים כלכליים.⁶⁸ במישור העקרוני, אכן יש בעייתיות מסוימת בהסדרים גורפים של פטור מאחריות או מתן שיפוי ליועצים מקצועיים של הוועדה. אולם למיטב הבנתנו, זוהי פרקטיקה מקובלת בקרב גופים פיננסיים בין-לאומיים, ולכן המשמעות הפרקטית של קביעת הגבלות בעניין זה יכולה להיות סירוב של שחקנים בין-לאומיים לספק שירותים מסוג זה לחברות בישראל. תוצאה זו תביא בסופו של דבר למצב שבו דווקא שחקנים שחשיפתם לשוק הישראלי נמוכה יחסית – ולכן הם מועמדים טבעיים לשמש יועצים בלתי תלויים – יהיו בלתי זמינים לוועדה המיוחדת.⁶⁹

לבסוף נבקש להתייחס לפרקטיקה של ייעוץ משותף. כאשר מדובר בעסקה בין שתי חברות ציבוריות של קבוצה אחת, ובשתייהן מוקמת ועדה בלתי תלויה לניהול משא ומתן על הסכם ביניהן, מן הראוי שכל צד יבחר לעצמו את יועציו. כאשר שתי חברות של קבוצה אחת מתדיינות ביניהן על עסקה, עליהן לחקות גם במקרה זה משא ומתן בין שני צדדים זרים. כשם שלא מקובל שצדדים זרים יחלקו יועצים לעסקה, כך לא ראוי שחברות הקבוצה יחלקו יועצים לעסקה.⁷⁰ ייעוץ משותף עלול להעמיד את היועץ עצמו במצב של ניגוד עניינים

68 ת"א (מחוזי ת"א) 48067-01-11 ע.ל.א.ן מרחצאות בע"מ נ' "בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ, עמ' 28–29 לפסק דינה של השופטת קרת-מאיר (פורסם בנבו, 14.5.2012). נוסף על האמור, השופטת קרת-מאיר קבעה שעל שכרו של נותן חוות הדעת להיות קבוע מראש ושעליו להיות נטול כל קשר עם בעל השליטה והחברה או תלות בהם. כל עוד לא מולאו תנאים אלו, קיים מצב פונטציאלי של ניגוד עניינים. ראו גם Simpson & Brody, לעיל ה"ש 66, בעמ' 1141–1142, שבו מזכירים הכותבים אברה ברוח דומה ברוח אגודת חברות הביטוח הבריטיות (ABI) הממליצה לחברות שממנות ועדה מיוחדת, לקבוע מראש את שכר היועצים כדי למנוע את ניגוד העניינים האמור.

69 בכללים שפרסמה רשות ניירות ערך בנוגע למערכי שווי נקבע כי הסדרי שיפוי המותירים למעריך השווי חשיפה של פי שלושה לפחות מסכום שכר הטרחה שלו, לא ייחשבו לפוגעים בתלות שלו. ראו ס' ג (13) לעמדת סגל משפטית של הרשות לניירות ערך 105-30 "גילוי על קיומה של תלות בין מעריך שווי לבין התאגיד וגילוי בנוגע למעריך שווי שהערכתו מהותית מאוד לתאגיד" (22.7.2015) <https://goo.gl/XU9R6d>.

70 ראו *In re Del Monte Foods Co. Shareholders*, 25 A. 3d 813, 835–836 (Del. Ch. 2011), Laster, Vice Chancellor: "It is impossible to know how the negotiations would have turned out if handled by a representative that did not have a direct conflict. The burden of that uncertainty must rest with the fiduciaries who created it [...] Here, the taint of selfinterest came from a conflicted financial advisor rather than from management [...] I therefore conclude that the plaintiffs have established a reasonable likelihood of success on the merits of their claim that the director defendants failed to act reasonably in connection with the sale process"

מובנה. אנו ממליצים לעצב נוהג ברור לעניין הפרדה כאמור אף שהקפדה זו חשובה פחות מההקפדה על אי־תלות היועצים בבעל השליטה. עסקאות מצומצמות בהיקפן, לרבות עסקאות לקבלת שירותי ניהול מבעל השליטה וחלוקת ההוצאה בין חברות הקבוצה, יכולות להוות חריג לעניין זה.

תפקיד היועץ הכלכלי. נאותות המחיר המוצע ושווי המניות המוחזקות בידי ציבור המשקיעים מהווים שיקול עיקרי בבחינת הצעת מיזוג בכלל, והצעת מיזוג מטעם בעל השליטה בפרט. לפיכך בעסקאות מיזוג מקובל שהדירקטוריון נעזר בשירותיו של יועץ פיננסי או מעריך שווי. בהקשר זה, תפקיד היועצים הפיננסיים הוא לספק לוועדה המיוחדת סיוע מקצועי לצורך בחינת שוויין ההוגן של מניות הציבור והוגנות המחיר המוצע, לרבות קביעת המתודולוגיה המתאימה בנסיבות העניין והענקת חוות דעת הוגנות או הערכת שווי, לפי הצורך.

עם זאת, כדי שהוועדה המיוחדת תוכל למלא את תפקידה כהלכה, מן הראוי שהיועצים הכלכליים של הוועדה יעמידו לרשותה גם את מומחיותם הכלכלית, ניסיונם העסקי והיכרותם עם שוק ההון לצורך בחינת חלופות אפשריות לעסקה, לרבות היכולת להוציאן אל הפועל בנסיבות העניין. מומלץ גם כי היועצים הכלכליים (או גורם מקביל אחר) ילוו את הוועדה בהליך המשא ומתן ויעמידו לרשותה גם את ניסיונם בתחום זה. לדוגמה, היועצים הכלכליים יכולים לייצג לוועדה בגיבוש אסטרטגיית המשא ומתן עם נציגי בעל השליטה, או לפי הנחיות הוועדה, להשתתף במשא ומתן עם נציגי בעל השליטה על התנאים הכלכליים של העסקה המוצעת.

3. הליך מדמה שוק אפקטיבי

התפקיד העיקרי של הוועדה הוא לקיים הליך מדמה שוק ולפעול באופן דומה לזה שהייתה פועלת החברה במגעיה עם צד בלתי קשור. מטבע הדברים, יש קושי לתרגם תפקיד עקרוני

ראו גם *In re Rural/Metro Corp. Stockholders Litig.*, 102 A.3d 205, 262 (Del. Ch. 2014), Laster, Vice Chancellor: "The Liability Opinion imposed liability on RBC for both the Sale Process Claim and the Disclosure Claim. As to the latter, the Liability Opinion found that RBC provided false information to the Board in its financial presentation [...] As to the former, the Liability Opinion identified two breaches of duty, one of which occurred during the final approval of the Merger. During this period, the Board failed to provide active and direct oversight of RBC, did not detect its last minute efforts to solicit a buy-side financing role from Warburg, and did not identify the manipulation of RBC's financial analyses or the false justifications proffered for certain changes. The Sale Process Claim involved both affirmative misrepresentations and failures to disclose. The directors breached their duties when approving the disclosures in the Proxy Statement and when approving the Merger, but they did so because RBC misled them, affirmatively in the case of the Disclosure Claim and both affirmatively and by omission during the final approval of the Merger"

יש לציין שבשני עניינים אלו נקבע כי הדירקטוריונים הפרו את חובות האמון כלפי החברה ובעלי המניות בכך שאישרו עסקה שאינה הטובה ביותר ובכך שלא הצליחו לפקח על הבנק המלווה, או לחלופין למנוע סיטואציה שבה הבנק המלווה והיועצים שבו נתונים בניגוד עניינים ואינם משרתים את טובת החברה. מהלכות אלו ניתן להסיק כי מוטלת חובה על דירקטוריונים למנוע ניגוד עניינים שכזה ולפעול למנועו מבעוד מועד, וזאת אף אם הבנק והיועצים הסתירו זאת מעיניהם.

זה להנחיות ספציפיות, בייחוד על רקע מגוון הנסיבות שמאפיינות חברות, והעסקאות השונות שעליהן יחול מבחן ההגינות המלאה. איננו מתכוונים לתת כאן הנחיות מדויקות לוועדה או רשימה סגורה של התנהגויות פסולות או ראויות. התנהלות הוועדה חייבת להיות מותאמת לנסיבות העניין, וכפי שאי־אפשר לתת מתכונת כללית לדרך שבה ראוי שאיש עסקים ינהל משא ומתן על עסקה שהוא מקדם בעסקיו הפרטיים, כך גם אי־אפשר לתת מפרט לחברי ועדת המשא ומתן.

יתר על כן, כפי שיוסבר בהרחבה בפרק העוסק בהשלכות הדיוניות של ההליך, קביעת רשימה סגורה של פרמטרים אובייקטיביים עלולה להביא לציות "קוסמטי" גרידא, שתכליתו הבלעדית היא השגת יתרון דיוני במקרה של תביעה עתידית. על רקע זה, מבנה הדיון שלנו יהיה כדלקמן. תחילה נעמוד על הציפיות העקרוניות מהוועדה. אחר כך נציג רשימה קצרה של הנחיות ספציפיות. נסיים את הדיון בדוגמה של החלטה מדלור שבה נקבע שעבודת הוועדה המיוחדת לא הייתה אפקטיבית, וזאת אף שעל פני הדברים התקיימו כל המאפיינים התהליכיים הנדרשים. הדיון בפרק זה עוסק בפן המהותי – הציפיות מהוועדה, ולא בפן הדיוני – מה נדרש להראות בבית המשפט.

(א) הציפיות מהוועדה

הציפיה העקרונית מהוועדה היא לפעולה נמרצת ואקטיבית להגנת החברה ולהגנת המשקיעים מהציבור, להבדיל מניסיון להיענות לרצונו של בעל השליטה. מכלול פעולותיה של הוועדה צריך להעיד כי כך פעלה וכי זהו הלך הרוח (state of mind) של חבריה. בלשונו של בית המשפט בדלור:

"the special committee must 'function in a manner which indicates that the controlling shareholder did not dictate the terms of the transaction and that the committee exercised real bargaining power 'at an arms-length'. [...] the inquiry must focus on how the special committee actually negotiated the deal – was it 'well functioning' – rather than just how the committee was set up. The test, therefore, seems to contemplate a look back at the substance, and efficacy, of the special committee's negotiations, rather than just a look at the composition and mandate of the special committee".⁷¹

ציטוט זה בעניין הציפייה הכללית מוועדת המשא ומתן לקוח מפסק הדין בעניין *Southern Peru*, שבו נדון בהרחבה בהמשך. באותו מקרה קבע בית המשפט בנוגע לחברי הוועדה המיוחדת כדלקמן:

"they allowed themselves to be hemmed in by the controlling stockholder's demands. Throughout the negotiation process, the Special Committee's and Goldman's focus was on finding a way to get the terms of the Merger structure proposed by Grupo Mexico to make sense, rather than

71 עניין *Southern Peru*, לעיל ה"ש 48, בעמ' 789.

aggressively testing the assumption that the Merger was a good idea in the first place".⁷²

לסיכום, על חברי הוועדה המיוחדת לפעול באופן שידמה ככל הניתן את אופן הפעולה בין צדדים לא קשורים. בהקשר זה עליהם להפגין עצמאות ואי-תלות בבעל השליטה, ואקטיביות להגנת החברה ולהגנת בעלי מניותיה. כפי שנסביר בפרק העוסק בהשלכות הדיוניות של ההליך, הכרעה שיפוטית בעניין זה מחייבת בחינה כוללת של פעולות הוועדה כדי להתרשם מכנותה ומתפקודה, ואי-אפשר להסתמך על רשימה סגורה של אינדיקציות אובייקטיביות לצורך זה. עם זאת, נציין להלן כמה הנחיות הנגזרות מן הציפיות העקרוניות מהוועדה המיוחדת.

(ב) הנחיות ספציפיות

הבנת התפקיד. כאמור, תפקידה של הוועדה אינו לקיים הליך אישור פסיבי, המתמצה בבחינת הערכות שווי, למשל. הוועדה אינה אמורה לקבל את העסקה כעובדה מוגמרת, או כהצעה שיש לקבלה או לדחותה מבלי לשקול את המבנה שלה או את תנאיה. גם בהנחה שהעסקה טובה לחברה, יש לנסות ולמקסם את התמורה לחברה או לבעלי מניות המיעוט. כדי להבהיר נקודה זו, מומלץ שהיועץ המשפטי של הוועדה יעלה בפני הוועדה, בתחילת דיוניה, את תפקידה והציפיות הנגזרות ממנו. מטבע הדברים, תיעוד נאות של תדריך זה גם יסייע בשלב מאוחר יותר, שבו תיבחן האפקטיביות של הוועדה בבית המשפט. **בחינת חלופות.** ככלל, על הוועדה המיוחדת לבחון חלופות לעסקה, אך ברמה המעשית, בחינת החלופות תלויה במהות העסקה. בעסקה של מכירת נכס, למשל, מן הראוי במקרה הרגיל לבחון את האפשרות למכור לגורם אחר, שאינו בעל השליטה. חלופה דומה קיימת גם בעסקה שבה החברה רוכשת נכס או שירותים מבעל השליטה, אם כי במקרה זה ייתכן שיש ייחוד לנכס כלשהו המצוי בידי בעל השליטה.

בפרק זה אנו מתמקדים בעסקת going private, שבה האפשרות הפרקטית לבחון חלופות מותנית בנכונותו של בעל השליטה להעמיד את מניותיו למכירה. לכאורה, חלופה אפשרית לעסקה זו היא מציאת רוכש פוטנציאלי, אשר ירכוש הן את מניות המיעוט הן את מניות בעל השליטה. אולם כדי שחלופה זו תהפוך לריאלית, נדרשת הסכמה של בעלת השליטה להעמיד גם את מניותיה למכירה. מטבע הדברים, אי-אפשר לחייב בעל שליטה להעמיד את מניותיו למכירה רק כדי לנסות לקבל מחיר גבוה יותר בעד מניות המיעוט.⁷³

ניהול משא ומתן. הכלי המרכזי העומד לרשות הוועדה לצורך ניהול משא ומתן הוא הצורך בהמלצתה לשם אישור העסקה (ואם מדובר בוועדת הביקורת, גם הצורך לקבל את אישורה לפי חוק החברות). על חברי הוועדה להשתמש שימוש מושכל במנוף זה לצורך שיפור תנאי העסקה, בהנחה שמדובר בעסקה טובה לחברה ולבעלי מניותיה. עם זאת, ניהול משא ומתן הוא אמצעי בלבד להבאת העסקה הטובה ביותר לאישור. בסופו של דבר,

72 שם, בעמ' 801.

73 ראו Bershada v. Curtiss-Wright Corp., 535 A.2d 840 (Del. 1987).

השאלה שעל הוועדה לשאול את עצמה היא אם ננקטו האמצעים הסבירים כדי להביא בפני בעלי המניות את ההצעה הטובה ביותר האפשרית בנסיבות העניין.

הקפדה על סודיות. מן הצורך לנהל משא ומתן המדמה שוק נובעת החשיבות של הקפדה על סודיות המידע הקשור להכנה לקראת המשא ומתן באופן שלנציגי בעל השליטה לא יהיה מידע מוקדם על אודות אסטרטגיית המשא ומתן של חברי הוועדה המיוחדת או נציגיה. לא יעלה על הדעת שנתונים המשמשים את הוועדה המיוחדת למשא ומתן, יועברו לידיעת בעל השליטה (לדוגמה, טיטות של הערכת שווי שעל בסיסן מתכוננת הוועדה לנהל משא ומתן).⁷⁴

לפיכך חשוב להקפיד שמי שיש לו עניין אישי בעסקה, ומי שתלוי בבעל השליטה, לא ישתתף בפעולות הוועדה הנוגעות למשא ומתן עם בעל השליטה, ובייחוד בהכנות הוועדה לקראת המשא ומתן וקביעת האסטרטגיה שלו. במקביל, משא ומתן עם בעל השליטה ונציגיו ראוי שיתקיים בצניעות פורמליים, באישור מפורש של הוועדה, ותוך תיעוד המגעים. מובן שחברי הוועדה זקוקים למידע הנובע מן החברה, ולכן לעיתים קרובות אין מנוס מכך שנושאי המשרה של החברה ועובדיה יסייעו לעבודת הוועדה ככל שהוועדה סבורה שיש צורך בכך. גם לעניין זה מתאימים ההסדרים החדשים אשר קבע חוק החברות בנוגע לעבודת ועדת הביקורת במסגרת תיקון 16. ככלל, נושאי משרה של החברה רשאים להשתתף בדיון אם הוועדה זקוקה לסיוע שלהם ולפי קביעתה, ואולם בשלב קבלת ההחלטות בסוגיות הנוגעות למשא ומתן (לרבות הדיון בין חברי הוועדה עובר לקבלת ההחלטה), ראוי שגורמים אלו לא יהיו נוכחים במקום. כאשר מסתיים שלב איסוף הנתונים של הוועדה, לרבות כל השאלות הנלוות לשלב זה, על חברי הוועדה להישאר ללא ליווי של נושאי המשרה. השלב שבו חברי הוועדה או יועציה מביעים עמדות בנוגע למתכונת הראויה של העסקה או לאסטרטגיה שיש לנקוט, הוא לשיטתנו חלק משלב קבלת ההחלטות של הוועדה. ההפרדה האמורה צריכה לקבל שיקוף נאות בפרוטוקול הישיבה, ועל הוועדה (בסיוע היועץ המשפטי שלה) לקבוע נהלים שיבטיחו את סודיות המידע עד השלמת העסקה.

העברת מידע מהנהלה לוועדה המיוחדת. כדי שהוועדה תוכל למלא את תפקידה בצורה אפקטיבית, נדרש שהנהלה תעביר לה כל מידע רלוונטי. בעסקת going private יש חשיבות מיוחדת למידע רלוונטי לצורך קביעת השווי ההוגן של מניות החברה, ובכללן תחזיות רווח, תכניות אסטרטגיות וכיוצא באלה.⁷⁵

דרישה אחרונה זו חשובה במיוחד כיוון שהיא משפיעה גם על בעל השליטה וגם על ההנהלה הפועלת מטעמו ומבטיחה בסופו של דבר את האפקטיביות של מנגנון השוק. כדי שבעל השליטה יוכל ליהנות מן היתרונות הדיוניים של שימוש נאות בוועדה המיוחדת, עליו להעמיד לרשות הוועדה ויועציה את מלוא המידע המצוי ברשות החברה ושיש לו השפעה

74 עניין *Emerging Communs*, לעיל ה"ש 51, בעמ' 127–129.

75 לדוגמה, בעניין הוט נראה שהוועדה לא דנה בהשפעת ההסכמות של בעלת השליטה לרכוש את מניותיהם של שני בעלי מניות גדולים, על השווי ההוגן של מניות המיעוט בעסקת going private. ראו עניין הוט, לעיל ה"ש 16, פס' 59.

על קביעת השווי ההוגן של מניותיה.⁷⁶ מידע זה יעובד בידי הוועדה, והחלקים המהותיים שבו ישמשו את מעריכי השווי וידווחו לציבור המשקיעים במסגרת הבאת העסקה לאישור האסיפה הכללית. בכך, דרישה זו משמשת לא רק להבטחת אפקטיביות התהליך של הוועדה המיוחדת, אלא גם להבטחת האפקטיביות של מנגנון השוק – אישור העסקה בידי בעלי המניות שאין להם עניין אישי.

(ג) דוגמה: ההחלטה בעניין Southern Peru

עניין *Southern Peru*, שהוא אחד מפסקי הדין הידועים של בית המשפט בדלוור בשנים האחרונות, מספק דוגמה מצוינת למקרה שבו נפסלה עבודתה של הוועדה המיוחדת, וזאת אף שלא נפל כל פגם בהרכב הוועדה, בסמכויותיה או באי-התלות של יועציה. באותו עניין רכשה חברה בדרך של מיזוג את החזקותיו של בעל השליטה בחברה אחרת ושילמה תמורתן במניות החברה. בית המשפט לא התרשם מכנות פעולתה על הוועדה (אף שהרכבה עמד בדרישות המקובלות), ומכנות יועציה, ובפרט בנק ההשקעות הידוע, גולדמן זאקס, ששימש יועץ פיננסי, והיה ללא ספק בלתי תלוי ומוכשר במיוחד למילוי המשימה. בסוף ההליך קבע בית המשפט שבעל השליטה חייב להשיב לחברה סכום עתק של יותר משני מיליארד דולר.

על פי בית המשפט, התנהלות הוועדה העידה כי הלך הרוח של חבריה היה מנוגד בתכלית לציפיות ממנה. במקום לפעול כדי להשיג את העסקה הטובה ביותר לחברה, הוועדה פעלה להצדקת מבנה העסקה ותנאי העסקה שבהם חשק בעל השליטה. מסקנה זו פירט בית המשפט כדלקמן:

“In sum, although the Special Committee members were competent businessmen and may have had the best of intentions, they allowed themselves to be hemmed in by the controlling stockholder’s demands. Throughout the negotiation process, the Special Committee’s and Goldman’s focus was on finding a way to get the terms of the Merger structure proposed by Grupo Mexico to make sense, rather than aggressively testing the assumption that the Merger was a good idea in the first place”.⁷⁷

⁷⁶ ראו למשל *In re Dole Food Co.*, 2014 WL 6906134, at 11 (Del. Ch. Dec. 9, 2014) (“Accurate and up-to-date information about the company’s financial performance is particularly important to a committee’s work. Withholding the company’s latest – projections, and knowledge of their existence, from the [Special] Committee and its advisors is – without more [...] enough to render the Special Committee ineffective as a bargaining agent for the minority stockholders.” Emerging Commc’ns, 2004 WL 1305745, at *35).

