

הגינות מלאה! עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים

אסף חמדני ושרון חנס*

מבוא

פרק א': ההתפתחויות המשפטיות

1. הלכת מכתשים אגן ותגובת השוק
2. התפתחויות מאוחרות בפסיקה
3. התפתחויות נוספות

פרק ב': הדרישות מהוועדה המיוחדת

1. הרכב וסמכויות
2. יועצי הוועדה
3. ניהול מו"מ אפקטיבי

פרק ג': תחולת ההסדר המשפטי

1. עסקאות going private ועסקאות מהותיות אחרות
2. המבחן הכמותי
3. עסקאות תגמול
4. עסקאות בהן יש לבעל השליטה עניין אישי
5. עניינים אחרים

פרק ד': ההשלכות הדיוניות

1. שיקולי מדיניות בקביעת הביקורת השיפוטית
2. ההתפתחויות בדלוואר (הלכת MFW)
3. המצב בישראל: דין ראוי

סיכום ומסקנות

מבוא

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

* אסף חמדני הוא פרופסור ושרון חנס הוא דיקאן הפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל אביב. לעזרה מצוינת במחקר אנו מודים ליראת דומנוביץ, אלעד רבין ושירלי רוזנברג. המאמר יראה אור בכתב העת "משפטים" (2018).

¹ בתי המשפט מציינים סיטואציות נוספות שבהן קיים מתח בין עניינו של בעל שליטה לעניינים של בעלי המניות מן הציבור. כך בעניין פינרוס נידונה סיטואציה של מחיקה מן המסחר אשר אינה משפיעה באופן סימטרי על בעל השליטה ועל הציבור. ראו ת"צ (ת"א) 7477-10-11 דב גולדשטיין נ' פינרוס החזקות בע"מ (פורסם בנבו, החלטה מיום 18.03.2013). בדומה, בעניין פרטנר (רוזנפלד) וכן בעניין בזק (ורדניקוב) נזכרה האפשרות שחלוקת דיבידנד מהווה פעולה בניגוד עניינים בנסיבות שבהן בעל השליטה מצוי בלחץ פיננסי קיצוני. תנ"ג (ת"א) 48081-11-11 ראובן רוזנפלד נ' אילן בן דב (פורסם בנבו, ניתן ביום 17.3.2013); תנ"ג (ת"א) 43335-11-12 אילן ורדינקוב נ' שאול אלוביץ (פורסם

חוק החברות עוסק בהרחבה בעסקאות של חברה ציבורית לגביהן קיים ניגוד עניינים עם בעל השליטה (להלן: "עסקאות בעלי שליטה").² לצד חובות הנאמנות של נושאי המשרה וחובת ההגינות של בעל השליטה, קיים 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 ובכלל זה את מתכונת המו"מ 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 לגבי עסקה שזכתה לכל האישורים הקבועים בחוק.

בשנים הראשונות לאחר חקיקתו של חוק החברות נקטו בתי המשפט במדיניות של חוסר התערבות בעסקה אשר עמדה בתנאי האישור הפורמאליים של החוק.⁵ הליך האישור הפורמאלי היווה למעשה תנאי הכרחי ומספיק לאישורה של עסקה 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 מכוון בעניין **מכתשים-אגן**, קבע בית המשפט גישה עקרונית התומכת בנחיצות הביקורת השיפוטית גם לגבי עסקה שאושרה בהתאם להוראות חוק החברות, תוך שהוא עומד על היתרונות העומדים לחברה אשר תבחר להפקיד בידי ועדה בלתי תלויה של הדירקטוריון את משימת גיבוש העסקה.⁷

החלטה שיפוטית זו אימצה, בין היתר, גישה אותה 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

בנבו, ניתן ביום 17.9.2014). רשימה זו אינה דנה במקרים אלו אשר בית המשפט קבע כי לגביהם 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 באופן חלקי תוך שהוא עוסק גם במהלך עיצוב עסקת ניגוד העניינים.

⁴ ס' 270 לחוק החברות. רע"א 5296/13 **אנטורג נ' שטבינסקי**, ס' 12 להחלטה של השופט עמית (פורסם בנבו, 24.12.2013) (להלן: **עניין אנטורג**). "חברה מוסמכת לשחרר נושא משרה בה מחובותו 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 שלנו בעניין **ורדניקוב** בהמשך הרשימה.

⁵ ראו למשל, פרי"ק (ת"א) 30869-11-09 **דירקט קפיטל אינווסטמנטס בע"מ נ' הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ**, מיום ה-5 בינואר 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." (עמודים 7 ו-21 להחלטה).

