

דירקטורים נכבדים, האם שומעים?

פסק הדין התקדימי של המחלקה הכלכלית בעניין מכתשים אגן מבטא נכונות מבורכת של בית המשפט למלא תפקיד פעיל בהגנה על זכויותיהם של בעלי מניות מהציבור. הוא גם מחדד עבור עורכי הדין העוסקים בתחום מספר שאלות חשובות בעלות השלכה על ניהול המו"מ ועיצוב הסכמי רכישה

מדברים על



זכויות חברתיות,
צרכנות ורגולציה

אסף חמדני

קיעים מהציבור, עשוי לזכות בתגמול ראוי. במישור הדוקטרינה המשפטית, ההחלטה כוללת חידושים באשר לעסקאות בניגוד עניינים, חובות בעלי שליטה, מעמד הדירקטוריון וההגנה על בעלי המניות בעסקאות רכישת חברות. לחידושים אלה חשיבות מיוחדת לנוכח העובדה שהם נקבעו על ידי בית המ־שפט הכלכלי, אשר החקיקה מקנה לו תפקיד מפתח בשוק ההון בישראל.

רשימה זו תתמקד בגישה הנורמטיבית שאימץ בית המ־שפט בנוגע לציפיות מהדי־רקטוריון בעת אישור עסקה של התאגיד או בעלי המניות, ותציג את השלכותיה בנוגע לביקורת שיפוטית על עסקאות בעלי שליטה ועסקאות עם צדדים לא קשורים. לאחר מכן אדון בשאלות שמעלה ההחלטה בנוגע לחובות הדי־

פסק הדין התקדימי של המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי (להלן: **בית המשפט הכלכלי**) בעניין **מכתשים אגן** עסק בשאלה מוגבלת: האם בעסקת מיזוג רשאי בעל השליטה לקבל מהצד הרוכש תמורה עודפת עבור מניותיו. אולם ההחלטה המנרמקת של בית המשפט הכלכלי יש השלכות מרחיקות

לכת החורגות אל מעבר למקרה שנדון בפני בית המשפט. במישור העקרוני, ההחלטה מבטאת נכונות מבורכת של בית המשפט למלא תפקיד פעיל בהגנה על זכויותיהם של בעלי המניות מהציבור. זאת, תוך מודעות לחשש מפני מעורבות יתר של בתי המשפט בקביעת תנאי עסקאות. שכר הטרחה המשמעותי שפסק בית המשפט אף מהווה איתות חשוב לכך שמי שיגיש תביעה איכותית, שתיטיב עם המש-

ההכרה בחובת הדירקטוריון להביא לאישור האספה את העסקה הטובה ביותר האפשרית בניסיונות מזמינה מעורבות פעילה של בתי המשפט בהגנה על בעלי מניות, הנדרשים להיפרד ממניותיהם בעסקת מיזוג



פרופ' אסף חמדני, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית בירושלים



ועדה ייעודית לניהול המו"מ. ההחלטה מותירה מספר סוגיות ללא מענה. ראשית, מתי יופעל מבחן ההגינות המלאה? ההחלטה עוסקת בהחלטה על מכירת השליטה בחברה לצד ג'. אולם ניגודי עניינים יכולים להתעורר גם בעסקאות אחרות, כגון רכישת נכס מהותי מבעל השליטה או תשלום דמי ניהול. שנית, גם בהנחה שהמבחן יופעל, נשאלת השאלה מה תהיה המתכונת שלו ביחס לעסקאות אחרות. לדוגמה, האם בתי המשפט יאמצו מתכונת מרוככת של המבחן ביחס לעסקאות שהשפעתן על התאגיד אינה כה דרמטית, כגון מכירה של נכס מסוים לבעל השליטה? לבסוף נשאלת השאלה כיצד מתיישב המבחן, המבוסס על העברת נטלי ההוכחה, עם תנאי הסף להגשת תביעה נגזרת. אחרי הכל, במקרים שמדובר בעסקה בין התאגיד לבעל

רקטוריון בעסקאות רכישת שליטה. ההחלטה בעניין מכתשים כוללת, בין השאר, את הקביעות הבאות: ראשית, בעל שליטה חב בנסיבות מסוימות חובת הגינות במישרין לבעלי מניות המי-עוט. שנית (בהתאם לדעת המיעוט של הנשיא ברק בפרשת **נצבא**), העובדה שנתקבלו כל האישורים הקבועים בחוק החברות אינה מחסנת מפני ביקורת שיפוטית עסקה הנגועה בניגוד עניינים של בעל שליטה. בית המשפט יבחן את העסקה לפי מבחן ההגינות המלאה. מבחן זה אינו מטיל על החברה או בעל שליטה חובות נוספות מעבר לאלה שקובע חוק החברות. אולם תאגיד שיפעל בהתאם לדרישות המבחן יזכה לביקורת שיפוטית מקילה יותר אם תוגש תביעה מטעם בעלי המניות מהציבור. במסגרת מבחן זה מדגיש בית המשפט את חשיבות הקמת

השליטה (ולא במכירת המניות של המשקיעים מה- ציבור) תקיפת העסקה בבית המשפט חייבת להיות במסגרת של תביעה נגזרת.