⁷⁷ עניין *Southern Peru*, לעיל ה"ש 48, בעמ' 801.

את עמדתו גיבש בית המשפט לאחר שעקב בפירוט אחר כל צעד ושעל של מהלך המשא ומתן. מגוון סממנים שאותם ציין בית המשפט, מעידים על אותו פגם בהלך הרוח של הוועדה.⁷⁸ בפרט בלטו שני פגמים בתפקוד הוועדה.

הפגם הראשון הוא שהוועדה לא שקלה מתווה אחר לעסקה חלף המתווה שהוצג לפניה (רכישת החברה הפרטית שבבעלות בעל השליטה בדרך של מיזוג בתמורה למניות החברה הרוכשת). פגם זה הפריע לבית המשפט במיוחד, שכן הוא חושף כשל בהבנת תפקידה של הוועדה.⁷⁹

הפגם השני, וככל הנראה גם המכריע, הוא תמחור לא שגרתי של העסקה על ידי היועצים הפיננסיים. תמחור לא שגרתי או תיקון מאולץ של תמחור ראשוני מהווים לא פעם סממן לבעייתיות בפעולת הוועדה. כזכור, באותו מקרה שולמה התמורה לבעל השליטה במניות של החברה הציבורית הרוכשת. לכאורה, התבקש שוועדת המשא ומתן תקבע את תמחור הנכס מבעל השליטה על בסיס עצמאי. אולם הוועדה בחרה להסתמך על תמחור יחסי של הנכס הנרכש, בהתבסס על הדרך שבה תמחר השוק את מניות החברה עצמה.⁸⁰ תמחור לא שגרתי זה הוא שגרר מחיר גבוה לנכס הנרכש דווקא משום שהשוק העניק תמחור גבוה באופן יוצא מן הכלל למניות החברה עצמה.

בית המשפט ביקר את ועדת המשא ומתן ואת יועציה, ובצדק, על דרך פעולה זו. במקרה שבו השוק מתמחר את מניות החברה הרוכשת במחיר גבוה, מצופה כי חברה זו תנצל את התמחור לטובתה כדי להפחית את מספר המניות שעליה להעניק למוכר. אולם במקרה זה התמחור הגבוה של מניות החברה נוצל לרעתה, שכן נעשה בו שימוש כדי להקנות שווי גבוה לנכס הנרכש. בית המשפט הגיב בחומרה על מהלך זה כדלקמן:

78 מעניין להשוות בין אותו פגם עקרוני שמצא בית המשפט בדלור בעניין *Southern Peru* (שם) ובין טענות התובעים בתביעה הנגזרת בעניין הסדר החוב של צים. באותו מקרה הקימה החברה לישראל ועדה בלתי תלויה של דירקטורים לטיפול בהסדר החוב של צים על שום עניינה האישי של בעלת השליטה. התובעים טענו בין היתר כי הוועדה הוקמה כדי להצדיק את העסקה ולא כדי לבחון אותה. במסגרת זאת טענו התובעים כי "הוועדה המיוחדת מונתה רק לאחר שכבר גובשה עמדת החברה וכשישה חודשים לאחר שהחלו המגעים לקראת הסדר החוב" וכי הוועדה בחרה למנות יועץ פיננסי מטעמה רק לאחר שהחברה לישראל הגיעה להסכמה עקרונית על הזרמת "200 מיליון דולר לצי, תמורת 40% ממניותיה" (תנ"ג (מחוזי ת"א) 67844-12-14 בוקסר נ' לנגהולץ (פורסם בנבו, 17.1.2017)); יורם גביוון "תביעה נגזרת נגד דירקטורים בחברה לישראל ב-110 מיליון דולר" *The Marker* (1.1.2015) <https://goo.gl/UQooao>. למען הסר ספק איננו מביעים כאן כל עמדה בנוגע לתקפות טענות אלו.

79 עניין *Southern Peru*, לעיל ה"ש 48, בעמ' 763: "the special committee put itself in a world where there was only one strategic option to consider, the one proposed by the controller, and thus entered a dynamic where at best it had two options, either figure out a way to do the deal the controller wanted or say no".

80 כדי להסביר בפשטות את שיטת התמחור היחסי, נניח כי מניות החברה נסחרות במכפיל מסוים של הרווח הנקי שלה. בשיטת התמחור היחסי נלקח אותו מכפיל, וערך החברה הנרכשת מחושב על ידי הכפלה של הרווח שלה באותו מכפיל. כאשר לחברה יש מכפיל גבוה, כמו באותו מקרה, תמחור יחסי מעלה אפוא גם את מחיר החברה הנרכשת שהייתה חברה פרטית וללא תמחור בשוק. ניתן לבצע תמחור יחסי גם באמצעות מדדים אחרים, אך העיקרון דומה לזה שתואר כאן בהפשטה.

"Taking into account all the testimony and record evidence, both Goldman and the Special Committee believed that Southern Peru's market price was higher than its fundamental value. But instead of acting on that belief, *they did something very unusual*, in which Goldman shifted its client's focus to an increasingly non-real world set of analyses that obscured the actual value of what Southern Peru was getting and that was inclined toward pushing up, rather than down, the value in the negotiations of what Grupo Mexico was seeking to sell [...] But Goldman appears to have helped its client rationalize the one strategic option available within the controlled mindset that pervaded the Special Committee's process".⁸¹

פגמים אלו שאותם זיהה בית המשפט בעניין *Southern Peru* הם רק דוגמה לכשלים אפשריים בפעולת הוועדה. מכל מקום, לדוגמה זו כמה השלכות לענייננו. ראשית, מקרה זה ממחיש היטב את החשש מפני ציית "קוסמטי" גרידא למתווה הוועדה המיוחדת. הקפדה יתרה רק על המאפיינים התהליכיים, כגון הרכב הוועדה ואי-התלות של היועצים לה, אינה מבטיחה כי הוועדה תעמוד בציפיות העקרוניות ממנה. על ההשלכות של חשש זה לעניין עיצוב הגישה הראויה בישראל נעמוד בהמשך המאמר.

שנית, מקרה זה ממחיש כיצד ניתן לתרגם את הציפייה העקרונית מהוועדה לשיקול של ממש בהכרעת בית המשפט אם להקנות משקל דיוני לעבודת הוועדה. הניתוח המשכנע של מכלול העובדות בידי בית המשפט, בהתבסס על בחינת הפרוטוקולים של הוועדה, הוא שהביא אותו לכלל מסקנה כי התהליך שניהלה הוועדה אינו מתיישב עם הציפייה העקרונית ממנה. בהקשר זה, דומה שיש יתרון מיוחד לבית משפט מתמחה, אשר טיפולו במספר רב של מקרים מקנה לו את הניסיון הדרוש לבחינה מסוג זה.

לבסוף, חשוב לציין כי בית המשפט לא התבסס על נימוקים הנוגעים לשיקול דעת הוועדה בנוגע לטקטיקת המשא ומתן. בית המשפט לא קבע כי היה ניתן להשיג תוצאה טובה יותר בדרך אחרת. הביקורת השיפוטית בהקשר זה נועדה להתרשם מהלך הרוח של הוועדה – האם פעלה להשגת התוצאה הטובה ביותר האפשרית, או שמא פעלה לפי תכתיבים של בעלת השליטה? חשוב לציין בהקשר זה כי בחינה הולמת של עבודת הוועדה המיוחדת בבית המשפט מחייבת גם תיעוד מיטבי של עבודתה.⁸² מאחר שהנטל מוטל על החברה ועל בעל השליטה להוכיח לבית המשפט את אפקטיביות עבודת הוועדה, מן הראוי שהוועדה תסדיר את נושא התיעוד כבר בתחילת עבודתה.

81 עניין *Southern Peru*, לעיל ה"ש 48, בעמ' 804.

82 יפים לעניין זה דבריה של השופטת רונן בהקשר אחר: "פרוטוקול מפורט המשקף תהליך מושכל של קבלת החלטות, תוך פירוט מכלול המידע שעמד בפני הדירקטורים לצורך קבלת החלטתם, עשוי אם כן להקל במידה רבה על דירקטוריון המבקש לבסס את טענותיו על כלל שיקול-הדעת העסקי" (תנ"ג (מחוזי ת"א) 13663-03-14 ניומן נ' פיננסיטק בע"מ, פס' 88 (פורסם בנבו, 24.5.2015)).

ג. מתי ראוי להחיל את ההליך?

פרק זה דן בשאלה על אילו סוגי העסקאות ראוי להחיל את המנגנון המלא שהוצג בפרק הקודם. סוגיה זו אינה זוכה למענה ברור גם בפסיקה של מדינת דלוור. רוב הפסיקה שדנה במבחן ההגינות המלאה עוסקת בעסקאות going private. הפסיקה שדנה בעסקאות אחרות מתמקדת לרוב בעסקאות מהותיות מאוד לחברה. למעשה, אין הכרעה ברורה בדלוור בדבר תקן הביקורת השיפוטית בעסקאות עם בעלי שליטה שאינן עסקאות מיזוג ואינן גורליות לחברה.⁸³

בכל הנוגע למצב המשפטי בישראל, היה ניתן לכאורה להסתמך על המבחנים הקבועים בחוק לצורך זיהוי עסקאות הטעונות אישור משולש, ובייחוד על ההבחנה בין עסקאות חריגות לעסקאות שאינן חריגות.⁸⁴ אולם ההגדרה בחוק לעסקה חריגה רחבה מאוד וכוללת גם עסקאות ללא השפעה כלכלית מהותית על החברה.⁸⁵

הגנה מיטבית על בעלי מניות המיעוט מחייבת איזון בין הסכנה הטמונה בעסקה, התרומה הצפויה מן התהליך והעלויות הכרוכות בו. אמנם אין חובה לנקוט הליך של מינוי ועדה מיוחדת, אך לנוכח החשש מאחריות אישית של הדירקטורים, חוסר הוודאות בנוגע לעסקה, והנטל הכבד המוטל על החברה ועל בעל השליטה להוכיח את הגינותה, מן הראוי שבתי המשפט יקבעו הנחיות ברורות באשר לנסיבות שבהן יש יתרון וציפיה למינוי ועדה מיוחדת נוסף על דרישת האישור המשולש.

המתכונת המלאה של המנגנון מורכבת ועתירת עלויות, המושתות על החברה ועל כלל בעלי המניות שלה. העלויות הישירות של המנגנון כוללות את עלות הישיבות והעסקת יועצים חיצוניים. העלויות העקיפות עשויות לכלול עיכובים בכריתת עסקאות (גם עקב הפקעת ניהול המשא ומתן מידי ההנהלה, שהיא העוסקת במהלך העסקים הרגיל בניהול משא ומתן עסקי) והסטת תשומת הלב הניהולית של מוסדות החברה. לצד התועלת, התרומה של הליך מלא של ניהול משא ומתן בידי ועדה מיוחדת אינה זהה בנוגע לכל סוגי העסקאות, ובייחוד על רקע הדרישה בחוק החברות שיתקבל אישור רוב מקרב המיעוט. כך למשל, יש עסקאות שבהן למשא ומתן על תנאי העסקה צפויה להיות תרומה שולית להגנת משקיעי המיעוט, שכן מדובר בנכסים או בשירותים שאת שווים ניתן לקבוע בקלות יחסית תוך השוואה לתנאים המקובלים בשוק. זאת ועוד, ככל שהעסקה גורלית פחות, כך גם פוחת החשש שבעלי מניות המיעוט יאשרו אותה אף שהם סבורים כי העסקה אינה הטובה ביותר שהיה ניתן להשיג בנסיבות העניין.

ההצעה שלנו בפרק זה משקפת עמדה עקרונית כללית יותר בעניין ההבחנה בין מבחן ההגינות המלאה ובין הדרישות התהליכיות הנובעות ממנו. מבחן ההגינות המלאה קובע

83 דיון נרחב בעניין זה ראו *In re Ezc Corp Inc. Consulting Agreement Derivative Litigation*, No. CV 9962-VCL, 2016WL 301245, 23–60 (Del. Ch. 2016).

84 ראו ס' 1 לחוק החברות והטיפול הנפרד בעסקאות חריגות ושינוי חריגות בפרק החמישי של החלק השישי לחוק, שכותרתו "עסקאות עם בעלי עניין".

85 הגדרת עסקה חריגה בס' 1 לחוק החברות כוללת גם עסקאות שאינן במהלך עסקים רגיל או שאינן בתנאי שוק. בנוגע למונח "תנאי שוק", הפרשנות הרווחת היא שהוא מחייב אישור גם כאשר מדובר בעסקה שאין לה "שוק" מוגדר ולכן אי-אפשר לקבוע אם היא עומדת בתנאי שוק.

תקן של ביקורת שיפוטית על עסקאות הנגועות בניגוד עניינים, ואשר לפיו הנטל להוכיח את הגינותן של עסקאות אלה מוטל על בעל השליטה או על החברה. אולם מבחן זה אינו מצמיח דרישה ספציפית לתהליך קונקרטי שעל הדירקטוריון לקיים. יתר על כן, כפי שנסיביר בהמשך הפרק, הציפיות מוועדת הביקורת או מן הוועדה המיוחדת שהדירקטוריון מקים משתנות לפי הנסיבות, לרבות טיב העסקה ומהות ניגוד העניינים של בעל השליטה.

לשיטתנו, מבחן ההגינות המלאה חל עקרונית על כל עסקה חריגה עם בעל השליטה או שיש לבעל השליטה עניין אישי בה, אך את מרכיבי הנטל להוכחת הגינות העסקה יש להתאים לנתוני העסקה העומדת על הפרק. בדומה לעמדה שהובעה בקצרה בהחלטות של המחלקה הכלכלית,⁸⁶ גם אנו סבורים כי לא הגיוני לדרוש הליך יקר וממושך ברמת הדירקטוריון בקשר לעסקה שאיננה משמעותית לחברה, רק כדי להניח את דעתו של בית המשפט כי העסקה הוגנת על אף ניגוד העניינים הטמון בה, וזאת כאשר מדובר בעסקה שממילא טעונה אישור בידי בעלי המניות. אמנם יש היגיון בניהול משא ומתן עם בעל השליטה בכל עסקה הדורשת אישור "משולש", אולם בעסקאות שאינן גורליות או שאינן משמעותיות במיוחד לחברה, ניתן להסתפק בהליך גמיש יותר, שאיננו תובעני יתר על המידה.

ההבדלים בין סוגי העסקאות צריכים לדעתנו לבוא לידי ביטוי בסוג הדרישות הנוגעות להרכב הוועדה ובטיב ההליך שתנהל. כאשר מדובר בעסקה בהיקף רב משמעות לחברה, יש לצפות כי הוועדה היא שתנהל את המשא ומתן, תוך הסתייעות ביועצים חיצוניים ובלתי תלויים וללא מעורבות פעילה של חברי הנהלה. בעסקאות שאינן רבות משמעות, לעומת זאת, ניתן להסתפק במעורבות קלה יותר של הוועדה (במתכונת שנפרט בהמשך), ולהסתפק בוועדת הביקורת לעניין הרכב הוועדה. כזכור, לאחר תיקון 16 לחוק החברות, כל הדירקטורים בוועדת הביקורת הם דירקטורים בלתי תלויים בבעל השליטה במידה זו או אחרת.⁸⁷

86 בעמדה דומה החזיק גם בית המשפט בעניין **מכתשים-אגן**. בית המשפט שאיר "בצריך עיון את השאלה באיזה סוג עסקאות עם בעלי עניין, שאינן בגדר עסקאות שמשמעותן גורלית לבעלי המניות, יהיה אכן מקום לקבוע כי מינוי וועדה מיוחדת בלתי תלויה יהיה תנאי להחלת שיקול הדעת העסקי ואת כלל אי ההתערבות" (עניין **מכתשים-אגן**, לעיל ה"ש 7, פס' 2.4). השור עם גישתה של השופטת רונן אשר הביעה ספק אם בנוגע לעסקאות שאינן גורליות נדרש הליך נוסף מלבד האישור המשולש, בתנ"ג (מחוזי ת"א) 35114-03-12 **אשש נ' עטיה**, פס' 106 (פורסם בנבו, 24.6.2015): "במקרה דנן, משמעות העיסקה מבחינת בעלי-המניות אינה גורלית כפי שהיא הייתה במקרה של מכתשים אגן. בניגוד לעובדות נושא ההחלטה בענין מכתשים אגן בעלי-מניות המיעוט בענייננו אינם 'נפרדים' ממניותיהם, אלא הם נותרים בעלים של מניות. אחוז ההחזקה שלהם בחברה מדולל – אולם זאת כנגד נכסים חדשים המוכנסים לחברה. לכן, בהחלט ייתכן כי די באישור העסקה בהתאם למכלול הדרישות שנקבעו בחוק החברות, כדי לקבוע שאין מקום לכך שבית-המשפט יתערב בה".

87 ראו ס' 115 לחוק החברות: "בוועדה יהיו חברים כל הדח"צים ורוב חבריה יהיו דירקטורים בלתי תלויים". ייתכן מיעוט של חברים שאינם דירקטורים בלתי תלויים (כהגדרתם בחוק ולרבות דירקטורים חיצוניים) אך גם בנוגע למיעוט זה מוטלות דרישות אי-תלות כגון איסור חברות בוועדה של דירקטור המועסק בידי בעל השליטה. בעבר לא אלו היו פני הדברים ועל כן קבענו ברשימה קודמת כי ועדת הביקורת איננה כשירה לכהן כוועדת משא ומתן בלתי תלויה מטעם הדירקטוריון.

הניתוח שלהלן מבוסס על חלוקה לקטגוריות שונות של עסקאות בהתבסס על פרמטרים כמותיים של העסקה. אנו מודעים לכך שבכל חלוקה מסוג זה יש מאפיינים שרירותיים. אולם חלוקה זו ראויה לגישתנו כדי להגביר את הוודאות.

1. עסקאות going private ועסקאות מהותיות אחרות

באשר לעסקאות מיזוג שבמסגרתן נרכש חלקו של המיעוט על ידי בעל השליטה או לעסקת מיזוג שיש לבעל השליטה עניין אישי מהותי בה (כגון עסקת מכתשים אגן), אין ספק כי נדרש הליך מלא בוועדה.⁸⁸ אלו עסקאות גורליות, אשר הקשר בין המיעוט לבעל השליטה מגיע בהן אל סוף דרכו. במצבים אלה יש גם חשיבות מיוחדת לניהול משא ומתן דווקא משום שקשה למצוא חלופות לעסקה כאשר בעל השליטה מסרב להעמיד את מניותיו למכירה.

2. עסקאות חריגות אחרות: המבחן הכמותי

באשר לעסקאות חריגות אחרות, אנו מציעים לקבוע כלל אצבע כמותי פשוט. מתחת לרף שעליו אנו ממליצים תוכל החברה לעמוד בנטל הוכחת הוגנות העסקה גם אם קיימה הליך חלקי בלבד, במתכונת שנפרט בהמשך, ובלבד שהעסקה אושרה בידי בעלי מניות המיעוט על בסיס מידע מלא. יתרונותיו של הכלל המוצע נובעים מהיותו שקוף, אובייקטיבי וקל למדידה. אנו מעדיפים כלל שכזה משום שהוא אינו מאפשר פרשנות מגמתית מצד מוסדות החברה ומשום שעלויות הבירור האדמיניסטרטיביות שלו נמוכות. חסרונותיו של הכלל המוצע נובעים מכך שהכלל מתמקד רק בהיקפה היחסי של העסקה, וזהו רק פרמטר רלוונטי אחד לנחיצותה של ועדת המשא ומתן הבלתי תלויה. אחרי ככלות הכול, ועדת המשא ומתן נחוצה מן הבחינה המהותית לא רק כאשר מדובר בעסקה גדולה יותר אלא גם כאשר מדובר בעסקה מורכבת יותר, ייחודית יותר, ואשר תלויה יותר במידע המצוי בתוך החברה. ואולם כל אלו הם פרמטרים שקשה יותר למדוד אותם והם מעוררי מחלוקת. משום כך אנו מעדיפים כלל כמותי פשוט למדי אף שתוצאתו של כלל שכזה תהיה לעיתים הכללת יתר ולעיתים הכללת חסר בנוגע לרף האידיאלי אשר לפיו ראוי לקבוע את נחיצותו של הליך משא ומתן מלא באמצעות הוועדה הבלתי תלויה.