⁶ לרוב, עסקה בין בעל השליטה לבין החברה הייתה מנובשת על ידי בעל השליטה וצוותו, או על ידי הנהלת החברה שכפופה לבעל השליטה רבה. לאחר גיבושה הייתה העסקה מוצגת במתכונתה המוגמרת לוועדת הביקורת של החברה על מנת שזו תאשר אותה. בוועדת הביקורת עצמה ישבו לעיתים קרובות נציגיו של בעל השליטה, ודירקטורים בלתי תלויים היו לעיתים אף מיעוט בוועדה. וועדת הביקורת לא זכתה ליעוץ עצמאי בנוגע לעסקה ותנאיה, והתוצאה לרוב הייתה אישור של העסקה המוגמרת ללא אומר או בשינויים קוסמטיים בלבד. לאחר אישור העסקה בוועדת הביקורת הייתה העסקה עוברת לדירקטוריון ומשם לאישור האסיפה הכללית, כאשר החוק הסתפק באותם שנים באישור של שליש מן המיעוט בלבד כדי לאשר את העסקה.

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

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

"ההגינות המלאה" שמקורו בפסיקה של דלוואר.⁹ מבחן זה מטיל על בעל השליטה את הנטל להראות שהעסקה כפי שגובשה היא הוגנת.¹⁰ עם זאת, יכולים החברה ובעל השליטה שלה לפעול עוד בשלב גיבוש העסקה על מנת לשכנע את בית המשפט כי אין צורך בבדיקה מכבידה שכזאת. על מנת לעשות כן על החברה לשכנע את בית המשפט בשלושה דברים: ראשית, כי נעשה ניסיון, במידת האפשר, להפעיל "מבחן שוק" ביחס לתנאי העסקה ונחיצותה; 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 סמכויות ומשאבים מתאימים, ושלישית, שבעל השליטה ומי מטעמו מסרו את כל המידע הרלוונטי לוועדה, לדירקטוריון ולאסיפה הכללית.¹¹

מאז אותו מאמר עבר משפט התאגידים בארץ התפתחויות משמעותיות המצדיקות בחינה נוספת של הביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים. ראשית, הוקמה המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל-אביב, והתקבלה ההחלטה העקרונית בעניין מכתשים-אגן. בתי המשפט דנים כיום בתכיפות גדולה יחסית במחלוקות בנוגע לעסקאות בעלי שליטה ומאז הלכת מכתשים-אגן נתקבלו מספר 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 מספר תיקוני חקיקה משמעותיים. 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 ועיצוב עסקאות בניגוד עניינים; שלישית, המשק הגיב במהירות להחלטת בית המשפט בעניין כמציינה. מאז ההחלטה ועד היום ניתן לראות בעסקאות בולטות בניגוד עניינים נעשה שימוש תדיר בוועדת דירקטוריון מיוחדת לניהול מו"מ לבחינת גיבוש העסקה.¹³

רשימה זו בוחנת שלושה עניינים מרכזיים. ראשית, נעסוק בצעדים שבהם צריכה הוועדה הבלתי תלויה לנקוט על מנת לקיים הליך אפקטיבי ובלתי מוטה, וזאת לאור הניסיון שנצבר בהפעלת וועדות בלתי תלויות בשנים האחרונות בישראל ועל רקע תכליתו של מוסד הוועדה המיוחדת. מטרתנו העיקרית בדיון זה היא לעמוד על הקשר שבין התכלית העומדת ביסוד מוסד הוועדה המיוחדת לבין הציפיות מחברי הוועדה מיועציה.

שנית, נבחן באילו סוגי עסקאות בניגוד עניינים ראוי לקיים הליך מיוחד של מו"מ באמצעות ועדה מיוחדת. לגישתנו, נקודת המוצא בכל עסקה חריגה בניגוד עניינים היא שהנטל להוכיח הגינות העסקה הוא על בעל השליטה. עם זאת, מבחן ההגינות המלאה במתכונתו הישראלית הוא גמיש: ככל שהעסקה משמעותית פחות לחברה, כך יש לדרוש פחות מן החברה ומבעל השליטה (הנדרשים ככל מקרה של עסקה חריגה לאשר את העסקה בהתאם להוראות סעיף 275 לחוק החברות) כדי