מעמד הדירקטורים וביקורת שיפוטית

מבלי לגרוע מחשיבותן של השאלות שהוצגו לעיל, רשימה זו תתמקד בגישה העקרונית שאימץ בית המשפט. ביסוד ההחלטה עומדת תפיסה נורמטיבית בדבר הציפיות מדירקטוריון המאשר עסקה. תפיסה זו משפיעה על חובות הדירקטוריון באישור עסקאות בניגוד עניינים ובעסקאות שאינן כאלה.

נתמקד בדוגמה הבאה: דירקטוריון שוקל אם לאשר עסקת מיזוג שבה מוצע לרכוש מבעלי המניות את כל מניותיהם. מה תפקיד הדירקטורים בנסיבות אלה? לגישתי, התשובה לשאלה זו נגזרת ממושכלות יסוד באשר לאינטרס הכלכלי של בעלי המניות

(הדיון מתעלם במכוון ממתח אפשרי בין טובת בעלי המניות לזו של התאגיד, הנושים או קהלים אחרים). זכות התביעה של נושי התאגיד מתייחסת לסכום קבוע – סכום החוב. לבעלי המניות, לעומת זאת, זכות תביעה שירית, דהיינו: האינטרס שלהם הוא להשיא את הרווח מההשקעה שלהם. מעמדם זה של בעלי המניות הוא הצדקה לכך שדיני החברות המודרניים מעניקים להם את הזכות למנות דירקטורים ולקבל החלטות מהותיות אח-

רות, והוא אף בא לידי ביטוי בסעיף 11 לחוק החברות.

לפיכך, דירקטוריון אינו יוצא ידי חובתו בכך שהוא מוודא שהעסקה המוצעת הוגנת, סבירה או אינה פוגעת בתאגיד. תכלית החברה המסחרית מחייבת את הדירקטוריון, אשר אישורו מהווה תנאי הכרחי למיזוג, להביא לאישור האספה הכללית את העסקה הטובה ביותר שניתן לגבש בנסיבות העניין.

השופטת קרת-מאיר מאמצת גישה עקרונית זו, העומדת גם ביסוד הפסיקה הענפה של מדינת דלאוור, ואשר ממנה נובעות מספר מסקנות משפ-

טיות שאליהן הגיע בית המשפט.

אישור האספה הכללית. התפיסה כי יש להביא לאספה את העסקה הטובה ביותר האפשרית בני-סיבות עומדת בסתירה לטענה כי אישור האספה מייתר את הצורך בביקורת שיפוטית. האספה הכללית היא בעלת יכולת מוסדית מוגבלת: יש לצפות שבעלי המניות ידחו עסקה הפוגעת בהם, אך הם עשויים לאשר עסקה גם אם ניתן היה להשיג עסקה טובה יותר. זאת כיוון שלבעלי המניות, בניגוד לדי-רקטוריון, אין יכולת לנהל מו"מ אפקטיבי על תנאי העסקה.

חשיבות המו"מ. החובה להגיע לעסקה הטובה ביותר האפשרית מחייבת ניהול מו"מ אפקטיבי. המשמעות המשפטית היא שלא די בהצגת הערכת שווי התומכת בהגינות העסקה. בתי המשפט יב-קשו לבחון גם את המו"מ על תנאי העסקה. כאשר

יש חשש לניגוד עניינים (כמו במקרה של **מכתשים**), יש להראות גם מעורבות של ועדה בלתי תלויה של הדירקטוריון בניהול המו"מ.

בלעדיות סעד הערכה. הגישה העקרונית שאימץ בית המשפט מביאה גם לדחיית הטענה כי בחירת חוק החברות שלא להחיל את סעד ההערכה בעסקאות מיזוג חוסמת את האפשרות להפעלת ביקורת שיפוטית. בהיעדר אכיפה באמצעות ביקורת שיפוטית, לחובות הנאמנות של הדי-

רקטורים תהיה משמעות הצהרתית בלבד. ואכן, דיני המיזוגים והרכישות התפתחו בדלאוור בעיקר תוך פיתוח פסיקתי של חובות הנאמנות של נושאי משרה, וזאת במקביל לסעד ההערכה.

חובות דירקטוריון חברת מטרה

ההכרה בחובות הדירקטוריון להביא לאישור האספה את העסקה הטובה ביותר האפשרית בני-סיבות מזמינה מעורבות פעילה של בתי המשפט בהגנה על בעלי מניות הנדרשים להיפרד ממניותיהם בעסקת מיזוג. ההחלטה בעניין **מכתשים** מחדדת

דירקטוריון אינו יוצא ידי חובתו בכך שהוא מוודא שהעסקה המוצעת הוגנת, סבירה או אינה פוגעת בתאגיד. תכלית החברה המסחרית מחייבת את הדירקטוריון להביא לאישור האספה הכללית את העסקה הטובה ביותר שניתן לגבש בנסיבות העניין

מדברים על



צדקה
זכויות חברתיות,
צרכנות ורגולציה

אפוא עבור עורכי הדין העוסקים בתחום מספר שאלות חשובות בעלות השלכה על ניהול המו"מ ועיצוב הסכמי הרכישה.