הכלל הכמותי. הכלל הכמותי המוצע על ידינו נשען על פרמטרים מוכרים ושישיים מתוך מאזן החברה. אנו מציעים לקיים הליך סדור ושלים תוך הסתמכות על ייעוץ חיצוני כאשר שווי העסקה העומדת על הפרק עולה על 25% מההון העצמי של החברה או על 10% משווי נכסיה, לפי הגבוה משניהם, על פי הדוח הכספי המבוקר האחרון של החברה. נזכיר שוב כי גם היעדר משא ומתן כלשהו על ידי ועדה בלתי תלויה אינו מהווה כשלעצמו סיבה

88 אחד מאיתנו ציין בעבר שניתן לקיים הליך דומה גם בנוגע לעסקאות מסוג הצעת רכש מלאה. ראו אסף חמדני והדס אהרוני-ברק "הצעת רכש מלאה: סעד ההערכה ויתרון המידע של בעל השליטה" תאגידים ו 56, 58 (2009); הדס אהרוני-ברק ואסף חמדני "בעקבות פסק דין קיטאל: נטל ההוכחה בהצעת רכש מלאה" תאגידים ט 17 (2012).

לקביעה כי העסקה לא אושרה כדין, ואולם הקמת הוועדה בצירוף עמידה בדרישות הנוגעות להקמתה ולתפקודה התקין, יכולים להעניק לעסקה חזקת תקינות איתנה.

מבחן ההון העצמי משקף את היקפה היחסי של העסקה ביחס לשווי החברה (בספרים) לבעלי המניות. מבחן זה עדיף על פני מבחן המתבסס על שווי החברה בבורסה, שהוא מדד תנודתי הרבה יותר. השיעור של 25% מן ההון העצמי מעיד על שיעור ניכר מן ההון כדי לוודא שמדובר בעסקה רבת משמעות לבעלי המניות. בדרך ההיקש ניתן ללמוד על משמעותו של השיעור שבחרנו מתוך נוהג שנקבע על ידי השוק עצמו בעניין אחר. כאשר חברה מתחייבת לתת שיפוי לנושאי המשרה שלה, לרבות הדירקטורים, חוק החברות דורש ממנה לקבוע רף עליון לשיפוי.⁸⁹ השיעור של 25% מההון העצמי הוא השיעור שחברות רבות מאוד נוהגות לקבוע אותו כאותו רף עליון, וגם כאן הוא נועד לשקף גבול אשר מעליו מדובר בשיעור הון רב משמעות לבעלי המניות. ניתן לומר שמדובר בנוהג של ממש שנקבע בשוק לעניין זה והוא רלוונטי לדעתנו גם להקשר שלנו.⁹⁰ השיעור של 25% מוכר כמובן גם מחוק החברות בהקשרים רבים שאינם קשורים דווקא להון החברה, ובכולם הוא נקבע כדי להצביע על שיעור רב משמעות.⁹¹

מבחן המשנה השני של הכלל הכמותי הוא המבחן הנכסי. מאחר שלעיתים ההון העצמי עשוי להיות מצומק מאוד, יש להבטיח כי מדובר בעסקה אשר השווי שלה הוא ניכר גם ביחס לנכסי החברה. גם כאן מדובר בשיקול הנובע מהעלויות ומההכבדה שבעבודת הוועדה המיוחדת. השיעור של 10% משווי הנכסים נקבע ככפל השיעור הנחשב בחשבונאות במקרה הרגיל כשיעור מהותי (5%).⁹² כזכור, עסקאות שאינן חריגות (להוציא שכרו של בעל השליטה) אינן נדרשות כלל לאישור המכביד לפי סעיף 275 לחוק החברות. עסקה חריגה כוללת, בין השאר, כל עסקה "העשויה להשפיע באופן מהותי על רווחיות החברה, רכושה או התחייבויותיה". בית המשפט שדן בפרשנות הגדרה זאת, אימץ לצורך העניין את כלל האצבע החשבונאי לעניין מהותיות, וקבע כי 5% הוא רף המהותיות לעניין ההגדרה של עסקה כעסקה חריגה.⁹³ מעל רף זה נדרש אפוא אישור במסלול מיוחד לעסקה, אך לשיטתנו

89 ס' 260(ב)(1)(א) לחוק החברות.

90 למעשה קשה למצוא כיום חברות חחורגות מן הנוהג הנזכר בטקסט. ראו למשל אורמת, הבינלאומי, גולף, קבוצת דלק, הכשרת הישוב, וילי פוד, זנלכל וחילן. חריג בולט אחד הוא החברה לישראל (16%). ראו גם מסמך מטעם אנטרופי שירותי מחקר כלכלי: "מדיניות הצבעה בעת הפעלת proxy אסיפות הכלליות לשנים 2017–2018" (2017): "פרקטיקה נהוגה הינה הגבלת סכום השיפוי המקסימאלי עבור כל נושאי המשרה, במצטבר, לכ-25% מהונה העצמי של החברה בנטרול זכויות המיעוט, במועד תשלום השיפוי בפועל" (שם, בעמ' 29).

91 ראו למשל ס' 328 לחוק החברות. בסעיף זה שיעור של 25% מופיע כשיעור שבו מתגבשים שליטה או מאפיינים של שליטה. דוגמה בולטת נוספת מצויה בהסדר החקיקתי של אישור עסקאות בניגוד עניינים, כאשר מי שמחזיק ב-25% ממניות החברה נחשב לבעל שליטה לצורך העניין (אם אין אחר האוחז ברוב מניות החברה). ראו ס' 368 לחוק החברות.

92 השיעור של 10% מוכר גם בתקינה בחשבונאות הבינלאומית (תקן IFRS 8) כסף של מהותיות מוגברת. כך למשל, בדיווח על מגזרי פעילות או מגזרים גיאוגרפיים נדרש דרווח על פעילות במדינה זרה או במגזר פעילות מסוים כאשר המכירות באותו מגזר או באותה מדינה עולות על 10% מהמחזור.

93 ת"פ (מחוז ת"א) 40162/05 מדינת ישראל (פרקליטות מיסוי וכלכלה) נ' אלגור, פס' 151 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 6.1.2009): "על מנת שעסקה תיחשב חריגה [...] לגבי מידת השפעה זו נדרש

הרף המצדיק את הקמת הוועדה המיוחדת תוך קיום הליך מלא של משא ומתן על בסיס ייעוץ חיצוני, צריך להיות גבוה מרף זה במידה ניכרת, ומכאן הצעתנו לקביעת השיעור הכפול של 10% מנכסי החברה.

הצעתנו היא אפוא להחיל את המתכונת המלאה של הליך הוועדה המיוחדת רק על עסקאות רבות משמעות אשר שוויין עולה על 25% מההון העצמי של החברה, או על 10% משווי נכסיה של החברה, הגבוה משניהם, והכול לפי הדוח הכספי המבוקר האחרון של החברה. כאשר מדובר בעסקה מורכבת וייחודית לחברה, יש היגיון לנקוט הליך מושלם בוועדה גם במקרים שאינם נופלים לגדר מבחן זה, ואולם יש להיזהר מהפרזה בדרישות כדי שעלות פעולת הוועדה לא תעלה על התועלת הנובעת ממנה.⁹⁴ לעומת זאת, דומה שיש לקבוע חריג לכלל הכמותי היחסי לעיל במקרה של עסקאות ששוויין האבסולוטי רב מאוד, גם אם מדובר בחברת ענק שבה העסקה אינה גורלית לחברה (ובלבד שמדובר בעסקה חריגה שחל עליה סעיף 275 לחוק החברות). על כן כאשר מדובר בעסקה ששוויה מאות מיליוני ש"ח, נראה כי מוצדק לנהל הליך מלא בוועדה מיוחדת אף כאשר מדובר בחברה ששווי נכסיה הוא מיליארדי ש"ח.

3. המתכונת המרוכבת

גם במקרים שבהם אין להחיל את מבחן ההגינות המלאה במתכונתו המלאה, יש חשש לפגיעה בעלי מניות המיעוט ונחוץ הליך נאות כדי למנוע העדפה של בעלי השליטה. גם במקרים אלה עומדת בעינה חובתם של מוסדות התאגיד לפעול באופן סביר כדי להשיג את העסקה הטובה ביותר בנסיבות העניין. עם זאת, כל עוד העסקה מאושרת בכל מקרה בידי בעלי מניות המיעוט לפי סעיף 275, ספק אם יש הצדקה להחלת הליך הוועדה המיוחדת במתכונת המלאה.

בתמצית, אנו סבורים כי גם במקרים אלה ראוי כי ועדת הביקורת לא תסתפק רק בבחינת תנאיה של העסקה לאחר שהושלמה, אלא תמלא תפקיד אקטיבי עוד בשלבים לגיבושה של העסקה. עם זאת, ההקלות בתהליך יבואו לידי ביטוי בשלושה מישורים.

התאמת ועדת הביקורת. כפי שהסברנו קודם לכן, בעסקאות גורליות שבהן מחליטה החברה למנות את ועדת הביקורת כוועדה המיוחדת, מן הראוי לבחון אם לחברי הוועדה שאינם דירקטורים חיצוניים או בלתי תלויים (ככל שיש כאלה) יש יחסים עם בעל השליטה או החברה, אשר פוסלים אותם מלכהן בוועדה המיוחדת. אולם בעסקאות שאינן עוברות את

שתהא ניכרת ומהותית'. לשם בחינת חלופה זו [עסקה העשויה להשפיע באופן מהותי על רווחיות החברה, רכושה או התחייבויותיה – א"ח וש"ח] מקובל להשתמש ברף של 'חמישה אחוזים' להערכת ההשפעה המהותית על ההון העצמי של החברה, על הכנסותיה או על רווחיותה, לפי העניין". ראו גם מוטי ימין ואמיר וסרמן **תאגידים וניירות ערך** 651–658 (2006). אף שהחשבונאות בוחרת את הפרמטר הרלוונטי שממנו יש לגזור את רף המהותיות של חמשת האחוזים לפי טבעו של העניין הרלוונטי (לדוגמה ברכישת נכס – סך נכסי החברה, וביצירת התחייבות – סך התחייבויות החברה), אנו מעדיפים מבחן פשוט יותר המתבסס על הפרמטר הנכסי בכל סוגי העסקאות.

94 מפאת מגבלות המקום, לא נדון בשלב זה ביישום המבחן הכמותי המוצע בנוגע לעסקאות מתמשכות, כגון עסקאות מסגרת או סדרה של עסקאות קשורות.

הרף הכמותי שאותו אנו מציעים, נראה שניתן להסתפק בדרישות שחוק החברות קובע בנוגע לחברים בוועדת הביקורת וליחסיהם עם בעל השליטה או החברה. **יועצים בלתי תלויים.** ככל שהליך המשא ומתן מאבד יותר מחשיבותו, כך פוחת והולך גם הצורך שהוועדה תסתמך על יועצים בלתי תלויים. דברים אלה יפים בנוגע לייעוץ משפטי בידי גורם בלתי תלוי. ההיזקקות למעריכי שווי או למומחים כלכליים אחרים שהם בלתי תלויים אינו אמור להכביד במיוחד על התהליך לאישור העסקה. אולם במקרים רבים דווקא ההסתמכות על ייעוץ משפטי בלתי תלוי מביאה להכבדה, שכן היועץ המשפטי החיצוני – אשר אינו נוהג לעבוד עם החברה – אינו בקיא בהיבטים המשפטיים השוטפים הנוגעים להתנהלות החברה.

מעורבות גורמי הנהלה במשא ומתן. כפי שהוסבר לעיל, בעסקאות גורליות, הליך מדמה שוק מחייב מעורבות מלאה של הוועדה המיוחדת בניהול המשא ומתן עם בעל השליטה, לרבות אי-העברת מידע לגורמי הנהלה וניהול המשא ומתן במישרין בידי הוועדה או בידי יועציה. במתכונת המרוככת, לעומת זאת, ההליך יכול להיות אחר. מחד גיסא, ככל שהעסקה היא בהיקף קטן יותר, סביר להניח כי דווקא לגורמי הנהלה יהיו ההיכרות והמומחיות הנדרשות כדי לנהל משא ומתן על תנאיה. מאידך גיסא, כאמור לעיל, סביר להניח שהאסיפה הכללית תוכל לדחות עסקה שאינה לטובת החברה, בקלות רבה יותר. לפיכך מן הראוי שוועדת הביקורת תמלא תפקיד פעיל במשא ומתן, אך היא יכולה להסתמך במידה רבה יותר על מוסדות החברה.

האמור לעיל מגביר כמובן את חשיבות הליך האישור הסופי בידי ועדת הביקורת. על ועדת הביקורת – שאישורה לעסקה נדרש בכל מקרה לפי סעיף 275 לחוק החברות – לאשר את העסקה רק אם השתכנעה כי זו העסקה המיטבית לחברה בנסיבות העניין.

4. תגמול בעל שליטה או קרובו

שכרו של בעל השליטה (או קרובו) לא יחצה לעולם (כך יש לקוות) את הרף המצדיק הליך מלא בוועדה מיוחדת כאמור בהמלצתנו לעיל. אולם בחוק החברות יש התייחסות מיוחדת לשכרו של בעל השליטה. תגמול לבעל השליטה דורש אישור מיוחד בסעיף 275 לחוק החברות גם אם אין מדובר בעסקה חריגה. יתר על כן, החוק דורש את אישורה של ועדת התגמול (ולא ועדת הביקורת) ואי-אפשר לאשר שכר שכזה לתקופה העולה על שלוש שנים.⁹⁵ הוראות מיוחדות אלו משקפות את הרגישות הרבה ביחסו של המחוקק לסוגיה זו, אשר נחשבת בעיני רבים לאחד השיאים בניגוד העניינים בין בעל השליטה למיעוט. לפיכך מן הראוי לשיטתנו לקיים הליך משא ומתן לקביעת שכרו של בעל השליטה באמצעות ועדה בלתי תלויה, ואין ספק שוועדת התגמול מתאימה למטרה זאת.

מטרתה של הוועדה בהקשר זה הוא לעצב את התגמול של בעל השליטה ממש כפי שמוסדות החברה הרגילים מעצבים את התגמול של נושא משרה שאיננו בעל השליטה.⁹⁶

95 ראו ס' 275(1א) לחוק החברות.

96 כמובן, איננו טוענים כי שכרו של בעל השליטה צריך להיקבע על פי אותם פרמטרים של השכר המוענק למנהלים מקצועיים.

ככל שהוועדה זקוקה ליועצים, יש לצפות שהיא תמנה לעצמה יועצים בלתי תלויים. עם זאת, להבדיל ממקרה של עסקה רבת משמעות אחרת, איננו סבורים שיש להפעיל ביקורת שיפוטית מחמירה כלפי עסקת תגמול עם בעל שליטה אשר אושרה כנדרש בסעיף 275 לחוק החברות.⁹⁷ הסיבה לעמדתנו זו היא שהחובה לקבל את אישור בעלי מניות המיעוט מהווה מנגנון אפקטיבי יחסית להבטחה שהתגמול המשולם לבעל השליטה הוא סביר. ראשית, מנקודת המבט של בעלי המניות מהציבור, ניתוח עסקת שכר הוא ניתוח מורכב פחות מניתוח עסקה ייחודית בין החברה לבעל השליטה שלה. עסקאות אחרות הן לרוב ייחודיות לחברה (firm specific) ומחייבות לימוד מעמיק של התרומה הצפויה מן העסקה לשורת הרווח של החברה. אולם משקיעי המיעוט, לרבות הגופים המוסדיים, יכולים בקלות יחסית לשקול את סוגיית שכרו הראוי של בעל השליטה על סמך נתונים השוואתיים רלוונטיים ונגישים באופן יחסי. שנית, קשה להצביע על יתרון מידע שיש לבעל השליטה על פני המשקיעים מהציבור בכל הנוגע לאישור שכרו שלו. שלישי, בהקשר זה אין חשש ממשי כי משקיעים יצביעו בעד עסקה מחשש לאבד אותה אף שהיה ניתן לגבש עסקה טובה יותר.⁹⁸ לפיכך קשה להצביע על תועלת של ממש שתצמח מהפעלת בקרה מהותית נוספת בידי בית המשפט.

5. עסקה מול בעל השליטה לעומת עסקה מול צד שלישי שיש בה עניין אישי

בעסקה של החברה עם בעל השליטה, ועדת המשא ומתן המיוחדת היא זרועה הארוכה של החברה לצורך המשא ומתן על תנאי העסקה המתגבשת. במגעים ישירים בין הוועדה ונציגיה מצד אחד, ובין בעל השליטה ונציגיו מצד שני, מתגבש מתווה העסקה והוא מובא לאישור ועדת הביקורת, ולאחריה לאישור הדירקטוריון והאסיפה הכללית. כך ראוי שהוועדה תתפקד גם בעסקה עם קרובו של בעל השליטה או עם חברה בשליטת בעל השליטה.

אולם לעיתים עניינו האישי של בעל השליטה אינו נובע מיחסי הקרבה שלו לצד השלישי שמתקשר עם החברה, אלא מזיקת הנאה עודפת הנוצרת לבעל השליטה מהעסקה העומדת על הפרק. כך למשל, בעניין מכתשים-אגן נבע העניין האישי מכך שלבעל השליטה היה הסדר מיוחד ונבדל עם הצד השלישי בקשר לעסקת המיזוג. במקרים כאלה, תפקידה של ועדת הדירקטוריון המיוחדת צריך להיות שונה מזה הנוגע לעסקאות עם בעל השליטה. הוועדה אינה צריכה בהכרח לנהל משא ומתן עם הצד השלישי על מכלול תנאי העסקה,

97 במקרים רבים במשק הישראלי מדובר בקבוצות של חברות ויש לחלק את נטל שכרו של בעל השליטה בין חברי הקבוצה. מצב זה מביא לידי מורכבות נוספת. במקרה הרגיל של עסקה בין כמה חברות בקבוצה, אנו ממליצים, כפי שעוד נפרט, שכל ועדת משא ומתן תקבל ייעוץ נפרד ובלתי תלוי משלה. לעומת זאת, בהקשר של קביעת שכר, נראה שאפשר להסתפק לעניין זה בייעוץ בלתי תלוי משותף אשר יחסוך עלויות לכל חברות הקבוצה.

98 קשה לחשוב על סיטואציה שבה בעל השליטה או קרובו יחליטו שלא לעסוק בניהול החברה רק כיוון שהשכר שהם מעוניינים בו לא אושר בידי בעלי המניות מהציבור.

אלא להתמקד בניהול משא ומתן עם בעל השליטה על הנתח שתקבל החברה (או בעלי מניות המיעוט) מהנאתו העודפת של בעל השליטה מהעסקה.⁹⁹

הטעם לעמדה זו נעוץ במגבלות האינהרנטיות של יכולת ועדת דירקטוריון לנהל משא ומתן על תנאיה של עסקה, כמו גם באינטרס של בעל השליטה בעסקאות שיש לו עניין אישי בהן. בעסקאות מהותיות עם בעל השליטה, הוועדה מופקדת על ניהול המשא ומתן לא בגלל שיש לה יתרון יחסי בניהול משא ומתן עסקי, אלא בגלל שנחוצו קיום משא ומתן בידי גורם בלתי תלוי. יתר על כן, כאשר ישנו ניגוד מובהק בין האינטרסים של בעל השליטה לאלה של החברה, קיים חשש שהסתמכות על גורמי הפנים של החברה (שהם לרוב הגורמים המקצועיים ביותר) תפגע באפקטיביות של הליך המשא ומתן.

אולם היתרון הגלום בוועדה המיוחדת עלול דווקא לעמוד לחברה לרועץ בכואה לנהל משא ומתן עם צד השלישי. בשונה מעובדיה הבכירים של החברה, דירקטורים בלתי תלויים, ככלל, אינם בקיאים בצרכיה ובנתוניה של החברה ואינם זמינים לניהול משא ומתן עסקי רצוף ומתמשך. לכן הם אינם הזרוע המיטבית לניהול משא ומתן עם צדדים זרים. אם תשלח אותם החברה לנהל משא ומתן במקום נושאי המשרה הפנימיים שלה, כגון המנכ"ל או הסמנכ"לים הבכירים, העסקה עלולה להיכשל או שעיצובה לא יהיה מיטבי לחברה. אין גם לצפות מן הצד הזר לאותה רמת סובלנות שיש לצפות לה מבעל השליטה כאשר הוא מנהל משא ומתן עם הוועדה הבלתי תלויה. לבסוף, לעיתים יש חפיפה רבה בין האינטרס של בעל השליטה בעסקה לזה של החברה. לפיכך נטרול מלא של בעל השליטה ממעורבות בעסקה עם הצד השלישי עלול דווקא לפגוע בחברה ובבעלי מניות המיעוט.

לכן יש להתיר לגורמים הטבעיים של החברה לנהל את המשא ומתן עם הצד השלישי. לוועדה הבלתי תלויה יש שני תפקידים בהקשר זה: האחד, בקרה על התהליך כדי לוודא שבעל השליטה אינו מקבל מהצד השלישי טובות הנאה סמויות מהעין על חשבון החברה או על חשבון בעלי מניות המיעוט; השני, ניהול המשא ומתן עם בעל השליטה על חלוקת התמורות בעסקה. מכל מקום, מצב דברים זה אינו אמור לשמש תירוץ להשאת הוועדה

99 בדלוור, עסקה מעין זו עם צד שלישי שיש לבעל השליטה עניין אישי בה, נחשבה למצריכה ביקורת שיפוטית במדרג נמוך יותר מזו הנדרשת בעסקה ישירה עם בעל השליטה, אף שגם עסקה כזאת דורשת בקרה שיפוטית מוגברת. ראו *In re John Q. Hammons Hotels Inc. S'holder Litig.*, 2009 WL 3165613, 12 (Del. Ch. Oct. 2, 2009): "Although I have determined that Hammons did not stand 'on both sides' of this transaction, it is nonetheless true that Hammons and the minority stockholders were in a sense 'competing' for portions of the consideration Eilian was willing to pay to acquire JQH and that Hammons, as a result of his controlling position, could effectively veto any transaction. In such a case it is paramount – indeed, necessary in order to invoke business judgment review – that there be robust procedural protections in place to ensure that the minority stockholders have sufficient bargaining power and the ability to make an informed choice of whether to accept the third-party's offer for their shares".