⁹ לגישת עמיר ליכט, דוקטרינת ההגינות המלאה שפותחה בפסיקה של דלוואר שגויה מבחינת הדוקטרינה המשפטית ומנוגדת לעקרונות יסוד של חובות הנאמנות של נושאי משרה. זאת, כיוון שהיא מאפשרת להכשיר בדיעבד עסקאות שבוצעו בניגוד עניינים ללא הסכמה תקפה של הנהלים. ר' עמיר ליכט "שם הורוד: אמצעי זהירות ושיקול דעת עסקי של נושא-משרה" **משפט ועסקים** יט 475, 534 (2015). על רקע זה, ליכט מזוהר מפני שימוש בדוקטרינה האמריקאית על מנת להכשיר בדיעבד עסקאות שלא אושרו בהתאם לדרישות חוק החברות. ר' עמיר ליכט, "בגנות ההגינות: מקומה הנעדר של הגינות בחובות האמון בדין הישראלי" **משפטים** (עתיד להתפרסם 2018). 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.

¹⁰ המבחן כולל שתי דרישות מצטברות: הליך הוגן ומחיר הוגן. ר' Weinberger v. UOP Inc 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983). אולם, האלמנט המכריע בסופו של דבר הוא השאלה האם המחיר היה הוגן. ר' In re Trados S'holder Litig., 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013).

¹¹ השופט מיכל אגמון-גונן, לעומת זאת, מסתייגת מן הגישה אותה הצענו. טענתה העיקרית היא שאימוץ מנגנון מעין זה בחוק, במסגרת סי' 117(ב1), מייתר את הצורך בביקורת שיפוטית נוספת על עסקאות בעלי שליטה וזאת כל עוד ימצא בית המשפט שההליך נוהל באופן תקין מבחינה פרוצדורלית ומבחינה מהותית. זאת ועוד, הרחבת אפשרות הצבעת המוסדיים על ידי הרשות לניירות ערך או המחוקק, יכולה להגביר את הביקורת החיצונית על טיבן של עסקאות שכאלו, במיוחד לאור פעולתן של חברות היעוץ כאמור. ראה מיכל אגמון-גונן "הטוב (בעלי מניות המיעוט)!! הרע (בעלי מניות השליטה)!!" ובית המשפט בתי המשפט בעסקאות בעלי עניין שעברו את הליעי האישור בחברה" **ספר יוסף גרוס** 47, 54-56, 67-69 (א' ברק, י' זמיר וד' ליבאי עורכים, 2015) (להלן: "הטוב, הרע ובית המשפט"). לדעה שונה, המעודדת ביקורת שיפוטית גם בעסקאות שאושרו לפי סעיף 270 לחוק, ראה יחיאל בהט **חברות – החוק החדש והדין** כרך ב, 549-551 (מהדורה 13, 2015). במסגרת זו טוען בהט כי פירוש מצמצם לחובה להוכיח כי העסקה היא לטובת החברה יכול להוביל למניפולציות מצד בעל השליטה ונושאי המשרה ויביא לאי בהירות ולהתדיינות מרובות.

¹² ר' ע"א 7735/14 **ורדניקוב נ' אלוביץ'**, (פורסם בנבו, 28.12.16) [להלן: עניין ורדניקוב].

¹³ ראו למשל עסקת מיזוג בין דיסקונט השקעות לבין כור, עסקה שבמסגרתה הפכה חברת כלל תעשיות לחברה פרטית, עסקה מתוכננת לרכישת כלל ביטוח על ידי כור, 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.

לעמוד בנטל ההוכחה. אם בוחרת החברה לנקוט בהליך מו"מ כדי להשיג תוצאה מיטבית עבור הציבור וכדי לשכנע את בית המשפט כי כך אכן נעשה, יש להתאים את ההליך וההוצאות הכרוכות בו להיקף העסקה המדובר והשפעתה האפשרית. בפרט, אנו מציעים סיווג מסוים של עסקאות משמעותיות לחברה המצדיקות הליך מלא של משא ומתן בוועדת דירקטוריון בלתי תלויה המסתייגת ביועצים חיצוניים ובלתי תלויים. עסקאות אחרות מצדיקות גם הן הליך מו"מ בהובלת ועדת הביקורת או ועדה בלתי תלויה אחרת, אך ניתן לשים דגש מופחת על שימוש ביועצים חיצוניים, וניתן להסתפק במו"מ קצר יחסית בהתאם לאופי העסקה והשפעתה על החברה. בנוסף, נדון בתפקידיה של הוועדה במגוון עסקאות אחרות שבהן בעל השליטה או ההנהלה עשויים להיות בניגוד עניינים.