חובות נאמנות לבעלי מניות. התביעה בעניין **מכתשים** התבססה על עילות הקיפוח והפרת חובת ההגיונות של בעל השליטה. אולם מהי העילה שבגינה יוכלו בעלי מניות לתבוע במקרה שלא מדובר בניגוד עניינים של בעל שליטה? עילת הקיפוח מהווה חלופה אפשרית לנוכח העובדה שסעיף 191 לחוק החברות חל לכאורה גם על קיפוח בעלי המניות על ידי ההנהלה. עם זאת, דומה שהמסגרת המשפטית המתאימה יותר היא חובות האמונים או הזהירות של הדירקטורים.

חוק החברות מציב לכאורה מכשול בפני ההסתמכות על חובות הנאמנות של דירקטורים. הטענה הטיפוסית של בעלי מניות של חברה הנרכשת בע-

סקת מיזוג היא שמניותיהם נמכרו במחיר נמוך מדי. בעוד שטענה זו מתבססת על קיומן של חובות נאמנות שאותן חבים הדירקטורים במישרין לבעלי המניות, חוק החברות קובע מפורשות כי נושאי המשרה חבים בחובות אמונים וזהירות לחברה. עם זאת, בעניין **קוט** קבעה השופטת פרוקצ'יה כי בנסיבות מסוימות חבים נושאי המשרה חובות במישרין כלפי בעלי המניות. זאת בעיקר כאשר חובות

אלה אינן עומדות בסתירה לחובות נושאי המשרה כלפי התאגיד. בעסקה כמו מיזוג, הכוללת מרכיב של מכירה כפויה של מניות, התפיסה הנורמטיבית שנדונה לעיל מחייבת הכרה בקיומן של חובות כלפי ציבור בעלי המניות.

השפעות על ניהול מו"מ והסכמי רכישה. שאלה נוספת הינה האם בתי המשפט מישראל ייבאו מהפסיקה הזרה, ובייחוד מזו של מדינת דלאוור, גם את פרטי הדוקטרינה בדבר הצעדים הנדרשים מדירקטוריון המבקש לצאת ידי חובות הנאמנות שלו. לדוגמה, מה ההשפעה של חובות הדירקטורים על

אופן ניהול המו"מ? האם יש חובה לבחון את הצורך בניהול הליך של התמחרות לפני חתימת החוזה או אחריו? האם הדירקטוריון רשאי להתחייב להסדרים שעלולים להרתיע רוכשים פוטנציאליים מהגשת הצעות מתחרות?

אולי השאלה החשובה ביותר היא האם הדירקטוריון יכול להתחייב שלא לשקול המלצות מתחרות, או שעליו להשאיר בידי את הסמכות לבחון הצעות שפורסמו גם לאחר החתימה על ההסכם (סעיף fiduciary out)? שאלה זו נוצרת משילוב שני גורמים. ראשית, דרישת החוק למעורבות הדירקטוריון בעסקת מיזוג. שנית, פער הזמנים שבין אישור הדירקטוריון לבין אישור האספה הכללית. הניסיון מלמד שחתימת הסכם הרכישה (בייחוד אם המו"מ נוהל בחשאי) עשויה להביא רוכשים פוטנציאליים נוספים להתעניין ברכישת חברת המטרה. לכאורה

זו אמורה להיות ההזדמנות של בעלי המניות מהציבור לקבל את התמורה המרבית עבור מניותיהם. אולם החברה הרוכשת, החוששת מתרחיש שכזה, תתעקש במקרים רבים על בלעדיות.

הכלל המשפטי הראוי, לעניות דעתי, הוא זה המאזן בין האינטרסים הבאים: מחד, הכרה באפשרות לדירקטורים לכבול את החברה להסכם מיזוג, הניתן עוד לפני אישור האספה, מעקרת את הדרישה לאישור האספה הכללית. אין היגיון

בכלל המתיר לדירקטורים להעמיד בפני האספה עסקה אחת בלבד, כאשר על בעלי המניות להחליט אם לקבל את הצעת הרכישה או לדבוק במצב הקיים. מנגד, חשיפה מלאה של הרוכש המוקדם לסיכון של הצעות מתחרות תרתיע חברות מלהיכנס למו"מ. לפיכך, הכלל המשפטי הראוי יאפשר להעניק לקרו"נה שעיימו נחתם הסכם המיזוג הגנה סבירה באמצעות פיצויים או אמצעים שירתיעו במידה מסוימת רוכשים מאוחרים. אולם לא ניתן יהיה להעניק להסכם המיזוג הגנה מלאה והרמטית מפני כל הצעה מאוחרת לרכישת החברה.

הכלל המשפטי הראוי יאפשר להעניק לקונה שעיימו נחתם הסכם המיזוג הגנה סבירה באמצעות פיצויים או אמצעים אחרים שירתיעו רוכשים מאוחרים. לא ניתן יהיה להעניק להסכם המיזוג הגנה הרמטית מפני כל הצעה מאוחרת לרכישת החברה