ייתכן שלאחר פסק הדין בעניין *MFW*, להלן ה"ש 109, תפתח גישה שווה לשני המקרים. מכל מקום, יש להבחין לעניין זה בין סטנדרט הבקרה השיפוטית ובין תפקיד הוועדה הבלתי תלויה. כאמור, אנו סבורים כי במקרה מעין זה הוועדה הבלתי תלויה אינה אמורה בהכרח לעמוד בחזית המשא ומתן עם הצד השלישי.

הבלתי תלויה בעלטה עד גיבוש סופי של העסקה, ומן הראוי לשתף אותה ולהתחשב בעמדותיה לאורך כל שלבי המשא ומתן.

לבסוף, וכפי שעוד נרחיב בהמשך, ישנם מצבים שבהם זיקות עקיפות בין בעל השליטה לצד השלישי המתקשר עם החברה מעוררות חשש לעניין אישי אצל בעל השליטה. לשיטתנו, גם במצבים אלו אין הצדקה שוועדת משא ומתן מיוחדת תנהל משא ומתן עם הצד השלישי. כפי שהסברנו באשר לכל משא ומתן עם צד שלישי זה, גם כאן טובת החברה מחייבת במקרה הרגיל שעובדי החברה הבכירים ינהלו את המשא ומתן. לעומת זאת, במקרים שכאלה גם לא נצבר אצל בעל השליטה רווח עודף ברור מהעסקה, שניתן לנהל בענייניו משא ומתן בין בעל השליטה לוועדה המיוחדת. התפקיד המרכזי שנתר לוועדה במקרה שכזה הוא לוודא כי העסקה המתגבשת עומדת בתנאי השוק לעסקאות שכאלה על אף פוטנציאל ניגוד העניינים, ואולם תפקיד זה יכולה גם ועדת הביקורת למלא בשלב אישור העסקה. אם כן, הנחיצות של ועדת המשא ומתן הבלתי תלויה במקרים שכאלה מוטלת בספק, ואם בכל זאת בוחרת החברה להקים אותה, הרי יש לשתף אותה במשימות מוגבלות. כך, למשל, יוכלו נושאי המשרה המנהלים את המשא ומתן עם הצד השלישי להציג לוועדה את העקרונות לניהולו מטעם החברה, ולקבל את ברכתה ועצתה בנוגע לשלבים השונים בו. מכל מקום, איננו ממליצים באופן חד-משמעי על הקמתה של ועדה בלתי תלויה בעסקאות שכאלה.

6. עניינים נוספים

הניתוח במאמר עסק עד כה בעסקאות הטעונות אישור לפי סעיף 275 לחוק החברות, אולם להליך המשא ומתן באמצעות ועדה מיוחדת עשויה להיות חשיבות גם בהקשרים אחרים. ראשית, עסקאות going private ועסקאות מהותיות אחרות מובאות לעיתים לאישור בהליך של פשרה או הסדר לפי סעיף 350 לחוק החברות. במקרים אלה, לבית המשפט יש שיקול דעת בנוגע לסיווג האסיפות שבהן תתקיים הצבעה, דרישות הרוב לאישור העסקה שונות מאלה הקבועות בסעיף 275, והעסקה טעונה גם אישור של בית המשפט. הפסיקה בישראל טרם נדרשה להיקף הביקורת השיפוטית (במסגרת האישור לפי סעיף 350 או בתקיפה בדיעבד) בנוגע לעסקאות עם בעלי שליטה המובאות לאישור במסגרת פשרה או הסדר לפי סעיף 350. מכל מקום, הצורך לקיים הליך משא ומתן בהובלת ועדה מיוחדת מתעורר גם כאשר מתכנני העסקה בוחרים לאשר אותה לפי סעיף 350 לחוק החברות. לפיכך אנו סבורים שעל בית משפט המאשר עסקה לפי סעיף 350, לבחון גם את התהליך שבו אושרה העסקה ונוהל משא ומתן על תנאיה, לרבות השימוש בוועדה מיוחדת. שנית, לוועדה מיוחדת יכולה להיות חשיבות גם בחברות ללא בעלי שליטה, וזאת במצבים שבהם יש ניגוד עניינים של ההנהלה. הדוגמה הבולטת ביותר היא עסקת management buyout, שבה ההנהלה רוכשת את החברה (בדרך כלל באמצעות שיתוף פעולה עם קרן השקעות או גורם מממן אחר). גם במצבים אלה יש חשש שההנהלה מנצלת את יתרון המידע שלה כדי להבטיח לעצמה עסקה בתנאים המקפחים את בעלי המניות מהציבור, וגם בעסקה זו יש חשיבות לקיומו של גורם שינהל משא ומתן על תנאי העסקה בשם בעלי המניות. אולם שלא כמו בעסקת going private עם בעל שליטה, בעסקה זו יש

לוועדה המיוחדת תפקיד מכריע גם בבחינת חלופות לעסקה, לרבות האפשרות למכור את החברה לרוכש שאינו פועל בשיתוף פעולה עם ההנהלה. לבסוף, חשוב להעיר כי בתי המשפט צריכים להקפיד על גמישות בהתייחסותם לשימוש בוועדות מיוחדות. מטבע הדברים אי-אפשר לצפות מראש את מכלול המקרים שבהם יכולים להתעורר ניגודי עניינים, או חשש לניגודי עניינים, בין חברות ובין בעלי שליטה או נושאי משרה. לעיתים הדרך המיטבית להתמודדות עם מצבים אלה היא הקמת ועדה מיוחדת (לרבות שימוש בוועדת הביקורת) שתבחן את העסקה או תפקח על היבטים שונים הקשורים אליה. למיטב ידיעתנו, כיום יש חשש שחברה שתבחר במתכונת זו תרע את מצבה, שכן המהלך שנקטה ייחשב להודאה מצידה בצורך להחיל את מבחן ההגינות המלאה מחד גיסא, מבלי שהחברה עצמה נקטה הליך המלא המתחייב בנסיבות אלה מאידך גיסא. לפיכך על בתי המשפט להימנע מהחלה אוטומטית של מכלול המרכיבים של מבחן ההגינות המלאה כל אימת שחברה מחליטה להקים ועדה מיוחדת.¹⁰⁰

ד. ההשלכות הדיוניות של יישום הליך מדמה שוק

בהנחה שחברה מילאה את כל הדרישות התהליכיות המופיעות במאמר זה, מה צריכה להיות ההשלכה הדיונית במקרה שבו תוגש תביעה לבית המשפט נגד העסקה? שאלה זו נוגעת בסוגיה עקרונית שעניינה תפקידם הראוי של בתי המשפט בתחום דיני התאגידים, והיחס בינם ובין מנגנוני השוק – ובמקרה שלנו: אישור העסקה בידי בעלי המניות מהציבור. שנים רבות התקיים ויכוח ער במדינת דלוור בשאלה זו, אשר התמקד בשאלה אם על בית המשפט להימנע בנסיבות אלה מביקורת שיפוטית נוקבת, תוך בחינה מוגבלת של העסקה באמצעות כלל שיקול הדעת העסקי, או שמא עליו להעניק לחברה ולבעל השליטה יתרון דיוני מוגבל בלבד יתרון זה בא לידי ביטוי באמצעות השארת סטנדרט ההגינות המלאה על כנו, תוך העברת הנטל להוכחת אי-הגינות העסקה אל שכם התובע. תחילה נציג את השיקולים המנחים לעניין קביעת היקף הביקורת השיפוטית. לאחר מכן נדון בהתפתחויות במדינת דלוור. לבסוף נציג את עמדתנו באשר למצב הראוי בישראל.

1. שיקולי מדיניות בקביעת היקף הביקורת השיפוטית

הביקורת השיפוטית חיונית להגנת המיעוט. כפי שהסברנו במאמר הקודם,¹⁰¹ בחברה עם בעל שליטה יש תמריץ שוק מובנה לדירקטורים לפעול באופן שעולה בקנה אחד עם

¹⁰⁰ כמו כן אין מקום להחלת התהליך המלא על עסקאות של חברת איגרות חוב, כהגדרתה בחוק החברות, עם בעל השליטה. אמנם חוק החברות מחייב אישורה של ועדת הביקורת לעסקאות אלה (ראו ס' 270(א4) לחוק החברות), אולם דרישה זו נועדה להגן על הנושים של החברה, שיש להם זכות תביעה קבועה, ולא על בעלי מניות המיעוט, הזכאים לכאורה לתמורה המרבית שהיה ניתן להשיג במשא ומתן בין צדדים בלתי קשורים. במילים אחרות, תפקידה של ועדת הביקורת בעסקאות לפי ס' 270(א4) הוא בעיקר להבטיח כי העסקה אינה עולה כדי חלוקה ואינה פוגעת באופן אחר באינטרסים של הנושים.

¹⁰¹ חמדני וחנס, לעיל ה"ש 8, בעמ' 83–84. ראו גם Lucian Bebchuk & Assaf Hamdani, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, 165 U. PA. L. REV. 1271 (2017).

האינטרסים של בעל השליטה. אף שלבעלי המניות מהציבור יש השפעה מסוימת על מינוי הדירקטורים החיצוניים, תמיכת בעל השליטה הכרחית למינוי כל הדירקטורים, לרבות הדירקטורים החיצוניים.¹⁰² לפיכך ידיעת הדירקטורים כי פעולותיהם והחלטותיהם צפויות להיבחן על ידי בית המשפט חיונית כדי להניע אותם לפעול להגנת האינטרסים של החברה ושל בעלי מניות המיעוט גם אל מול בעל השליטה.

לבית המשפט אין יתרון יחסי על פני השוק בכל הנוגע לסוגיות כלכליות במהותן. לפי חוק החברות, העסקאות שבהן עוסקת רשימה זו טעונות אישור בידי בעלי מניות שאין להם עניין אישי בעסקה. כפי שהסברנו בעבר,¹⁰³ דרישת אישור בעלי המניות אינה מספקת כשלעצמה, ועל הדירקטוריון לפעול כדי להביא לבעלי המניות את ההצעה הטובה ביותר האפשרית בנסיבות העניין. אולם בעוד לביקורת השיפוטית תפקיד חיוני בהנעת הדירקטורים לפעול למימוש חובתם זו, לבית המשפט אין יתרון על פני מנגנון השוק – כלומר עמדת רוב בעלי המניות הלא נגועים המשתתפים בהצבעה – בקביעת שווי של מניות (או שווי כל נכס אחר).

המחלוקת במקרים שבהם בעל השליטה רוכש את מניותיהם של בעלי המניות מהציבור, נוגעת לשווי ההוגן של מניות החברה. קביעת שווי בהליך שיפוטי מחייבת את בית המשפט להכריע בין הערכות שווי הנקבעות בידי מומחים כלכליים. כידוע, הערכת שווי אינה מדע מדויק והיא מבוססת במקרים רבים על תחזיות לעתיד (תחזיות רווח בשיטת היוון תזרים המזומנים העתידי, למשל) ומרכיבים סובייקטיביים נוספים.¹⁰⁴ הממד הסובייקטיבי של הערכות שווי מוחרף בין כותלי בית המשפט, כאשר כל צד שוכר את שירותיו של מומחים מטעמו. כפי שסיכם את הדברים לאחרונה בית המשפט במדינת דלוור: "Much has been said on litigation-driven valuations, none of it favorable"¹⁰⁵.

אם התקיים הליך משא ומתן מדמה שוק לצורך הבאת הצעה מיטבית לאישור בעלי המניות, שבסופו אושרה העסקה על ידי בעלי המניות לאחר שהועמד לרשותם מלוא המידע הרלוונטי, אין לבית המשפט – בהליך המבוסס על הערכות שווי בלבד – כל יתרון יחסי על פני השוק בקביעת שווי הוגן.¹⁰⁶ בהינתן שיקולים אלו, מן הראוי להפעיל את הביקורת

102 להוציא חברות מקומה שלישית ומטה בפירמידה של חברות ציבוריות. ראו ס' 25(ד) לחוק הריכוזיות. 103 חמדני וחנס, לעיל ה"ש 8, בעמ' 87–89. ראו גם זוהר גושן "מי יעריך שווי הוגן של מניות – בית המשפט או שוק ההון" גלובס (20.9.2005) <https://goo.gl/rvobvH>.

104 ע"א 10406/06 עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ, פס' 77–57 לפסק דינו של השופט דניציגר (פורסם בנבו, 28.12.2009). ראו גם רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממז, פס' 74–60 לפסק דינו של השופט דניציגר (פורסם בנבו, 28.8.2012).

105 ראו LongPath Capital, LLC v. Ramtron Int'l Corp., C.A. No. 8094-VCP, 24 (Del. Ch., 2015) וראו גם Finkelstein v. Liberty Digital, Inc., 2005 WL 1074364, 13 (Del. Ch., 2005) ("Men and women who purport to be applying sound, academically-validated valuation techniques come to this court and, through the neutral application of their expertise to the facts, come to widely disparate results, even when applying the same methodology"). האמור לעיל מעיד על כך שאין מזור לבעיה גם במינוי מומחה מטעם בית המשפט.

106 גושן, לעיל ה"ש 103.

השיפוטית באופן שהיא תבטיח את פעולתו התקינה של מנגנון השוק, אך לא תבוא במקומו.¹⁰⁷

החשש מפני תביעות סרק. חוסר הוודאות הבלתי נמנע בתיקים שעניינם הערכות שווי גרידא, בצירוף השווי הכלכלי הניכר של תיקים אלה, יוצרים תמריץ לתובעים פוטנציאליים להגיש גם תביעות סרק. תכליתן הבלעדית של תביעות אלו היא לנצל לרעה את רצונם של החברה ובעלי השליטה בוודאות בנוגע לעסקה, וזאת כדי להניב פשרות שייטיבו עם התובעים, אך לא בהכרח עם בעלי המניות מהציבור.¹⁰⁸

שימוש ביתרון דיוני בדיעבד (ex post) כדי להעניק תמריץ לשיפור הוגנות התהליך מלכתחילה (ex ante). נקיטת הליך מדמה שוק חיונית לתפקוד התקין של מנגנון האישור המשולש בחוק החברות. יש בו כדי לשפר את ההגנה על בעלי מניות המיעוט, ולאפשר להם לקבל החלטה מושכלת אם לקבל את העסקה המוצעת.¹⁰⁹ החלטת חברות להחיל על עצמן מנגנון זה מסייעת גם בהגברת הוודאות ובצמצום גבולות הביקורת השיפוטית. כיוון שהליך זה אינו נדרש בחוק, הנטייה של בעלי שליטה וחברות ציבוריות לנקוט הליך זה תגבר אם הוא יקנה יתרון דיוני של ממש במקרה של תביעה עתידית. בהיעדר יתרון דיוני, אין תמריץ לבעלי שליטה לקבל עליהם מגבלות נוספו על אלה הקבועות בחוק.¹¹⁰ המטרה היא שעורכי דין המייעצים לבעל השליטה או לחברה, יוכלו לשכנע אותם לקבל עליהם מגבלות תובעניות יותר מאלה הקבועות בחוק בכל הנוגע לאישור העסקה.

107 במישור הדין הפוזיטיבי, הפנייה לבית המשפט במקרה שבו אנו עוסקים, מחייבת את התובע לבסס עילה משפטית אשר תצדיק את התערבות בית המשפט בתנאי העסקה. בכך שונה מקרה זה מתביעה לסעד הערכה, שבה נדרש בית המשפט לקבוע מה היה השווי ההוגן של המניות שנרכשו במסגרת העסקה. ראו 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ, פס' 44-54 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 9.6.2014). ראו אגמון-גונן, לעיל ה"ש 11, בעמ' 59-66.

108 כך לדוגמה, בשנת 2013, יותר מ-97% מעסקאות המיזוג למיניהן בארצות הברית בשווי העולה על 100 מיליון דולר הגיעו לידי הליכים משפטיים. Jill E. Fisch, Sean J. Griffith & Steven Davidoff, *Confronting the Peppercorn Settlement in Merger Litigation: An Empirical Analysis* 40% (2015) 93 TEX. L. REV. 557, 559-560. *and a Proposal for Reform*, יותר מ-40% באופן חריג, יותר מ-5% מהעסקאות שהסתיימו בפשרה כספית, היו עסקאות Going Private, וזאת אף שעסקאות אלו היו פחות מהעסקאות שנבדקו. שם, בעמ' 587. לאחרונה הגיב בית המשפט בדלוור על תופעה זו בהסתייגות רבתי מפשרות החשודות כבלתי ראיות, כגון אלו שהסעד המרכזי בהן הוא גילוי. ראו *In re Trulia, Inc. Stockholder Litig.*, 129 A.3d 884, 892 (Del. Ch. 2016).

109 ראו *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635, 643 (Del. 2014). (להלן: עניין MFW). ראו גם Matthew D. Cain & Steven M. Davidoff, *Form Over Substance? The Value of Corporate Process and Management Buy-Outs*, 36 DEL. J. CORP. L. 849, 890 (2011). הכותבים בחנו עסקאות של רכישה בידי ההנהלה ומראים במחקרם שמבחינה אמפירית, הליך שוק תחרותי הננקט על ידי ועדה מיוחדת, מאפשר לבעלי המניות לקבל הצעות גבוהות יותר בהליכי MBO. הכותבים ממליצים שאפקטיביות הוועדה בעסקאות מסוג זה תיבחן לאור גובה הפרמיה ומידת תחרותיות ההליך שניהלה הוועדה (שם, בעמ' 897-899).

110 ראו לדוגמה Suneela Jain, Ethan Klingsberg & Neil Whoriskey, *Examining Data Points in Minority Buy-Outs: A Practitioners' Report*, 36 DEL. J. CORP. L. 939 (2011).

בעיית הציות ה"קוסמטי". שיקול נוסף שיש להביא בחשבון הוא החשש מפני ציות "קוסמטי".¹¹¹ הענקת יתרון דיוני גדול מדי עשויה להביא למצב שבו יתקיים הליך למראית עין בלבד, אך מבלי שתסופק לבעלי מניות המיעוט הגנה של ממש. במקרה שכזה החברה תמנה ועדה מיוחדת עם כל הסמכויות הנדרשות. הוועדה תשכור יועצים בלתי תלויים, תקיים כמה ישיבות ותנהל הליך של משא ומתן, אולם ההליך כולו יתנהל אך ורק כדי לזכות ביתרון הדיוני המיוחל, ומבלי שיהיה בו ניסיון אמיתי לבחון את תנאי העסקה ולשפר את תנאיה.

שיקולים אלה מביאים אותנו לכלל המסקנה הבאה בנוגע לגישה העקרונית הראויה: ככלל, התפקיד המרכזי של הביקורת השיפוטית הוא לוודא כי מנגנון השוק עובד כראוי, דהיינו לוודא כי התקיים הליך מדמה שוק על ידי ועדה מיוחדת, הובא מלוא המידע הרלוונטי לפני האסיפה הכללית והושג אישור האסיפה הכללית ברוב של בעלי המניות שאין להם עניין אישי. כדי למנוע חשש של ניהול הליך למראית עין בלבד, על בית המשפט לוודא כי ההליך שניהלה הוועדה המיוחדת היה אפקטיבי, דהיינו נעשה ניסיון כן לפעול באופן דומה לזה שבין צדדים בלתי קשורים, וזאת כדי להביא לאישור בעלי המניות את ההצעה הטובה ביותר האפשרית. אולם בהנחה שהוועדה המיוחדת קיימה הליך אפקטיבי, והתקיימו שאר הדרישות המפורטות לעיל, על בית המשפט להימנע ככלל מניהול תיק העוסק אך ורק במחלוקת מומחים על הערכות שווי. בהמשך הדיון נבחן את התפתחות הפסיקה בדלור על רקע השיקולים שתוארו לעיל. לאחר מכן נדון בגישה המוצעת לבתי המשפט בישראל.