לבסוף, נבחן את ההשלכה שיש לשימוש בוועדה 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 וועדה 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 לגבי אפקטיביות פעולת הוועדה או אי התלות שלה אין מנוס מבירור לגופה של עסקה והגינות תנאיה. במקרה הרגיל מן הראוי שבית המשפט יכבד את שיקול דעת הוועדה, אשר כזכור החלטתה עומדת בכל מקרה גם לאישור רוב מקרב המיעוט של בעלי המניות, וזאת על מנת לתת תמריץ לשימוש בוועדות אפקטיביות ובלתי תלויות. רק במקרי קיצון שבהם על פני הדברים עולה ספק ממשי לגבי הגינות תנאי העסקה, יש לצפות לביקורת שיפוטית גם כאשר עבודת הוועדה נחזית כאפקטיבית ובלתי תלויה. מכל מקום, אין חובה מפורשת בדיון לקיים את הליך המו"מ במסגרת וועדה בלתי תלויה. חברה ציבורית רשאית לאשר עסקאות גם ללא הליך המו"מ המיוחד, אלא שבמקרה זה אין מנוס מביקורת שיפוטית נוקבת בדבר הגינותה של העסקה ותנאיה.¹⁴

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 ובתנאים הנדרשים כדי לשכנע את בית המשפט כי מדובר בהליך מו"מ אפקטיבי. בפרק השלישי נעסוק בתנאים להפעלת מבחן ההגינות המלאה ומתכונת המו"מ 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 לעניין זה, אך ככלל מן הראוי שבית המשפט יימנע מבירור עצמאי של הכדאיות הכלכלית של העסקה כאשר לאחר בירור ראשוני מתרשם בית המשפט כי הוועדה הבלתי תלויה קיימה הליך אפקטיבי ובלתי תלוי. הפרק החמישי יסכם בקצרה.

פרק ראשון – קליטת מבחן ההגינות המלאה בישראל

1. רקע: הגינות מלאה וביקורת שיפוטית בישראל

בטרם נדון בהתפתחויות בפסיקה ובשוק ההון בישראל, נציג בקצרה את הגישה אותה הצענו בעבר ביחס לביקורת השיפוטית על עסקאות עם בעלי שליטה. כפי שהסברנו במאמר המוקדם שלנו, הקמת ועדת דירקטוריון בלתי תלויה אינה מתחייבת מן החוק,¹⁵ ואולם אין להתעלם מכך שלבעל השליטה קיימת חובת הגינות, ולנושאי המשרה קיימות חובות נאמנות כלפי החברה.¹⁶ אישור העסקה בהתאם להליך הקבוע בחוק החברות אינו פוטר גורמים אלה מחובותיהם כלפי החברה. חוק החברות גם דורש, נוסף להליך האישור לפי סעיף 275, כי העסקה תהיה לטובת

¹⁴ רשימה זו אינה עוסקת בהיקף הראוי לביקורת שיפוטית ביחס להחלטות אחרות, שאינן נגועות בניגוד עניינים של בעל השליטה. לדיון בסוגיות אלו ר' זוהר גושן, "בית המשפט הכלכלי וקו הגבול בין ניהול כושל לניהול חובל" **משפטים** (עתיד להתפרסם 2018); רות רוני ושיר אשכול "שיקול דעת עסקי והדרישה לקבלת החלטה מיוחדת" **משפטים** (עתיד להתפרסם 2018).

¹⁵ יתר על כן, עובר לתיקון 22 לחוק החברות כלל לא הייתה התייחסות בחוק החברות לאופן שבו על החברה לבחון את העסקה לפני אישורה.

¹⁶ בלשון בית המשפט: "בדיקת הגינות העיסקה הינה למעשה תמונת ראי לקיום חובות הנאמנות של נושאי המשרה וחובת ההגינות של בעל השליטה" (**פרשת מכתשים-אגן**, לעיל ה"ש 7, בעמ' 25).

החברה. יתר על כן, מבחינה מהותית, במקרים רבים אישור בעלי המניות, כשלעצמו, אינו מבטיח כי העסקה הינה הטובה ביותר שניתן היה להשיג בנסיבות העניין.