2. ההתפתחויות בדלור (הלכת MFV)

(א) המצב המשפטי עד הלכת MFV

זכור, חוק החברות של מדינת דלור אינו כולל דרישה לקבלת אישורים מיוחדים במקרה של עסקה עם בעל שליטה. על רקע זה, הפסיקה בדלור קבעה כי עסקה עם בעל שליטה תהיה כפופה לביקורת שיפוטית לפי סטנדרט ההגיונות המלאה. עד העת האחרונה, בעל שליטה אשר ביקש להקל את נטל הביקורת השיפוטית, היה יכול לבחור באחד משני מנגנונים: הכפפת העסקה מראש לאישור בידי בעלי מניות המיעוט או ניהול משא ומתן על ידי ועדה ייעודית של הדירקטוריון. אולם הכפפת העסקה לאחד משני מנגנונים אלה זיכתה את בעל השליטה ביתרון דיוני מוגבל ביותר: העסקה נותרה כפופה לסטנדרט הביקורת המחמיר של ההגיונות מלאה, אך הנטל הועבר לתובע להוכיח כי העסקה אינה הוגנת. במילים

111 בעיה זו רחבה מתחום העיסוק שלנו. ראו למשל Kimberly D. Krawiec, *Cosmetic Compliance and The Failure of Negotiated Governance*, 81 WASH. U. L. Q. 487, 488–495 (2003) (“[...] internal compliance structures as a liability determinant, raises potential dangers of underenforcement and social waste [...] The inherent danger posed by a legal system that is overly reliant on internal compliance structures as a liability determinant stems from the extraordinarily favorable legal treatment received by organizations that adopt such systems, and the correspondingly harsh legal treatment of organizations without them. This leads to two potential problems: (1) an under-deterrence of corporate misconduct and (2) a proliferation of [...] costly but arguably ineffective-internal compliance structures”).

אחרות, גם אם מנגנונים אלה תפקדו ללא דופי, העסקה לא הייתה ראויה להיבחן לפי הסטנדרט המקל של כלל שיקול הדעת העסקי.¹¹²

על עמדה זו של בתי המשפט בדלוור נמתחה ביקורת במישורים שונים. נטען כי היתרון הדיוני לא היה חזק דיו לתמרץ את בעלי השליטה לקבל עליהם דרישות המקשות את אישור העסקה יותר מן הקבוע בחוק. בייחוד, לעיתים קרובות, לא היה בהעברת הנטל להוכחת הגינות העסקה כדי להביא את בעלי שליטה לקבל עליהם את הדרישה המכבידה להתנות את העסקה בקבלת אישור רוב מקרב בעלי מניות המיעוט.

ראוי להתעכב על השלכות אופרטיביות אפשריות של הענקת יתרון דיוני מנקודת הראות של בעל שליטה המעוניין בביצוע עסקה, אשר בגינה הוא או גורמים אחרים בחברה עלולים להיתבע. ראשית, לנתבע יש עניין בהגברת הוודאות והסופיות בנוגע לעסקה, ובייחוד בנוגע למחיר. בעל שליטה הרוכש את מניות המיעוט, לדוגמה, חשוף לסיכון כי בית המשפט יקבע לאחר השלמת העסקה כי השווי ההוגן של המניות היה גבוה יותר מן המחיר שנקבע בעסקה. כאמור לעיל, ניהול תיק משפטי שעניינו הבלעדי הוא מחלוקת בנוגע לשווי ההוגן של מניות החברה (או השווי של כל נכס אחר) כרוך בחוסר ודאות אינהרנטי. גם בעל שליטה המאמין בתום לב כי המחיר שהוא מציע משקף את השווי ההוגן של הנכס, עשוי להיקלע למצב שבו בית המשפט יחליט, בדיעבד, כי הערכת השווי מטעם התובעים היא הנכונה. שנית, לנתבע יש עניין בחיסכון בעלויות כלכליות ואחרות הכרוכות בניהול משפט עד סופו, לרבות גילוי מסמכים, עדויות ושכר טרחת עורכי דין. בדין האמריקני, יש הליך ייחודי של depositions במסגרת השלב המקדמי של ההליך המשפטי, והוא מייקר מאוד את ניהול התיק. ככל שניהול המשפט יקר יותר, והתוצאה הסופית שלו ודאית פחות, כך גוברים התמריצים של חברות ובעלי שליטה להתפשר גם עם תובעים אשר התביעה שלהם אינה מוצדקת.

על רקע זה הביקורת בעניין היתרון הדיוני המוגבל בהעברת הנטל התמקדה בכך שהעברת הנטל באה לידי ביטוי אופרטיבי רק בסופו של ההליך המשפטי, לאחר שנשמעו במלואן טענות הצדדים. לפיכך העברת הנטל גרידא אינה מייטרת את ההליך המשפטי, אינה מפחיתה את התמריצים להגשת תביעות סרק, ולפיכך גם אינה מגבירה את הוודאות המוענקת למתכנני העסקה.

עוד נטען כי בתי המשפט לא יצרו כל תמריץ לבעלי השליטה להחיל על עצמם את שני התהליכים הרצויים (ועדה בלתי תלויה ורוב מקרב המיעוט) במצטבר. כאמור, בעל שליטה

112 בית המשפט בדלוור לא עסק במפורש בשאלה אם הפעלת שני המנגנונים גם יחד תקנה לעסקה הגנה גדולה יותר מפני ביקורת שיפוטית, אך הגישה הרווחת שללה אפשרות זאת. ראו – *Corporate Law – Mergers and Acquisitions – Delaware Supreme Court Endorses Business Judgment Review for Going-Private Mergers with Dual Procedural Protections*, 128 HARV. L. REV. 1818, 1818 (2015) (“In 1994, the Delaware Supreme Court held that defendants can shift the burden of persuasion under entire fairness review to plaintiffs if the defendants show that the transaction was either (i) negotiated by a well-functioning special committee of independent directors or (ii) conditioned on the approval of a majority of the minority shareholders. The applicable standard of review for transactions employing both procedural devices, however, remained an open and contested question”) (*Mergers and Acquisitions – Delaware Supreme Court*).

היה יכול להכפיף את עצמו לביקורת שיפוטית מקלה אם התנה את העסקה באישור בעלי מניות המיעוט או בהליך משא ומתן המנוהל בידי ועדה מיוחדת. אולם בעל שליטה שבחר להפעיל את שני המנגנונים במצטבר, לא קיבל כל הקלה נוספת כאשר הגיעה העסקה לבית המשפט.

על רקע ביקורת זו, התפתחה בשנים האחרונות גישה אחרת ומקלה יותר בפסיקה של דלוור העוסקת בעסקאות הדומות במהותן להצעת רכש מלאה בישראל – going private tender offers, ואשר לאחר מכן הורחבה והוחלה על עסקאות אחרות הנגועות בעניין אישי של בעל השליטה.¹¹³ אחד מן הקשיים שעיימם התמודדה הפסיקה בדלוור היה הפער שנוצר בין סטנדרט הביקורת השיפוטית המופעל בעסקאות going private במתווה של מיזוג ובין הסטנדרט המופעל בעסקאות כאלה במתווה של הצעת רכש. לכאורה, כיוון שמהותן הכלכלית של שתי העסקאות דומה, מתבקש להחיל עליהן סטנדרט זהה של ביקורת שיפוטית במנותק מן הטכניקה שנבחרה לביצוע העסקה. אולם הפסיקה בדלוור הביעה רתיעה מפורשת מאימוץ סטנדרט ביקורת שיפוטית זהה לזה המופעל בעסקאות מיזוג עם בעל השליטה (כלומר, הגינות מלאה) גם במסלול הצעת הרכש, וזאת בגלל הקשיים שתיארנו לעיל.¹¹⁴ לפיכך בעניין CNX, שבו נדון מסלול של הצעת הרכש, קבע בית המשפט כי במקרה שבו פעלה ועדה מיוחדת ונוסף על כך הכפיף בעל השליטה את העסקה באופן בלתי הדיר (non-waivable) לאישור רוב של בעלי מניות המיעוט, תזכה העסקה בהגנה של כלל שיקול הדעת העסקי.¹¹⁵ רקע זה הכשיר את הקרקע לשינוי הכיוון של בית המשפט בדלוור בהלכת MFW אשר עסקה במיזוג שמסגרתו בעל השליטה רוכש את חלקו של המיעוט.

(ב) הלכת MFW: סקירה ראשונית

בעניין MFW אישר בית המשפט העליון בדלוור שינוי דרמטי במצב המשפטי וקבע כי בתי המשפט יחילו את כלל שיקול הדעת העסקי גם על עסקת מיזוג עם בעל שליטה, אשר הותנתה מראש בשני התנאים במצטבר, דהיינו אישור העסקה על ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט וגם ניהול משא ומתן עם ועדה מיוחדת בעלת סמכויות נאותות. בפתח הדברים נציג את הנימוקים המרכזיים להלכה החדשה על רקע שיקולי המדיניות שעליהם עמדנו לעיל. לאחר מכן נעמוד על כמה שאלות פתוחות שנותרו גם לאחר הכרעת בית המשפט העליון של דלוור, ואשר עשויה להיות להן חשיבות לעניין הגישה הראויה בדין הישראלי.

113 הרחבה של הגישה המקלה של דלוור אל מעבר לעסקאות מיזוג הדומות להצעת רכש של בעל השליטה, ניתן למצוא בעניין Ezcorp, לעיל ה"ש 83 (עסקה של החברה עם בעל השליטה במהלך ניהול עסקי החברה – Going concern transaction); *In re Martha Stewart Living Omnimedia, Inc.*; Shareholders Lit., C.A. No. 11202-VCS, 2017 WL 3568089, 28 (Del. Ch. 2017) (עסקת מכר של החברה עם צד שלישי כאשר יש נגיעה אישית לבעלת השליטה במהלך).

114 ראו *In re Cox Commc'ns, Communs., Inc. S'holders Litig.*, 879 A.2d 604 (Del.Ch. 2005).

115 ראו עניין CNX, לעיל ה"ש 50.

ראשית, בית המשפט העליון של דלוור קבע כי השילוב של משא ומתן עם ועדה מיוחדת ואישור רוב מקרב בעלי מניות המיעוט מנטרל את כוחו העודף של בעל השליטה והופך את העסקה לדומה לזו הנקשרת עם צד שלישי לא קשור. בלשון בית המשפט:¹¹⁶

“where the controller irrevocably and publicly disables itself from using its control to dictate the outcome of the negotiations and the shareholder vote, the controlled merger then acquires the shareholder-protective characteristics of *third-party, arm’s-length mergers, which are reviewed under the business judgment standard*”.

שנית, בית המשפט הדגיש את הצורך להעניק תמריץ דיוני נאות לבעל השליטה לאמץ את ההליך, על שני מרכיביו, דהיינו גם מינוי ועדה מיוחדת עם סמכות לנהל משא ומתן ולהטיל וטו על העסקה וגם אישור העסקה על ידי בעלי מניות המיעוט. חשוב לציין כי בית המשפט שותף לעמדה שהצגנו לעיל, ואשר עולה בקנה אחד גם עם עמדת הספרות האקדמית בנושא.¹¹⁷ לפי עמדה זו זכור שילוב שתי הדרישות מספק לבעלי מניות המיעוט הגנה מרבית, וכי יש צורך ביתרון דיוני של ממש, שפירושו אימוץ כלל שיקול הדעת העסקי, כדי להניע את בעלי השליטה לאמץ מנגנון הגנה כפול זה.¹¹⁸

(ג) האם נדרשת בחינה של אפקטיביות עבודת הוועדה?

עיון מעמיק יותר בהחלטות בית המשפט העליון והערכאה הראשונה בעניין *MFW* מעלה חוסר בהירות מסוים בנוגע לתנאי חשוב להחלת ה-*BJR* (business judgement rule), דהיינו מידת הבחינה שיקיים בית המשפט בנוגע לתהליך בפועל שקיימה הוועדה. כאמור בפרק הקודם, מנגנון המבוסס על הענקת יתרון דיוני בשל הקמת ועדה מיוחדת מעלה חשש לציות

116 עניין *MFW*, לעיל ה"ש 109, בעמ' 644.

117 ראו למשל “A” (2005) 115 YALE L.J. 2, 61 Guhan Subraminian, *Fixing Freezeouts*, merger-freezeout process that looks like an arms-length process – meaningful bargaining by the SC followed by an informed vote of the minority shareholders – is not inherently suspect and, therefore should receive deference from the courts”.

118 בית המשפט הביא מדברי הערכאה הראשונה, אשר קבעה כדלקמן: “the adoption of this rule will be of benefit to minority stockholders because it will provide a strong incentive for controlling stockholders to accord minority investors the transactional structure that respected scholars believe will provide them the best protection, a structure where stockholders get the benefits of independent, empowered negotiating agents to bargain for the best price and say no if the agents believe the deal is not advisable for any proper reason, plus the critical ability to determine for themselves whether to accept any deal that their negotiating agents recommend to them. A transactional structure with both these protections is fundamentally different from one with only one protection” (עניין *MFW*, לעיל ה"ש 109, בעמ' 644). הלכה זו אומצה לאחרונה גם בבית המשפט העליון של מדינת ניו יורק שאישר דחיית תביעה בחברה שבה בעל השליטה הוביל עסקת *Going Private* תוך קיום הליך האישור הכפול של ועדה בלתי תלויה והצבעת המיעוט. בית המשפט העליון קבע שככלל, כאשר התקיים הליך ראוי והוועדה ביצעה את תפקידה נאמנה, סטנדרט הביקורת שיושם יהיה שיקול הדעת העסקי. ראו *In re Kenneth Cole Prods., Inc. S’holder Litig.*, No. 54 (N.Y. 2016).

"קוסמטי" בלבד. על רקע זה נשאלת השאלה מה צריך להיות תפקידו של בית המשפט בפיקוח על תהליך העבודה של הוועדה כתנאי להענקת יתרון דיוני, דהיינו אם על בית המשפט לבחון רק את המנדט של הוועדה, הרכבה וסמכויותיה, או שמא עליו לבחון גם את התהליך גופו כדי לוודא שאין מדובר במקסם שווא.

עד ההחלטה בעניין *MFW*, היה מקובל שבית המשפט בוחן לעומק את התהליך שניהלה הוועדה כדי לבדוק את מידת האפקטיביות של הוועדה בעמידה במשימותיה. בחינה זו בוצעה לצורך הקביעה אם יש להעביר את הנטל לתובע במסגרת מבחן ההגינות המלאה. דברים ברורים לעניין זה קבע בית המשפט בעניין *Southern Peru*, באמירה אשר כבר ציטטנו לעיל, ואשר בשל חשיבותה נדגיש אותה שוב:¹¹⁹

"The test, therefore, seems to contemplate a look back at the substance, and efficacy, of the special committee's negotiations, rather than just a look at the composition and mandate of the special committee".

וכן:

"[...] there is no way to decide whether the defendant is entitled to a burden shift without taking into consideration the substantive decisions of the special committee, a *fact-intensive exercise* that overlaps with the examination of fairness itself".¹²⁰

עם זאת, בעניין *MFW* קבעה הערכאה הראשונה שלשם החלת כלל שיקול הדעת העסקי, בית המשפט אינו נדרש לבחון את אפקטיביות עבודת הוועדה, אלא די בכך שהוועדה הייתה בלתי תלויה, שהיו לה סמכויות מתאימות, ושפעלה על פי הדרישות הנובעות מחובת הזהירות.¹²¹ לגישת בית המשפט, כלל זה מתחייב מן הטעמים התומכים בהחלת כלל שיקול הדעת העסקי, שכן כל קביעה אחרת לא תאפשר לבית המשפט למחוק את התביעה בשלב מקדמי, אלא תחייב אותו לנהל הליך שיפוטי, אשר ירוקן מתוכן מעשי את כלל שיקול הדעת העסקי ויביא להחלפת שיקול דעת של הדירקטורים בשיקול דעת בית המשפט.¹²² בית

119 עניין *Southern Peru*, לעיל ה"ש 48, בעמ' 789. גם לאחר הפסיקה בעניין *MFW*, נראה כי בתי המשפט ימשיכו לבחון את אפקטיביות עבודת הוועדה אם לא הותנתה העסקה גם באישור בעלי מניות המיעוט, ולכן ימשיך לחול מבחן ההגינות המלאה במתכונתו הישנה. ראו *Hamilton Partners, L.P., v. Highland Capital Management, L.P.*, 2014 WL 1813340, note 128 (Del. Ch. 2014).

120 עניין *Southern Peru*, שם, בעמ' 791.
121 *In re MFW Shareholders Litig.*, 67 A.3d 496, 510, 518 (Del. Ch. 2013) ("When a committee is structurally independent, has a sufficient mandate and cannot be bypassed, and fulfills its duty of care, it should be given standard-shifting effect") (להלן: עניין *MFW* בצ'אנסרי).

122 שם: "Any other approach as a matter of fact involves the application of a form of entire fairness review or at least the type of heightened reasonableness scrutiny required under the Unocal or Revlon standards, i.e., standards that intentionally involve judges in reviewing director behavior in a manner not permitted under the business judgment rule"

המשפט אף קבע שגם פסיקה מוקדמת ל-MFW, ושבה נקבע כי הוועדה לא פעלה כראוי, לא התבססה על פגמים שנפלו בשיקול הדעת של הדירקטורים.¹²³ על פני הדברים, אימץ בית המשפט העליון את גישתה של הערכאה הראשונה בעניין זה, שכן התנאים הפורמליים שהוא קבע לתחולת כלל שיקול הדעת העסקי זהים לאלה שקבעה הערכאה הראשונה.¹²⁴ אולם עיון מעמיק יותר בהחלטת בית המשפט העליון עשוי להצביע על גישה מסויגת יותר.

ראשית, בעוד הערכאה הראשונה הקדישה לסוגיה דיון נרחב ומנומק, בית המשפט העליון לא דן כלל לגופם של דברים בצורך לבחון את אפקטיביות הוועדה, ולמעשה התעלם מהחלק הזה בהחלטתה של הערכאה שלמטה. שנית, בית המשפט העליון קבע כי אם מתעוררים בהליך המקדמי ספקות בנוגע לאפקטיביות של עבודת הוועדה (או בנוגע לאפקטיביות של הצבעת הרוב מקרב המיעוט), התביעה לא תידחה בשלב מוקדם, ובית המשפט יקיים בירור של התובענה לפי כלל ההגינות המלאה.¹²⁵ יתר על כן, לעומת הערכאה הראשונה, בית המשפט העליון הפנה לפסיקה קודמת, שבה נקבע במפורש כי על הוועדה להראות שעבודתה הייתה אפקטיבית.¹²⁶ מעניין לציין כי בית המשפט ציין גם פסיקה שהתייחסה במפורש לחשש מפני הקמת ועדה למראית עין בלבד:¹²⁷

“[t]o obtain the benefit of burden shifting, the controlling stockholder *must do more than establish a perfunctory special committee of outside directors*”.

יתר על כן, במסגרת יישום הדרישות במקרה הספציפי, בית המשפט העליון התייחס גם לאפקטיביות של עבודת הוועדה, וקבע כי לרוב יהיה קשה לבסס אפקטיביות בשלב קודם למשפט גופו, להבדיל מהשלבים המוקדמים של בירור התובענה.¹²⁸ לדבריו,¹²⁹

123 לגישת בית המשפט, במקרים קודמים שבהם לא הוענק משקל לקיומה של ועדה מיוחדת, הדבר לא נבע מביקורת של בית המשפט על החלטות טקטיות שקיבלו חברי הוועדה במהלך המשא ומתן, אלא מכך שנפל פגם בהרכב הוועדה או בסמכויות שהוענקו לה. ראו שם: “In many of the cases where special committees were not given cleansing effect, the reason was not that the court second-guessed tactical decisions made by a concededly independent committee with a sufficient mandate to protect the minority investors. Rather, it was precisely because the special committee lacked one of these essential attributes that the committee was not given weight”

124 עניין MFW, לעיל ה"ש 109, בעמ' 638.

125 שם, בעמ' 645–646: “If, after discovery, triable issues of fact remain about whether either or both of the dual procedural protections were established, or if established *were effective*, the case will proceed to a trial in which the court will conduct an entire fairness review” קביעה זו מתייחסת למצב שבו התקיים הליך של discovery, דהיינו למצב שבו בית המשפט החליט שלא למחוק את התביעה על הסף. אולם כאמור להלן, באותו מקרה קבע גם בית המשפט העליון כי לא הייתה הצדקה למחיקת התביעה על הסף.

126 ראו לעיל ה"ש 16, המפנה לעמודים הרלוונטיים בהחלטת בית המשפט בעניין Southern Peru, אשר הובאו לעיל.

127 Kahn v. Tremont Corp., 694 A.2d 422, 429 (Del.1997).

128 בשונה מישראל, בארצות הברית קיים שלב דיוני נוסף הנקרא Summary Judgment ואשר המשפט יכול להיעצר בו בסוף שלב הגילוי (discovery). בשלב זה השופט יכול להכריע לטובת כל אחד מהצדדים, אם

“As we have previously noted, deciding whether an independent committee was effective in negotiating a price is a process so fact-intensive and inextricably intertwined with the merits of an entire fairness review (fair dealing and fair price) that a pretrial determination of burden shifting is often impossible”.