המבחן אותו הצענו נועד להשלים את הליכי האישור הקבועים בחוק החברות, מחד, תוך מניעת התערבות-יתר של בתי המשפט בגיבוש עסקאות, מאידך. השימוש הוולונטרי 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. ככל שההליך שביצעה החברה הינו הליך תקין ואפקטיבי יותר, כך ראוי שבית המשפט יימנע מהפעלת סמכותו לביורר תנאי העסקה כמתחייב.¹⁷ המטרה היא אפוא שהליך מו"מ אפקטיבי בידי ועדת דירקטורים בלתי תלויה ישלים את דרישות החוק ובכך יהווה מנגנון שוק אפקטיבי שיחליף את הצורך בהתערבות של בית המשפט לבחינת תנאי העסקה בכל מקרה ומקרה. מנגד, בירור משפטי כי אכן התבצע הליך אפקטיבי ובלתי תלוי יתמרץ את מוסדות החברה והדירקטורים 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.¹⁸ גם בעבר טופלו סכסוכים בדיני תאגידים בידיים נאמנות וגם כיום מתנהלים תיקים עקרוניים מחוץ למחלקה הכלכלית, אך אין להקל ראש בהשלכות השינוי. שופט היכול לרכז את עיקר זמנו לתחום מסוים צובר מומחיות חשובה, המאפשרת קבלת החלטות מושכלות גם בתחומים סבוכים בפרקי זמן קצרים. יתר על כן, שופט המכריע על בסיס קבוע 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 עם השפעה משמעותית על עיצוב עסקאות בניגוד עניינים במשק.¹⁹ 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 הגם שאלו אושרו בהליך מיוחד שנקבע בחוק. שנית, שימוש בוועדת דירקטוריון בלתי תלויה לניהול מו"מ בגיבוש עסקה בניגוד עניינים, ככל שהחברה מעוניינת להבטיח תוצאה הוגנת למיעוט ולזכות בהקלות דיוניות בבית המשפט.

בעניין מכתשים-אגן נדונה עסקת מיזוג בין החברה לבין צד שלישי אשר לא היה לו כל קשר לבעל השליטה. המחיר למניה שאותו היה הצד השלישי מוכן לשלם עלה ב-54% על המחיר הממוצע של המניה בחודש שקדם להודעה על המיזוג הצפוי,²⁰ על פי שווי חברה כולל של 2.4 מיליארד דולר.²¹ לפיכך, לא הייתה מחלוקת על כך שהמחיר למניה שנקבע בעסקה היה מצוין גם לבעל השליטה וגם לבעלי המניות מן המיעוט. על גיבוש העסקה טרח בעל השליטה של החברה (חברת כור מקבוצת

¹⁷ בפסק דין מאוחר, בענין הוט, קבע השופט כבוב לענין זה כי קיימת "מקבילית כוחות" ולפיה ככל שהוועדה עשתה עבודתה באופן אפקטיבי יותר, כך תקטן נטיית בית המשפט להתערב. ראו ת"צ 37908-11-12 **פרילוק נ' קול החזקה בע"מ**, פסי' 49 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 8.12.2015). (להלן: עניין **פרילוק נ' קול**). "עת עסקינן בעסקה חריגה של חבה ציבורית עם בעל שליטה בה, ובעיקר עת עסקינן בעסקת going private הגורלית לבעלי המניות בן 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".

¹⁸ המחלקה הכלכלית הוקמה בהתאם לסעיף 42 לחוק בתי המשפט, תשמ"ד-1984 וסמכויותיה מוסדרות בסעיף 42. השופטים במחלקה מטפלים, בין היתר, גם בעניינים הנוגעים לחוק ניירות ערך, חוק ההשקעות, חוק הייעוץ, תביעות נגזרות ותובענות ייצוגיות.

¹⁹ ראו, למשל, מבין מגוון רחב ביותר של החלטות ופסקי דין בסוגיות עקרוניות ותקדימיות, ה"פ (ת"א) 44660-12-11 **איי אל ישראל אקוויטי בע"מ נ' תדביק בע"מ ואח'**, השי' רות רונן, (פורסם בנבו, החלטה מיום 7.5.2012); ה"פ (י-ס) 11-05-11 **גולדפון בע"מ נ' ב. יאיר חברה קבלנית לעבודות בניה 1988 בע"מ**, השי' נעם סולברג, תק-מח (ניתן ביום 11.05.11); תני"ג (ת"א) 21785-02-11 **יונתן בן עמי נ' מנורה מבטחים החזקות בע"מ ואח'**, השי' חאלד כבוב, תק-מח 2012 (1) 9713 (2012); ת"צ (מרכז) 14144-05-09 **הראל נהול קרנות בע"מ ואח' נ' לנדמארק גרופ בע"מ ואח'**, השי' עופר גרוסקופף (ניתן ביום 3.10.10); ת"א (מרכז) 8746-10-09 **רו"ח חן בודיצי'ב בתפקידו כנאמן על הסדר הנושים של חברת אפקון תעשיות בע"מ נ' עזריאל פויכטונגר**, השי' עופר גרוסקופף, (ניתן ביום 16.12.2010); תני"ג (ת"א) 52117-02-12 **בש נ' רסולי (פורסם בנבו, החלטה מיום 28.1.2013)**, השי' רות רונן; ת"צ (ת"א) 2484-09-12 **הצלחה התנועה הצרכנית לקידום חברה כלכלית הוגנת נ' כהן** (פורסם בנבו, החלטה מיום 18.2.2013), השי' חאלד כבוב; ת"א 1570-06 **עוז נ' פרב** (פורסם בנבו, 19.5.2013), השי' דפנה אבניאלי.