לבסוף, על גישתו השונה של בית המשפט העליון ניתן ללמוד מן הדרך שבה הוא יישם את ההלכה הכללית במקרה הספציפי שעמד לפניו. לעומת הרושם העולה מפסיקת הערכאה הנמוכה, בית המשפט העליון קבע שבנסיבות המקרה די היה בטיעוני התובעים – שהיו שגרתיים למדי בכל הנוגע לשווי התמורה ולתלות אפשרית של חברי הוועדה בבעל השליטה – למנוע אפשרות החלה של כלל ה-BJR בשלב מקדמי של סילוק על הסף.¹³⁰ לסיכום, בשלב זה נראה כי מוקדם מדי לבחון את ההשלכות האופרטיביות המלאות של השינוי בעמדת הפסיקה בדלוור. במישור הפורמלי, בית המשפט העליון קבע שניתן להחיל את ה-BJR עוד בשלב המקביל לשלב המחיקה על הסף (ה-motion to dismiss), ובטרם התקיים דיון נוקב בשאלת אפקטיביות עבודת הוועדה. גישה זו אומצה מאוחר יותר במדינת ניו יורק. שם נדחתה לראשונה בפועל תביעה דומה כבר בשלב הסילוק על הסף.¹³¹ בדלוור עצמה החילה ערכאת ה-chancery (הערכאה הראשונה) גישה זו, תוך הדגשה כי תכלית ההלכה החדשה היא לאפשר לבית המשפט להחיל את כלל ה-BJR עוד בשלב המקדמי של סילוק על הסף.¹³² לאחרונה אישר גם בית המשפט העליון של דלוור בפעם הראשונה סילוק

לכאורה אין שאלה עובדתית על הפרק אלא משפטית בלבד. בדרך כלל המשפט עוצר בשלב זה לטובת הנתבע, אם השופט סבור שאין הצדקה לקיים משפט ולבחון את הראיות בסוגיה זו (trial). הרעיון המקורי היה שאין להטריח את המושבעים כאשר מצב הדברים ברור, ולכן שלב בירור העובדות אינו נדרש, אולם שלב דיוני זה קיים גם בבית המשפט המיוחד לדיני חברות בדלוור שבו אין מושבעים. ראו Steven S. Gender, *FED. R. CIV. P. 56(a)*. להרחבה בעניין השימוש בדוקטרינה בארצות הברית ראו & Lee H. Rosenthal, *Managing Summary Judgment*, 43 LOY. U. CHI. L.J. 517 (2012).

129 עניין *MFW*, לעיל ה"ש 109, בעמ' 646.

130 שם, בה"ש 14 להחלטה. לניתוח ברוח דומה ראו *Mergers and Acquisitions – Delaware Supreme*, *Court*, לעיל ה"ש 113, בעמ' 1825–1824: “Footnote fourteen, which seems to increase the litigation risk, will likely dissuade transactional planners at the margin from employing the dual-protection structure. Controllers who wish to freeze out minority shareholders may simply forego the opportunity for business judgment review and price the cost of settling the inevitable litigation into their offers”.

131 *In re Kenneth Cole Prods., Inc. v. Blitzer*, N.Y. App. Div. LEXIS 8037 (N.Y. App. Div. 1st Dep't Nov. 20, 2014).

132 ראו *Swomley v. Schlecht*, C.A. No. 9355-VCL. (Del. Ch., 2014) (Transcript) (“[...] the MFW standard was born with the goal of establishing a technique, a practice, a structure, where, at the pleading stage, defendants could show that they were not subject to a breach of fiduciary duty challenge”) גם בעניין *Books-A-Million* קבע בית המשפט שיש למחוק את התביעה בשלב ה-motion to dismiss כיוון שהתובעים לא הצביעו על עובדות שיש בהן כדי לשלול את תחולת הלכת

על הסף בנסיבות האמורות.¹³³ מנגד, אך לאחרונה כחנה ערכאה זו את אפקטיביות הוועדה המיוחדת על פי המבחנים שנקבעו בבתי המשפט לפני הלכת *MFW*.¹³⁴ מכל מקום, כפי שציינו במאמר הקודם, לעמדת הפסיקה בדלוור יש חשיבות כמקור השראה לפסיקה בישראל, אולם הבדלים משפטיים בין ישראל לדלוור מחייבים התאמת הגישה לדין הישראלי. בכך נעסוק מיד.¹³⁵

3. המצב בישראל: דין ראוי

הגישה שאימצו בתי המשפט בדלוור עוצבה לפי הדין המהותי וסדרי הדין הנוהגים בשיטת משפט זו, ובייחוד הכללים בנוגע לסילוק תביעה בשלב דיוני מוקדם.¹³⁶ אולם בין המצב המשפטי בישראל למצב המשפטי בדלוור יש כמה הבדלים, ואת הגישה המיטבית לשיטת המשפט בישראל יש לקבוע בהתחשב בהבדלים אלה. ראשית, נציג את ההבדלים שיש להם חשיבות לענייננו ואת השלכותיהם הראשוניות. לאחר מכן נציג את הגישה הראויה לדעתנו לבחינת עסקאות מיזוג עם בעל שליטה או עסקאות גורליות אחרות.

(א) הדין המהותי

בישראל יש דרישה קוגנטית בחוק החברות לתמיכת רוב מקרב בעלי מניות המיעוט באישור עסקת מיזוג או כל עסקה חריגה אחרת של חברה ציבורית עם בעל שליטה, כתנאי לקיומה. להבדל זה שתי תוצאות, וכל אחת מהן פועלת בכיוון אחר. ראשית, אין צורך שבתי המשפט יעודדו בעלי שליטה לקבל עליהם באופן וולונטרי את הדרישה שרוב מקרב בעלי מניות המיעוט יאשר את העסקה.¹³⁷ מקובל להניח כי הדרישה לאישור המיעוט מכבידה על בעלי

In re Books-A-Million, Inc. Stockholders Litig., C.A. No. 11343-VCL, 2016 WL 5874974 (Del. Ch., 2016).

Rousset v. Anderson (In re Books-A-Million, Inc.), 164 A.3d 56, 2017 WL 2290066 (Del. 133 2017).

CP Master, Ltd. v. Sprint Corp., C.A. No. 8508-VCL, at *3 (Del. Ch. 2016) (“[T]o show that 134 the Committee was effective, Sprint must demonstrate that the Committee members acted effectively and satisfied their duty of care.”) *ACP Master, Ltd. v. Sprint Corp.*, C.A. No. 8508-VCL, 2017 WL 3421142 (Del. Ch., 2017).

135 לאחרונה החילה הפסיקה בדלוור את הלכת *MFW* גם על עסקאות מהסוג של עניין מכתשים-אגן, דהיינו כאלה שבהן בעל השליטה מקבל תמורה עודפת ממכירה של החברה לצד שלישי. ראו עניין *Martha Stewart*, לעיל ה"ש 113.

136 לסקירה מקיפה של הויקה ההדוקה שבין כללי סדרי הדין לתקני הביקורת השיפוטית של בתי המשפט בדלוור ראו *Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, The Importance of Being Dismissive: The Efficiency Role of Pleading Stage Evaluation of Shareholder Litigation*, 42 J. CORP. L. 597 (2017).

137 כמו כן, וכפי שכבר הסברנו, בעקבות תיקון 22 לחוק, חוק החברות דורש כי עיצוב העסקה עם בעל השליטה יתבצע בדרך של הליך תחרותי או הליך אחר שיש בו כדי להבטיח את טובת החברה. ראו לעיל ה"ש 37–38, והטקסט הסמוך להן.

השליטה יותר מהדרישה להקמת ועדה מיוחדת כיוון שהיא מביאה לידי חוסר ודאות רבה בנוגע להשלמת העסקה.¹³⁸ שנית, הנחת העבודה צריכה להיות כי לבית המשפט יגיעו רק עסקאות אשר זכו לאישור של רוב בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה.¹³⁹ הציפייה הסבירה היא שהעסקאות הגרועות ביותר ידחו על ידי בעלי מניות המיעוט. אם כן, בעוד התוצאה הראשונה תומכת בהשארת פתח רחב יותר לביקורת שיפוטית (שכן אין צורך לעודד את בעל השליטה לקחת על עצמו מגבלות וולנטריות באישור העסקה), התוצאה השנייה מבהירה שמדובר בעסקאות שכבר עברו מבחן של ממש, ומכאן שהיא מפחיתה את הצורך בהתערבות בית המשפט.

כמו כן, חוק החברות דורש את אישורה של ועדת הביקורת לעסקאות חריגות עם בעל שליטה. בהנחה שהחברה עומדת בדרישות המנדטוריות הקבועות בחוק לעניין הרכב ועדת הביקורת, הרי ניתן להניח שחברי הוועדה אינם תלויים בבעל השליטה. לפיכך, אם החברה מחליטה על מינוי ועדת הביקורת גם כוועדה המיוחדת לניהול משא ומתן, אין כל צורך לעודד את בעלי השליטה להסמיך ועדה של דירקטורים בלתי תלויים להטיל וטו על העסקה.¹⁴⁰

הבדל מהותי נוסף נוגע לזמינותו של סעד ההערכה. אם מדובר בעסקאות מיזוג מסוג going private, הדין בדלוור מקנה סעד הערכה לבעל מניות מיעוט המתנגד למיזוג.¹⁴¹ אולם חוק החברות בישראל אינו מקנה סעד שכזה בעסקת מיזוג, אלא רק בהצעת רכש מלאה. גם להבדל זה שתי תוצאות מנוגדות. ראשית, אי-הענקת סעד ההערכה בעסקאות מיזוג משקפת בחירה של המחוקק לשלול מבעלי מניות המיעוט את האפשרות לתקוף בבית המשפט את המיזוג בטענות שעניינן הוגנות המחיר גרידא. אפשר לחלוק על ההיגיון שביסוד עמדה זו,¹⁴² אך אין ספק כי על בתי המשפט ליתן תוקף לקביעה זו של המחוקק. שנית, שלילת סעד ההערכה מותירה חלל אשר במקרים המתאימים ניתן לגשר עליו באמצעות פנייה לבית

138 ראו *Mergers and Acquisitions – Delaware Supreme Court*, לעיל ה"ש 113, בעמ' 1824–1825: "Many controlling shareholders, in other words, might prefer litigation risk over consummation risk"

139 ס' 321 לחוק החברות מאפשר אישור עסקת מיזוג – ובכללה עסקת going private – גם במצב שבו רוב בעלי מניות המיעוט התנגדו לעסקה. לכאורה, יישום דווקני של הדרישה בדלוור להכפפת העסקה לתנאי בלתי הדייר של אישור על ידי רוב מקרב המיעוט, היה מחייב את בעל השליטה לוותר על האפשרות להשתמש בס' 321 לחוק לצורך אישור עסקה שלא זכתה לרוב הנדרש באסיפה. מכל מקום, אנו מניחים שעסקה אשר תגיע אל בית המשפט לאישור לפי ס' 321, תיבחן בכל מקרה באמת מידה מחמירה מכיוון שלא זכתה לאישור בעלי מניות המיעוט.

140 לגישתה של אגמון-גונן, לאור הוספת ס' 117(ב) לחוק, די באמור לעודד הליך תחרותי שינוהל בידי ועדת ביקורת בלתי תלויה. הליך זה מיטיב לכאורה עם בעלי המיעוט ומייתר את הצורך בהליך שיפוטי נוסף אשר לטענתה אינו דרוש לנוכח העלויות הדיוניות הגבוהות ומורכבות הבחינה. לטענתה, בית המשפט אינו הגוף הראוי לבחינה של עסקאות מעין אלה. מנגנוני האישור הקבועים בחוק מספקים לטענתה הגנה מספקת על המיעוט אשר בעזרת מומחיות המוסדיים ידע להגן על האינטרסים הלגיטימיים שלו בהליכי האישור הקבועים בחוק. ראו אגמון-גונן, לעיל ה"ש 11, בעמ' 59–67.

141 בית המשפט הביא זאת כחשבון בעניין *MFV* בצ'אנסרי, לעיל ה"ש 121, בעמ' 503.

142 בשולי הדברים נציין כי אנו תומכים בתיקון חקיקה להחלת סעד ההערכה גם על בעלי מניות המתנגדים לעסקת מיזוג שהיא עסקה של going private.

המשפט בעילה של קיפוח או הפרת חובות ההגינות של בעלי השליטה והנאמנות של נושאי המשרה.¹⁴³ בהיעדר סעד ההערכה, גישה הדוחה באופן גורף מדי תביעות מסוג זה עלולה לשלול כל פתח לביקורת שיפוטית גם במקרים מצדקים.

(ב) הפן הדיוני

כפי שעולה מסקירת הפסיקה בדלוור, לקביעת הסטנדרט של הביקורת השיפוטית יש השלכות דיוניות, אשר בתי המשפט שם מביאים בחשבון בעת החלטתם בדבר סטנדרט הביקורת הראוי. לפיכך אין לייבא סטנדרטים של ביקורת שיפוטית מדלוור מבלי לבחון את הסביבה הדיונית בישראל. השוואה בין ישראל לארצות הברית בהקשר זה חושפת הבדלים ממשיים ובעלי חשיבות לדיון שלנו.

בדלוור, המטרה המרכזית של החלת כלל שיקול הדעת העסקי היא מתן אפשרות לבית המשפט, לבקשת הנתבעים, למחוק את התביעה על הסף ללא כל גילוי מסמכים במסגרת motion to dismiss. לעומת זאת, בישראל יש נטייה חד-משמעית שלא להעניק את האפשרות הדיונית למחוק על הסף בקשה לאישור תובענה ייצוגית (או נגזרת) (להלן גם: בקשת האישור).¹⁴⁴ במקרה הרגיל, על הנתבעים להשיב על בקשת האישור, ורק אז יידרש בית המשפט להכריע אם יש מקום לאשר את התביעה אם לאו. למעשה, ישראל וארצות הברית מחזיקות בעמדות מנוגדות באשר למשקל היחסי של שלב אישור התביעה כייצוגית. מן הבחינה הסטטיסטית, בארצות הברית שלב אישור התובענה הייצוגית אינו מהווה כלל מחסום רציני בפני התובעים, אך לעומת זאת חלק ניכר מאוד מהתביעות הייצוגיות מסולק על הסף. נטייה זו גברה אחרי שני פסקי דין חשובים בארה"ב שהעלו את הרף הנדרש מן התביעה כדי לעמוד בפני סילוק על הסף.¹⁴⁵ כך למשל, במחקר שבחן תביעות ייצוגיות

¹⁴³ בהקשר זה ראו אהרוני-ברק וחמדני, לעיל ה"ש 88.

¹⁴⁴ רע"א 8268/96 רייכרט נ' שמש, פ"ד נה(5) 276, 290 (2001): "ככל שעסקינן בבקשה לסילוק הבקשה לאישורה של התובענה הייצוגית על הסף, הרי שצו כזה ינתן, אם בכלל, במקרים חריגים וקיצוניים שבהם ברור על פני הדברים שאין בבקשה ולא כלום". ראו גם רע"א 2022/07 הבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ נ' אר-און השקעות בע"מ, פס' 4-6 לפסק דינו של השופט (כתוארו אז) גרוניס (פורסם בנבו, 13.8.2007): "טעם הנוגע לעילתו האישית של התובע המייצג ולה בלבד לא יוביל בהכרח, לאור הוראת סעיף 8(ג)2, לסילוק על הסף של הבקשה לאישור תובענה ייצוגית. [...] ניתן להעלות על הדעת טענות שבדין או שבעובדה הדורשות בירור פשוט יחסית, ושיש בהן כדי להשמיט את הקרקע תחת הבקשה לאישור תובענה ייצוגית כולה. כך למשל, עשויה להיות טענת התיישנות הרלוונטית לכל הקבוצה התובעת (להבדיל מהתיישנות עילתו האישית של התובע המייצג בלבד)"; רע"א 5154/08 קוסט פורר גבאי את קסירר רו"ח נ' קדמי, פס' 2-7 לפסק דינו של השופט (כתוארו אז) מלצר (פורסם בנבו, 2.4.2009): "יש הגיון בסילוק אפשרי של הבקשה לאישור על הסף [...] רק במקרים חריגים וקיצוניים שבהם ברור על פני הדברים שאין בבקשה ולא כלום" [...] כאשר קריאה פשוטה של הדברים, על פניהם, מלמדת לכאורה כי המדובר בבקשת סרק, ודיון בבקשה לסילוקה של בקשת האישור על הסף הוא פשוט, מהיר ויכול להוביל למסקנה ברורה וחד-משמעית, אזי יש בסיס לעריכת דיון כאמור". דוגמה לכך היא כאשר, למשל, התובענה איננה מסוג העניינים המנויים בתוספת השניה לחוק, או בהוראת חוק מפורשת אחרת (סעיף 3 לחוק)".

¹⁴⁵ Bell Atl. Corp. v. Twombly, 550 U.S. 544 (2007); Ashcroft v. Iqbal, 129 S. Ct. 1937 (2009): פסיקות אלו שינו את המצב הקיים. לפניהן, כדי להגיש תביעה ולאליץ את הנתבע לחשוף מידע בשלב גילוי המסמכים (discovery), כל שנדרש מהתובע היה להגיש פירוט בסיסי הפורש את עניין התביעה

בתחום ניירות ערך בארצות הברית, ושכלל דגימה גדולה של 4,266 תביעות שהוגשו בין השנים 1995 ו-2013, נמצא שרק כ-50% מהתביעות שרדו את שלב הסילוק על הסף. מתוך אלו שעברו את שלב הסילוק על הסף, רק תביעות אחדות לא עברו את שלב אישור התביעה כייצוגית.¹⁴⁶ מצב הדברים בישראל הפוך. שלב אישור התביעה בתובענה נגזרת (או ייצוגית) הוא שלב רב משמעות ביותר. לעומת זאת, כפי שהסברנו, ניכרת מגמה ברורה להימנע מסילוק על הסף של בקשות לאישור תובענה נגזרת או ייצוגית.

שנית, בישראל אין הליך של depositions שבמסגרתו הצדדים מתשאלים עדים ומעבירים את פרוטוקול ההליך לבית המשפט.¹⁴⁷ באופן כללי יותר, הליך הגילוי בארה"ב (discovery), אשר מתקיים אם בית המשפט החליט שלא למחוק את התביעה על הסף, הוא הליך מקיף ביותר בהשוואה למצב בישראל. זאת, אף שבית המשפט בישראל יכול לתת צו לגילוי מסמכים עוד בשלב הדיון בבקשת האישור.¹⁴⁸ כמו כן, בישראל בית המשפט יכול לשמוע עדויות ראשוניות כבר בשלב המוקדם של דיון בבקשה לאישור התובענה כייצוגית או נגזרת.

להבדלים אלה כמה תוצאות. ראשית, בישראל, ובעיקר בהקשר של תביעה הנוגעת לעסקה שאישרה ועדת דירקטוריון מיוחדת, החלת כלל ה-BJR אינה אמורה להביא למחיקה על הסף של תביעה ייצוגית. בית המשפט יכול להכריע בסוגיית סטנדרט הביקורת השיפוטית המתאים לנסיבות, במהלך ההכרעה בבקשת האישור.

ונסיבותיה, ודי היה בכך לאפשר לדיון להתקדם. פסיקות חדשות אלו קבעו שכדי לאלץ את הנתבע להתייחס לתביעה ולחשוף מסמכים, ולאפשר את שאר הליכי הגילוי הנרחבים הנוהגים בארצות הברית, על התובע להניח בסיס עובדתי של ממש אשר גם יניח את דעת השופטים כי לפנייהם עניין מהותי הדרוש בירור. השלכת פסיקות אלו היא שבפועל עלה סף הכניסה להליך המשפטי ובהתאם נטען שגדל שיעור התביעות הנדחות על הסף. להרחבה בעניין ההשלכות של פסיקות אלו והליך הרחייה על הסף כפי שהוא מיושם בארצות הברית, ראו Alexander A. Reinert, *Measuring the Impact of Plausibility Pleading*, 101 VA. L. REV. 2117 (2015).

Jon Eisenberg, *Successful Motions to Dismiss Securities Class Actions, A Review of What – 146 Worked in 2014*, K&L GATES LEGAL INSIGHT (Nov. 6, 2014), <https://goo.gl/RqHe67>, אגב, מתוך אותה דגימה רחבת היקף של תביעות ייצוגיות, רק 14 הגיעו לשלב ההכרעה השיפוטית (ומתוכן רק חמישה מקרים שבהם בית המשפט הכריע לטובת הנתבעים). חלק ניכר מן התובענות ששרדו את שלב הסילוק על הסף, הסתיים בפשרה.

147 יש אפוא שוני ניכר בין הליך התצהירים הישראלי לזה האמריקני, שהוא כאמור הליך של תשאל עדים מחוץ לכותלי בית המשפט. ראו Érica Gorga & Michael Halberstam, *Litigation Discovery and Corporate Governance: The Missing Story About The Genius of American Corporate Law*, 63 EMORY L. REV. 1383 (2014). הליך התצהירים (Depositions) מעוגן בחוק הפדרלי האמריקני ס' 26–32 לחוק הפרוצדורה האזרחית הפדרלי (FED. R. CIV. P. 26–32). סעיפים אלו מקבעים את הליך התצהירים וגבולותיו, ובמסגרתו הצדדים יכולים להפנות זה לזה בקשה לתצהיר בעל פה או בכתב בכל נושא הנוגע לעניין התובענה עוד לפני שתובענה זו נדונה בבית המשפט לגופה. תצהירים אלו יכולים לשמש עדות וראיה בבתי המשפט רק בנסיבות מסוימות המעוגנות בחוק, ובפועל הליך זה חוסך זמן שיפוטי רב בבית המשפט, על חשבון הליך יקר ומתמשך המתבצע כמעט לחלוטין באופן עצמאי על ידי הצדדים. בתי המשפט בדלוור אימצו בהרחבה את תוכן החוק הפדרלי האמריקני ולפיכך בפועל ישנו דמיון ניכר בין הדין הדיוני בדלוור לדין הדיוני הפדרלי בעניין זה, ולעיתים החוק בדלוור מרחיב את חובת התצהירים אף יותר מהחוק הפדרלי. להרחבה ראו Gorga & Halberstam, שם, בעמ' 1417–1419.

148 תק' 4(ב) לתקנות תובענות ייצוגיות, התש"ע-2010.

שנית, העובדה שבית המשפט נדרש בכל מקרה לקיים דיון בבקשת האישור, מקנה לו אפשרות, בטרם יכריע בסוגיית הסטנדרט השיפוטי שאותו ראוי להחיל, לקיים דיון ולגבש עמדה בנוגע למידת האפקטיביות של עבודת הוועדה. במסגרת זו יוכל בית המשפט לשמוע עדים ולהתרשם באופן בלתי אמצעי מעבודת הוועדה, וכל זאת על בסיס גילוי מסמכים משמעותי כפי שנפרט בהמשך. מאפיין זה מקנה לבתי המשפט בישראל, שלא כעמיתיהם בדלוור, את האפשרות הדיונית הנאותה להתמודד כראוי עם החשש מפני ניהול הליך למראית עין בלבד בוועדה הבלתי תלויה, אך מבלי שהדבר יחייב ניהול של המשפט עצמו. הזדמנות מסוג זה חשובה גם משום שכפי שהוסבר קודם לכן, לעומת הדין בדלוור, אין לבעלי מניות המתנגדים לעסקה, אפשרות לפנות לבית המשפט בבקשה לקבל סעד הערכה. שלישי, היעדר הליך של depositions בישראל, ובאופן כללי יותר עלויות נמוכות יחסית של הליכי הגילוי, מרכיבים במידת מה את ההכבדה הנגרמת לחברה מהליך מקדים של גילוי, שבאמצעות הברית נערך רק בנוגע לתביעה ששרדה את שלב הסילוק על הסף.

(ג) הגישה המוצעת

הגישה שאנו מציעים היא גישה ביניים בין הגישה העולה מפסיקת בתי המשפט בדלוור ובין הגישה שלפיה על בתי המשפט לבחון כל עסקה לגופה.¹⁴⁹ בהתבסס על ההבדלים הדיוניים בין ישראל לדלוור, אנו מציעים איזון הולם יותר בין העמדה העקרונית שלפיה אין הצדקה לנהל הליכים משפטיים שכל תכליתם מאבק בין חוות דעת של מומחים, ובין החשש מפני ציות "קוסמטי" גרידא. בתמצית, גישה זו קוראת לבתי המשפט לקיים בירור מקיף, בשלב בקשת האישור, בנוגע לנאותות ההליך – לרבות מנגנון הוועדה המיוחדת, הגילוי לבעלי המניות והאישור בידי הרוב הלא נגוע – אך לא בנוגע לתנאיה הכלכליים של העסקה. ביסוד גישתנו עומדת ההנחה שתפקידה העיקרי של הביקורת השיפוטית הוא להבטיח תפקוד תקין של מנגנון השוק לצורך אישור העסקה, דהיינו ניהול משא ומתן בתהליך מדמה שוק, פרסום מכלול המידע הרלוונטי וקבלת אישור בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה. ככלל, על בית המשפט להימנע מלהתערב בסוגיות היורדות לשורש הכדאיות הכלכלית של העסקה. עם זאת, לנוכח החשש מפני קיומם של הליכים למראית עין בלבד, מן הראוי שבית המשפט יתרשם באופן בלתי אמצעי מאפקטיביות ההליכים שקיימה החברה.

הסתייגות הדין הישראלי ממחיקה על הסף של תובענות קיבוציות (נגזרות וייצוגיות) היא שמעניקה לבתי המשפט בישראל את האפשרות לקיים איזון נאות בין שיקולים אלה. שלא כעמדה המוצהרת של בית המשפט בעניין *MFW*, אנו סבורים שעל בית המשפט לנצל את הדיון בבקשת האישור כדי להתרשם מהאפקטיביות של פעילות הוועדה הבלתי תלויה, איכות הגילוי לבעלי המניות, ואישור העסקה בידי בעלי מניות שאינם נגועים בעניין אישי.

149 בפסק הדין בעניין כלל קיבל השופט כבוב כעיקרון את גישת הביניים שלנו והפנה לטיטה מוקדמת של מאמר זה. ראו עניין כלל תעשיות בע"מ, לעיל ה"ש 34, פס' 32 לפסק דינו של השופט כבוב.

אולם אם לאחר בירור זה אכן מצא בית המשפט כי התקיים תהליך אפקטיבי של משא ומתן, עליו להימנע מלהתערב אלא במקרים חריגים ביותר שעליהם נעמוד בהמשך.¹⁵⁰ להלן נציג, בצורה תמציתית, את המרכיבים של הגישה שאנו מציעים. הגשת התביעה. על כתב התביעה שהגיש התובע להצביע על עובדות קונקרטיות המקימות עילת תביעה בנוגע לעסקה הספציפית. לא די בהצבעה על חשש בעלמא הנובע מן העובדה שבעל השליטה נתון בניגוד עניינים. התובע נדרש להצביע, בהתבסס על המידע הגלוי לציבור (או מידע שקיבל בעקבות פנייה לחברה בהתבסס על זכות העיון של בעלי המניות),¹⁵¹ על פגמים קונקרטיים שנפלו בהליך (לדוגמה, שימוש ביועץ תלוי בבעל השליטה או גילוי חסר לבעלי המניות).¹⁵² כמו כן, על התובע לצרף חוות דעת כלכלית שתתמוך בטענותיו כי המחיר שנקבע בעסקה לא שיקף את השווי ההוגן של מניות המיעוט.¹⁵³

תנאי סף אלה נדרשים דווקא לנוכח הסתייגות הפסיקה ממחיקת תובענות ייצוגיות על הסף, וכדי למנוע הליכי סרק ותביעות סחטניות. כמו כן, תנאי סף אלה יקלו על בית המשפט בשלב הבא, שבו הוא יידרש להכריע באשר לגילוי מסמכים. בהקשר זה נציין שיש זיקה בין היקף הגילוי בדוח העסקה ובין הרף שיש להציב לתובעים. ככל שיש גילוי נרחב יותר בדוח העסקה אשר פרסמה החברה, כך יש להציב לתובע רף גבוה יותר בהצבעה על פגמים קונקרטיים שנפלו בעסקה.

גילוי מסמכים. בהנחה שהתביעה עומדת בתנאי הסף שתוארו לעיל, עולה שאלת גילוי המסמכים לתובע, ולאחר מכן שאלת העיון בהם.¹⁵⁴ לגישתנו, יש לקבוע מתווה סטנדרטי של גילוי בנוגע לאפקטיביות של התהליך. הגילוי הסטנדרטי צריך לכלול פרוטוקולים של ישיבות הוועדה המיוחדת וכל מידע רלוונטי נוסף הנוגע לעבודת הוועדה (כגון תיעוד של משא ומתן עם נציגי בעל השליטה). היקף הגילוי ייקבע בסופו של דבר גם בהתאמה לטענות הקונקרטיות שהתובע מעלה. לדוגמה, אם התובע טוען לקיומו של פגם קונקרטי בהערכת השווי, סביר להניח כי יהיה על הגילוי להתייחס לחומר הרלוונטי בהקשר זה. סוגיה זו של גילוי מסמכים הקשורים להכנת הערכת שווי של מומחה שמינתה הוועדה, היא סוגיה מרכזית המחייבת איזון בין החשש מהכבדה יתרה על החברה (אשר עלולה לרוקן מתוכן את היתרון הדינוני שבשימוש בוועדה מיוחדת) ובין הצורך לבחון אם עבודת מעריכי השווי הושפעה לרעה בידי בעל השליטה או מי מטעמו. לפיכך ראוי שהיקף הגילוי ייקבע בהתחשב בטענות הקונקרטיות של התובע בכתב התביעה. נזכיר בהקשר זה כי בדלוור

150 לדעה מנוגדת לדעתנו אשר אינה רואה בסטנדרט ההגינות המלאה מענה ראוי לסוגיות האמורות ראו ליכט "שם הוורד", לעיל ה"ש 49, בעמ' 530-535.

151 לעניין זכות העיון של בעל מניות בכל הנוגע לעסקה בניגוד עניינים ראו ס' 185 לחוק החברות וכן בהט, לעיל ה"ש 11, בעמ' 615-617.

152 ליכט "שם הוורד", לעיל ה"ש 49, בעמ' 517-523. בחלק זה במאמרו פורש פרופ' ליכט את היסודות הנדרשים כדי ליהנות מכלל שיקול הדעת העסקי ומפרט כיצד הם מעוגנים גם בדין ובפסיקה הישראלית. יסודות אלו משפיעים לטעמנו גם על חובות הזהירות והאמונים הנדרשות מחברי הוועדה המיוחדת.

153 עניין כלל תעשיות בע"מ, לעיל ה"ש 34.

154 על ההבחנה בין גילוי לעיון בכל הנוגע לבקשה לתביעה נגזרת או ייצוגית ראו רע"א 6122/14 בנק הפועלים בע"מ נ' נשר, פס' 4-8 לפסק דינו של השופט הנדל (פורסם בנבו, 6.5.2015).

גובשה עמדה מרחיבה בנוגע למסירת מידע בדבר הערכות שווי לבעלי המניות בטרם יאשרו את העסקה.¹⁵⁵

בשולי הדברים נציין כי לגישתנו, הוועדה המיוחדת אינה יכולה לצמצם את היקף הגילוי בהתבסס על קיומו של חיסיון בין עורך דין ללקוחו בכל הנוגע לייעוץ המשפטי שאותו קיבלה הוועדה במהלך דיוניה לאישור העסקה. קיימים טעמים עקרוניים השוללים הכרה בתחולת החיסיון,¹⁵⁶ בתביעות של בעלי מניות, על ייעוץ משפטי שמוענק לדירקטוריון או לוועדה מוועדותיו. אך גם במנותק מטעמים אלה, התעקשותה של הוועדה המיוחדת שלא לחשוף פרוטוקולים של דיונים שקיימה עם יועציה המשפטיים (שאמורים להיות בלתי תלויים) אינה יכולה לעמוד בכפיפה אחת עם בקשת החברה כי בית המשפט יכיר באפקטיביות של עבודת הוועדה.

הבירור בשלב בקשת האישור. לפי הגישה המוצעת, בשלב בקשת האישור בית המשפט אמור להתמקד באפקטיביות של מנגנון המשא ומתן ואישור העסקה, וזאת בהתבסס על תצהירי הגורמים המתאימים מטעם החברה וחקירותיהם בבית המשפט. תהליך אישור העסקה כולל מרכיבים שהם קלים יחסית לבחינה בידי בית המשפט, כגון נאותות המידע שעמד לרשות בעלי המניות ותקינות הליך ההצבעה. זאת, בייחוד אם תתקבל גישתנו שלפיה יהיה על התובע להצביע על פגמים קונקרטיים שנפלו בעניינים אלה.

גם מרכיבים מסוימים במנגנון הוועדה המיוחדת תלויים בנתונים אובייקטיביים, ולכן בחינתם אינה מורכבת. במסגרת זו ניתן לכלול את עצמאות הוועדה המיוחדת, אי-התלות של יועציה, נאותות המנדט שהוענק לה ואיכות המידע שהועמד לרשות חבריה לצורך קבלת החלטה.

אולם המשימה המאתגרת ביותר את בתי המשפט היא בחינת האפקטיביות של הוועדה במילוי תפקידה. לעומת נושאים כמו אי-תלות חברי הוועדה, אי-אפשר לקבוע רשימה סגורה של פרמטרים אובייקטיביים להכרעה בסוגיה זו. עם זאת, חשוב לציין שני שיקולים

155 ראו Blake Rohrbacher & John Mark Zeberkiewicz, *Fair Summary: Delaware's Framework for Disclosing Fairness Opinions*, 63 BUS. LAWYER 881 (2008); Blake Rohrbacher & John Mark Zeberkiewicz, *Fair Summary II: An Update on Delaware's Disclosure Regime Regarding Fairness Opinions*, 66 BUS. LAWYER 943 (2011); Jacob M. Mattinson, *Comment, Disclosure of Free Cash Flow Projections in a Merger or Tender Offer*, 116 PENN ST. L. REV. 577 (2011).

156 Wal-Mart Stores, Inc. v. Indiana Electrical Workers Pension Trust Fund IBEW, A.3d 1264, 37 (Del.2013), affirmed in Wal-Mart Stores, Inc. v. Indiana Electrical Workers Pension Trust Fund IBEW, 95 A.3d 1264 (Del. 2014). בפסיקה זו אומצה הדוקטרינה שנקבעה בהלכת *Garner* (Garner v. Wolfenbarger, 430 F.2d 1093 (5th Cir. 1970)), הקובעת חריג לחיסיון בין עורך דין ללקוחו כאשר ישנה "סיבה טובה" וכשהמידע חיוני למטרתם הראויה של התובעים ואין להשיגו ממקור אחר. במקרה כזה, כאשר המידע הוא נקודתי, ואינו מהווה "גישוש באפלה", על החברה לחשוף לפני בעלי מניותיה גם מידע הכלול בחיסיון האמור. ניתן להשוות הלכה זו לפסיקתו של השופט כבוב בעניין **כלל תעשיות בע"מ**, לעיל ה"ש 34, אשר מצמצמת אף יותר את החיסיון האמור בישראל. לדעה מנוגדת, הפוסלת את השימוש בהלכת *Garner* בהקשרנו, ראו גם Jack P. Friedman, *Is the Garner Qualification of the Corporate Attorney-Client Privilege Viable After Jaffee v Redmond?*, 55 BUS. LAWYER 243 (1999).

מנחים. ראשית, תכליתו של מנגנון הוועדה המיוחדת היא לקיים הליך מדמה שוק, דהיינו לפעול ככל האפשר באופן דומה לזה של התקשרות בעסקה בין צדדים בלתי קשורים, ושלא להצדיק את תנאי העסקה שהוכתבו לחברה מבחוץ. שנית, תפקיד מרכזי של בית המשפט בהקשר זה הוא לוודא כי ההליך לא התנהל למראית עין בלבד. איננו משלים את עצמנו שמדובר במשימה קלה. לצורך כך על בית המשפט להתרשם שנעשה ניסיון ממשי לפעול להשגת ההצעה הטובה ביותר לבעלי המניות האפשרית, וזאת מבלי שהייתה השפעה פסולה של בעל השליטה או מי מטעמו. עם זאת, בית המשפט אינו אמור להחליף את שיקול דעתם של הדירקטורים בנוגע לשאלות כגון מה הייתה הדרך המיטבית לפעול ואם היה ניתן להשיג תמורה גבוהה יותר אילו נבחרה דרך אחרת.

במסגרת זאת אנו מציעים כי בית המשפט יבחן את הפרמטרים האלה: ראשית, אם מדינו הוועדה עולה כי הדירקטורים הבינו את מטרת ההליך, וכי תפקידם להביא לפני בעלי המניות את העסקה הטובה ביותר האפשרית (ולא רק לקבוע כי העסקה הוגנת, דהיינו שמחיר המניה בעסקה משקף את השווי ההוגן שלה). שנית, אם נבחנו חלופות לעסקה (בהתחשב בכך שמגוון החלופות לעסקת going private מצומצם מאוד כאשר זאת העסקה הנבחרת). שלישית, אם ההנהלה מסרה לחברי הוועדה את כל המידע הרלוונטי (כגון תחזיות רווח מעודכנות) לצורך קבלת החלטה מושכלת באשר להגינות העסקה ובאשר לחלופות הרלוונטיות. רביעית, בדומה לבחינה הנדרשת בנוגע להחלטות אחרות של הדירקטוריון, אם התהליך שקיימה הוועדה עמד בציפיות בכל הנוגע לאיכות החומר שעמד לרשות חברי הוועדה, בחינת הפרמטרים הרלוונטיים וקיום דיון ענייני. חמישית, אם באשר לשווי הייתה הקפדה על חשאיית דיוני הוועדה, ובייחוד של טיוטות הערכות השווי ששימשו בסיס למשא ומתן. כאמור בחלק הקודם, אין מניעה שחברי הנהלה ישתתפו בחלק מדיוני הוועדה, אולם מטבע הדברים, חשיפת הערכות השווי לצד שכנגד במשא ומתן – בעל השליטה במקרה שלפנינו – תמנע מנציגי החברה למצות את הליך המשא ומתן. לבסוף, יש לבחון אם הוועדה עשתה ניסיון כן להשתמש במשא ומתן כדי לשפר את תנאי העסקה. חשוב להדגיש כי רשימה זו אינה ממצה, אולם יש בה פרמטרים בעלי חשיבות לצורך הקביעה אם ההליך שננקט אכן היה הליך שיכול לדמות תנאי שוק.

כאמור, בית המשפט אינו אמור להחליף את שיקול דעת הוועדה באשר למשא ומתן גופו. כל עוד נראה שההליך נוהל לפי מיטב שיקול דעתם של חברי הוועדה, ובאופן תקין, בית המשפט אינו אמור לקבוע כי הוועדה לא הייתה אפקטיבית רק בגלל שהיה ניתן לנקוט צעדים לפי מתווה אחר אשר היה אולי מביא להשגת מחיר טוב יותר. לגישתנו, בית המשפט צריך גם להיזהר מלתת משקל יתר להישגי הוועדה במשא ומתן, לטוב ולרע. גישה כזאת עלולה לעודד יצירת הליך אשר יניב הישגים למראית עין. בעל שליטה אשר יודע שהישגי הוועדה מהווים שיקול מכריע בהענקת משקל להחלטותיה, עלול להתחיל מראש בהצעה נמוכה מתוך כוונה לספק "הישג" לוועדה.

קשרי הגומלין בין המרכיבים. לבסוף נציין כי במסגרת שיקול הדעת של בית המשפט, מן הראוי להתחשב גם בקשרי הגומלין בין מרכיבי ההליך. לדוגמה, ככל שהעסקה אושרה ברוב גבוה יותר מקרב בעלי מניות המיעוט שאינם נגועים, ובפרט כאשר מדובר בחברה אשר יש לה משקיעים מוסדיים בלתי תלויים רבים, כך תהיה נטייה טבעית חזקה יותר שלא

להתערב בתנאי העסקה. כמו כן, ככל שהגילוי ברוח העסקה היה נרחב יותר, וכלל גם מידע מפורט בדבר הערכות השווי ופירוט עבודת הוועדה המיוחדת, כך יש לתת משקל רב יותר לאישור בעלי המניות.

ההכרעה בהליך האישור. אם בעקבות הליך הבירור בבית המשפט התברר כי התקיים מנגנון מדמה שוק, דהיינו בחברה פעלה ועדה בלתי תלויה וניתן להתרשם כי היא פעלה באופן אפקטיבי, ניתן גילוי נאות ברוח העסקה והוענק אישור בעלי מניות המיעוט, מן הראוי שבית המשפט יחליט על דחיית בקשת האישור מבלי לבחון את הגינותה של העסקה לגופה. במילים אחרות, בשלב זה ניתן להכפוף את העסקה לכלל שיקול הדעת העסקי, בכפוף לחריג המצומצם שבו נדון מיד. לעומת זאת, אם מתעורר בבית המשפט ספק בנוגע לאפקטיביות של פעולת הוועדה או בנוגע לאי-התלות שלה, נדרש בירור של העסקה לגופה ושל הגינות תנאיה.

כמו כן, במקרים שבהם על פני הדברים עולה ספק בדבר הגינות תנאי העסקה, יש לצפות לביקורת שיפוטית, גם אם הנסיבות מלמדות על משא ומתן אפקטיבי. עם זאת, אנו סבורים כי יש לשמור התערבות מעין זאת למצבי קיצון.¹⁵⁷ כך למשל, אם בית המשפט מגלה כי החברה מכרה או קנתה נכס מבעל השליטה בתנאים טובים יותר לבעל השליטה מאלו שבהם מכרה או קנתה נכס דומה מאדם אחר, מן הראוי כי בית המשפט ידרש גם להגינות תנאי העסקה אף אם כל הראיות האובייקטיביות שבידיו מצביעות על כך שנוהל בעניינה משא ומתן אפקטיבי.¹⁵⁸ ישנן נסיבות נוספות שבהן על פני הדברים ניתן להתרשם מבעייתיות לכאורה בתנאי העסקה, כגון מקרים שבהם הערכת שווי של מומחה מטעם הוועדה נקטה גישה לא מקובלת או שיש בה פגם מנקודת ראות משפטית.

חשוב לציין כי הדיון שלנו מתמקד בהכרעה בית המשפט בשלב אישור הבקשה לאישור תביעה נגזרת בלבד (או ייצוגית, לפי העניין, אם אין מדובר בעסקת going private). העובדה שבית המשפט מחליט לערוך בירור מעמיק יותר, אין פירושה כי אכן נפלו פגמים בהליך האישור או בתנאי העסקה. ייתכן שלאחר בירור מעמיק יותר ייקבע כי העסקה הייתה הוגנת. בהקשר זה ראוי לציין כי גם במסגרת בירור התביעה גופה, יש לתת משקל מסוים לקיומו של הליך אישור מיוחד, אף אם נפלו בו פגמים מסוימים. כמו כן, אין למנוע מן החברות לאשר עסקאות גם ללא הליך המשא ומתן המיוחד, אלא שבמקרה זה אין מנוס מביקורת שיפוטית נוקבת בדבר הגינותה של העסקה והגינות תנאיה ללא כל מתן הקלה דיונית לבעל השליטה.

(ד) ביקורת שיפוטית בישראל: התפתחויות

עמדה עדכנית, לאחר פסק הדין בעניין *MFV*, בסוגיית עוצמת הביקורת השיפוטית השמיע השופט כבוב בעניין כלל תעשיות בע"מ ולאחר מכן בעניין הוט. בעניין כלל תעשיות בע"מ

¹⁵⁷ ראו למשל על דרך ההיקש מסעד ההערכה, עניין ספרא, לעיל ה"ש 107, פס' 65–81. בעניין זה סירבה השופטת רונן לקבל הערכת שווי הכוללת הפחתת שווי של מניות המיעוט בגין ניכיון של אי-סחירות. סוגיה דומה יכולה להתעורר בהקשר של מיזוג בעסקת going private המערב החלטה של ועדת דירקטוריון בלתי תלויה.

¹⁵⁸ יצוין כי אם מידע שכזה הוסתר מחברי הוועדה, אי-אפשר לקבוע כי הוועדה נקטה הליך אפקטיבי. בעייתיות דומה קיימת בהסתרת המידע מבעלי המניות שנדרשו לאשר את העסקה.

הפכה חברת כלל תעשיות לחברה פרטית בדרך של מיזוג משולש הופכי עם חברה בבעלות בעל השליטה. העסקה זכתה לאישור המשולש – ועדת ביקורת, דירקטוריון ואסיפה כללית לרבות רוב מקרב המיעוט. כמו כן, העסקה גובשה בדרך של משא ומתן ממושך באמצעות ועדת דירקטוריון בלתי תלויה שזכתה לייעוץ של מומחים בלתי תלויים – משפטיים ופיננסיים. התביעה הייצוגית התמקדה בתמורה ששולמה על ידי בעל השליטה למיעוט בעסקת המיזוג, והצדדים הגיעו לפשרה שאותה אישר בית המשפט. אגב אישור הפשרה דן בית המשפט בהשפעת פועלה של ועדת הדירקטוריון על עוצמת הביקורת השיפוטית. בית המשפט קיבל בעיקרון את עמדתנו, והפנה לטייטה קודמת של מאמר זה, שלפיה ראוי לאמץ גישת בניינים.¹⁵⁹ על פי גישה זו, יש מקום להקל בביקורת השיפוטית כאשר העסקה עוצבה באמצעות ועדה בלתי תלויה, אולם יש לקיים בירור מעמיק בשאלה אם פעולת הוועדה הייתה אכן בלתי תלויה ואפקטיבית.¹⁶⁰ יתר על כן, הערכתו של השופט את איכות העבודה שנעשתה על ידי ועדת הדירקטוריון הבלתי תלויה של כלל תעשיות במקרה זה הביאה את השופט לכלל מסקנה כי סיכויי התביעה אינם גבוהים, והוא נעזר במסקנה זו כדי לאשר את הפשרה שהוצעה באותו עניין על ידי הצדדים. אם כן, לעבודתה האפקטיבית של הוועדה הייתה יכולה להיות השפעה של ממש על נטייתו של בית המשפט לבחון את העסקה לגופה, אילו לא הייתה מושגת פשרה.

בעניין הוט המשיך השופט כבוב את קו המחשבה האמור. גם בעניין הוט ביצע בעל השליטה מיזוג-חילוט בדומה לזה שבעניין כלל תעשיות בע"מ, וגם הפעם החברה נעזרה בוועדה בלתי תלויה. אולם הפעם, בעודו מבצע בדיקה קפדנית של עבודת הוועדה, חשף השופט כבוב שלל פגמים: בהרכבה של הוועדה,¹⁶¹ בעצמאותה,¹⁶² בבירור שקיימה הוועדה בשאלת התלות של היועצים המשפטיים שלה,¹⁶³ ובהבנה של הוועדה את עצם תפקידה. מעל לכול הביע השופט ספקות בעניין הנחרצות שבה פעלה הוועדה להשגת מטרתה. כל זאת הביא את השופט למסקנה לכאורה שסיכויי התביעה גבוהים, ובהתחשב בכך בחן השופט את הסכם הפשרה שהגישו הצדדים לעיונו ואשר אותו אישר בסופו של דבר.¹⁶⁴ עוד הוסיף השופט כי אילו העלה הבירור שהוועדה פעלה ללא דופי, היה ראוי להימנע מלבחון את תנאי העסקה לגופם, להוציא "מקרים חריגים, ובלתי שגרתיים".¹⁶⁵

159 עניין כלל תעשיות בע"מ, לעיל ה"ש 34, פס' 32 לפסק דינו של השופט כבוב.

160 שם: "מקבל אני את עמדתם של המלומדים חמדני וחנס לפיה על בית המשפט לבחון בדקדקנות יתרה את נאותות ההליך בו אושרה העסקה".

161 עניין הוט, לעיל ה"ש 16, פס' 51 לפסק דינו של השופט כבוב: "תמונה לדידי היא ההחלטה למנות, מלכתחילה, את הגב' הנדלר אשר כיהנה אותה עת כיו"ר דירקטוריון החברה ואף קיבלה גמול משמעותי מהחברה באותה עת בגין כהונתה כיו"ר דירקטוריון, כחברה בוועדה אשר נדרשת להיות בלתי תלויה".

162 שם: "לא ניתן לטעון כי התכנסות ישיבת דירקטוריון בה נכחו כלל חברי הוועדה המיוחדת שקולה היא להתכנסות של הוועדה המיוחדת עצמה, טענה שכזו נוגדת את הרציונאליים בבסיס הפסיקה והפרקטיקה שהתגבשה בעקבותיה למנות ועדות בלתי תלויות לבחינת עסקאות עם בעל השליטה, ומוטב לו טענה זה לא היתה נטענת כלל".

163 שם. ראו גם לעיל ה"ש 38.

164 שם, פס' 59 לפסק דינו של השופט כבוב: "נוכח הפגמים שנפלו בנאותות הליך אישור עסקת המיזוג סיכוייה של הבקשה לאישור להתקבל היו גבוהים למדי, אולם אף במצב דברים זה הרי שהמבקשים עדיין היו עומדים בפני הקושי לשכנע את בית המשפט בדבר גובה הנזק שנגרם בסופו של יום לחברי

עם זאת, בעניין כלל תעשיות בע"מ הביע בית המשפט הסתייגות מסוימת מעמדתנו שלפיה רק במקרים חריגים יש לדון בתנאי העסקה לגופם אם התברר כי הוועדה עבדה במסירות ובאפקטיביות לשם הבטחת תנאים מיטביים למיעוט. בית המשפט הקשה ואמר כי ייתכן שאין מנוס מבחינת תנאי העסקה כדי להכריע אם אמנם מדובר במקרה חריג המצדיק התערבות אף אם התקיים הליך תקין בוועדה. וכך כתב השופט: "כפי שאף מציינים חמדני וחסנם במאמרם, יתכנו מקרים בהם הגינות העסקה תוטל בספק גם ככל שהליך האישור היה נאות ועמד בדרישות הדין והפסיקה, וכיצד יבחן בית המשפט האם 'עולה ספק' לגבי הגינות תנאי העסקה אם לאו ללא בחינת הגינות העסקה גופה? כך או כך, בית המשפט אינו יכול להימנע ממלאכת בחינת תנאי העסקה והגינותם ולו באופן כזה אשר יאפשר לו לקבוע האם על פני הדברים ישנה אפשרות סבירה לפגם בהגינות תנאי העסקה".¹⁶⁶

אכן, דברים אלו מצריכים הבהרה באשר לעמדתנו הכללית ובאשר לאותם מקרים חריגים שבהם גם לשיטתנו ראוי שבית המשפט יפנה לבירור תנאי העסקה אף שהתרשם כי הוועדה הבלתי תלויה ניהלה הליך אפקטיבי וראוי. אנו ערים לפיתוי לבחון את תנאי העסקה, שכן מחיר נחות פוגע בטובת המיעוט, וכפי שהשופט כבוב היטיב לבטא את הסתייגותו – "וכיצד יבחן בית המשפט האם 'עולה ספק' לגבי הגינות תנאי העסקה אם לאו ללא בחינת הגינות העסקה גופה?". אולם לחשדות בעניין המחיר לרוב יהיה ביטוי בפעולה בלתי תקינה של הוועדה, ואם בית המשפט מוצא פגם בעבודתה, קמה עילה להתערבות. לעומת זאת, אם בית המשפט אינו מוצא פגם בהליך, עליו להסיג את שיקול דעתו מפני שיקול הדעת של הוועדה והמיעוט.

כל פתרון אחר יכניס את המערכת המשפטית למערבולת שבה כל עסקה, גם אם היא מושלמת, תדרוש את בחינת בית המשפט. הואיל והסכומים בעסקאות גדולים מאוד, אי-הוודאות תביא להצפת תביעות סרק. נחשול כזה הציף את בית המשפט בדלוור, והביא להכרה שנתן בית המשפט שם לעבודה מאומצת של ועדה בלתי תלויה. ראוי לאמץ עיקרון זה גם בישראל, ובלבד שבית המשפט יקפיד על בירור מקיף של עבודת הוועדה כדי למנוע אחיזת עיניים ולעודד דירקטורים לפעול לטובת כלל בעלי המניות של החברה.

באשר לאותם מקרים חריגים, בירור תנאי העסקה לגופם אמור להתקיים בנסיבות אלו רק כאשר על פני הדברים מתעורר ספק רב בנוגע לטיב ההגנה שלה זכה המיעוט, על אף ההתרשמות החיובית מדרך עבודתה של הוועדה הבלתי תלויה. מקרה בולט של ספק שכזה,

הקבוצה [...] במצב דברים זה, בבואי לבחון את סכום הפשרה אל מול סכום התביעה הראוי בעיניי, זאת לאחר שהיה בידי לגבש עמדה נוכח שמיעת הראיות, המומחים וכמעט כל העדים בתיק, אני מוצא לקבוע כי סכום הפיצוי בפועל הוא נאות וראוי".

165 שם, פס' 49 לפסק דינו של השופט כבוב: "ודוק, אף במקרים בהם יתרשם בית המשפט כי הפרוצדורה, הליך אישור העסקה, היה נאות ביותר ולא ימצא כי נפלו בו פגמים כלשהם, לא יהיה בכך כדי לחסום בפני בית המשפט את האפשרות לבחון את העסקה גופה, אולם בחינה שכזו תהא בגדר חריג ולא בגדר הכלל שעה שהוכח כי הליך האישור היה הליך נאות כמפורט לעיל. מדובר במקרים חריגים, בלתי שגורתיים, בהם עולה חשש שחרף נאותות ההליך הרי שמדובר במחיר לא הוגן בו נערכה העסקה, ולפיכך במקרים אלו נטל השכנוע והראיה מוטל יהיה על המבקש בבקשה לאישור, הטוען לאי נאותות המחיר, ויהיה כבר יותר".

166 עניין כלל תעשיות בע"מ, לעיל ה"ש 34, פס' 32 לפסק דינו של השופט כבוב.

מקורו בעסקאות מקבילות שהתרחשו בתנאים עדיפים לחברה בסמיכות לעסקה עם בעל השליטה.¹⁶⁷ עסקה מקבילה מעין זאת אומרת דרשני. ככל שהעסקה האחרת דומה יותר וסמוכה יותר לעסקה עם בעל השליטה, כך היא מעוררת חשש רב יותר שההליך שהתנהל בוועדה היה הליך למראית עין או שנפל בו קלקול מסוים.¹⁶⁸ מקרה חריג אחר ניתן למצוא במקרים שבהם בהליך משפטי אחר או בגילוי אחר שנתנה החברה, היא הציגה נתונים או מסקנות שונים מאלו שעליהם הסתמכה הוועדה.¹⁶⁹ מקרה חריג נוסף הוא כאשר הוועדה או יועץ שלה התבססו על הנחות משפטיות שגויות במהלך העבודה שלה.¹⁷⁰ נסיבות אחרות שיש לשקול אם הן עולות כדי מקרה חריג המצדיק בירור של תנאי העסקה (אולי בצירוף נסיבות נוספות) חלות כאשר אישור העסקה באסיפה הכללית מושג ברוב דחוק, כאשר שיעור ההשתתפות של בעלי המניות באסיפה נמוך במיוחד וכאשר אין ריבוי של בעלי מניות מקצועיים ומתחכמים (למשל, משקיעים מוסדיים).

בכל המקרים הללו אין כל צורך בבירור מעמיק כדי לגבש חריג לכלל שלפיו על בית המשפט להימנע מלבדוק את תנאי העסקה אם לאחר בירור נוקב הוא מגיע לכלל מסקנה שהוועדה הבלתי תלויה ניהלה הליך אפקטיבי. יתר על כן, כאשר מתגלה מקרה חריג שכזה, ראוי שהדבר יגרום לחידוד חושי בית המשפט, ועליו לבדוק היטב אם אכן ננקט הליך אפקטיבי בוועדה. לעומת זאת, בהיעדר סימנים מחשידים על פני הדברים, על בית המשפט להסתפק בבחינת ההליך שקיימה הוועדה. בפרט, אם אכן עולה כי התקיים הליך שכזה, על

167 שאלה זו עמדה במוקד הדיון בעניין הוט. שם טענו המבקשים כי בסמוך לעסקת המיזוג, רכש בעל השליטה מניות מידי צדדים מסוימים בתנאים נדיבים יותר מאלו שקיבלו בעלי מניות המיעוט במסגרת המיזוג. ראו עניין הוט, לעיל ה"ש 16, פס' 10 לפסק דינו של השופט כבוב: "המבקשים טוענים עוד כי אף אם להתחייבות לקבוצות יש ערך הרי שהוא נמוך משווי התמורה העודפת אשר שולמה לקבוצות פישמן וידיעות. [...] מכאן כי העסקה בין קבוצת פישמן וקבוצת ידיעות לבין קול נבנתה באופן המתואר על מנת להתגבר על איסור האפליה בין מניות הציבור לבין מניות של בעלי מניות מיוחסים".

168 ראו לדוגמה את טענות המבקשים, שם, פס' 59 לפסק דינו של השופט כבוב. במקרה זה טענו המבקשים כי אופציות שניתנו לקבוצת פישמן וידיעות במסגרת רכישת מניותיהם בנפרד מעסקת המיזוג, ביטאו "תמורה עודפת" שממנה לא נהנו בעלי מניות המיעוט. תמורה עודפת זו הופרדה לכאורה מעסקת המיזוג נושא התביעה במכוון וקיפחה את בעלי מניות המיעוט. עניין זה הסתיים בדצמבר האחרון בפשרה בין הצדדים שאותה אישר השופט כבוב. בית המשפט קבע שלנוכח סיכויי התביעה הטובים, אך הקושי בהוכחת גובה הנזק, סכום הפיצוי בהליך הפשרה נאות וראוי.

169 במקרה זה טענה חברת אי די בי פיתוח כי שיטת החישוב שנקטו המבקשים, המתבססת על שוויין הנסחר של מניות החברות הבנות, אינה נכונה ואינה תואמת את אופי החברה והיסטוריית הפסיקה, זאת בניגוד לעמדתה בעניין אחר שנים מספר קודם לכן, שבו טענה בעצמה ששיטה זו נכונה בהקשרה. סתירה זו עוררה ביקורת נוקבת מצד בית המשפט המחוזי, שאף רמז שניגוד זה ראוי שיקים השתק שיפטי שימנע בעדה מלטעון טענה אחרת כעת. שם, פס' 12 לפסק דינו של השופט אורנשטיין.

170 על דרך ההיקש אפשר להפנות במקרה זה לעניין ספרא, לעיל ה"ש 107. באותו עניין דובר בהצעת רכש מלאה (ולא בעסקה של החברה עם בעל השליטה) אשר במסגרתה התבקש בית המשפט להעניק "סעד הערכה" לבעלי המניות שמניותיהם נרכשו בכפייה. המומחה הכלכלי מטעם בעל השליטה הציג לבית המשפט חוות דעת שבמסגרתה העריך את שווי מניות המיעוט תוך הפעלת מקדם הפחתה בשל היותן מניות מיעוט. השופטת פסלה את החישוב משום שהוא מבוסס על הנחה משפטית שגויה שעל פיה יש לבצע הפחתה כאמור. לשיטתנו, גם במקרה שבו ועדה בלתי תלויה מתבססת במישרין או בעזרת מומחה על הנחות משפטיות שגויות, ניתן וראוי להתערב בפועלה, ובלבד שמדובר בפרשנות משפטית בעלת משמעות מרחיקת לכת.

בית המשפט להימנע מלהתעמק בעימות בין מומחים מטעם שני הצדדים, אשר לכל אחד מהם גרסה משלו באשר להוגנות תנאי העסקה במקרה הנדון. בבירור מעין זה אין כל יתרון מובנה לבית המשפט על פני השוק. לעומת זאת, לבית המשפט מסורים כלים דיוניים רחבי היקף בשלב הדיון באישור התובענה, אשר מאפשרים לו לברר את יעילות ההליך שקיימה הוועדה. הבירור שקיים השופט כבוב בעניין הוט מלמד על כוחו זה של בית המשפט, וזאת מבלי להקל ראש בכובד המשימה.

אנו סבורים כי גישתנו עולה בקנה אחד גם עם דבריו של השופט עמית בעניין ורדניקוב בבית המשפט העליון: "לטעמי, נקודת המוצא הינה כי בית המשפט אינו צריך להתערב בעסקאות שאושרו על פי המנגנון הקבוע בחוק. מקובלת עלי הגישה כי עסקה שצלחה את מנגנוני האישור הקבועים בחוק (בפרט כיום בעקבות תיקון החוק והחמרת הדרישות הפרוצדוראליות כמתואר לעיל), ההנחה המקדמית והלכאורית לגביה היא כי הפוטנציאל המזיק של ניגוד העניינים נטרל".¹⁷¹ לאמור, כאשר בית המשפט מתרשם כי הוועדה קיימה הליך אפקטיבי, יש בכך כדי למצות את הדרישות הפרוצדורליות המחמירות שקבע המחוקק. במקרה כזה אין להתערב אלא במקרים חריגים ומצומצמים, ובלשון השופט עמית: "על בתי המשפט לנקוט זהירות יתרה בטרם יפנו לבחון את העסקה לגופה".¹⁷² לעומת זאת, הליך הנחשף כהליך שאינו אפקטיבי, אינו מקהה את עוצמת הביקורת השיפוטית, שכן אין לומר כי מולאו דרישות החוק המחמירות באשר להליך אישור העסקה ועיצובה.¹⁷³

ה. סיכום

דיני התאגידים בישראל שואבים השראה מדיני החברות של מדינת דלוור. עם הקמת המחלקה הכלכלית, השראה זו באה לידי ביטוי גם בקביעת מתכונת הביקורת השיפוטית על עסקאות בעלי שליטה, תוך אימוץ מבחן ההגינות המלאה הנוהג בדלוור. בעוד ההצדקה העקרונית לקיומה של ביקורת שיפוטית מחמירה בעסקאות בעלי שליטה תקפה בנוגע לדלוור, לישראל ולשיטות משפט אחרות, ההבדלים בדין המהותי, בדין הדיוני ובתנאי השוק מחייבים בחינה מעמיקה של המתכונת הראויה להחלת מבחן ההגינות המלאה בישראל.

מאמר זה תורם להתפתחות הביקורת השיפוטית בדיני התאגידים בישראל בכמה מישורים. ראשית, הוא מציע גישה לקביעת תפקידו של בית המשפט בנוגע לעסקאות של בעלי שליטה שהתקיימו בהליך דיוני נאות, לרבות קבלת אישור בעלי מניות המיעוט על בסיס מידע מלא, וזאת בהתחשב בסדרי הדין הנוהגים בישראל. לגישתנו, על בתי המשפט להימנע מלהתערב בעסקאות של בעלי שליטה רק לצורך בחינת התנאים הכלכליים שלהן,

171 עניין ורדניקוב, לעיל ה"ש 12, פס' 85 לפסק דינו של השופט עמית.

172 שם, פס' 86 לפסק דינו של השופט עמית.

173 ולעמדה זו יפים הדברים הבאים, שגם אותם השמיע השופט עמית, שם: "אכן הבוחן היא השאלה אם עמידה בדרישות הפרוצדוראליות אכן מילאה את ייעודה בכך שהביאה לניטרולו של ניגוד העניינים הרלוונטי, שבתורה עשויה להשליך על השאלה אם העסקה היא לטובת החברה".

וללא ביסוס נוסף. שנית, אנו מציעים להבחין בין עסקאות בעלי שליטה שונות לעניין תפקידי הוועדה המיוחדת וההליך הנדרש ממנה. לבסוף, עסקנו בשאלת ההליך המתנהל בוועדה על רקע תכלית קיומה.