²⁰ ר' פרשת **מכתשים-אגן**, לעיל ה"ש 7, בעמ' 15.

²¹ שם, בעמ' 4.

אי.די.בי.) באופן בלעדי, והחברה עצמה, כפי שמתואר בפסק הדין, לא הייתה מעורבת בעיצוב העסקה אשר הוגשה רק בדיעבד לאישור המשולש לפי סעיף 275 לחוק החברות.

ניגוד העניינים בפרשת מכתשים-אגן נבע ממרכיב ייחודי לעסקה. הרוכשת, חברה סינית, הסכימה כי בעלת השליטה (כור) תשאיר מעורבת בחברה גם לאחר הרכישה. הפתרון שגובש הבטיח לכור באופן מיידי את תמורת המכירה (כפי שזכה גם המיעוט לקבל) אבל רוב הסכום הועמד לה כהלוואה כנגד 40% ממניות החברה. הלוואה זו הייתה ללא זכות חזרה (recourse) למלווה מעבר לאותן מניות אשר שימשו גם כבטוחה. 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 אינה עומדת לרשות המיעוט, הצדדים הסכימו כי לבעל השליטה היה עניין אישי בעסקה.

העסקה עוצבה בדרך שהייתה מקובלת לגיבוש עסקאות בניגוד עניינים באותה תקופה. בעל השליטה ואנשי הפנים של התאגיד (שחלקם נושאי משרה גם בבעל 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. בהתאם לנוהג שהיה קיים באותה עת, הציפיה 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 אלו עומדות מבחינה פורמאלית בכללי אישור העסקאות שנקבעו בחוק:

"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"²²

כמו כן, קבע בית המשפט כי קיימת תועלת מהקמת ועדת דירקטוריון מיוחדת ובלתי תלויה לניהול מו"מ 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 באשר ליצירת הליך מו"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 מו"מ בפועל ולא למראית עין; יעדרו ממנה נציגי בעלי השליטה ויהיה מקום לאפשר לה להשתמש במומחים וביועצים שאינם תלויים בבעל השליטה."²³

השפעת פסק הדין על השוק. על אף שבית המשפט לא קבע חובה להקים ועדה מיוחדת, המסר של החלטתו נקלט במשק במהירות. לאחר ההחלטה התפתחה נורמה ואשר על פיה חברות הקימו ועדות דירקטוריון מיוחדות לניהול מו"מ על עסקאות בעלי השליטה. במסגרת זאת ניתן למנות את עסקת הוט מירס, אשר במסגרתה נמכר לחברת הוט הציבורית נכס פרטי משמעותי

²² שם, בעמ' 20.

²³ שם, בעמ' 25.

חברת מירס) מידי של בעל השליטה, ²⁴ עסקת המיזוג בין כור לדיסקונט השקעות, ²⁵ ועסקת מיזוג שבמסגרתה הפכה חברת כלל תעשיות לחברה פרטית. ²⁶

גם בעסקאות ניגוד עניינים שאינן מיזוג ניתן לחזות בהקמת וועדות דירקטורים בלתי תלויות לטובת עיצוב העסקה וניהול מו"מ עם בעל השליטה. במסגרת זאת ניתן למנות את העסקה למכירת הפעילות של חברת "יס" לחברת בזק, שבה היה עניין אישי של בעל השליטה שאול אלוביץ, ²⁷ וכן את העסקה למכירת תיק הביטוח האלמנטרי של "אליהו" לחברת מגדל שבשליטתו של שלמה אליהו. ²⁸

קיימת אם כן 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. ²⁹ כזכור, עסקת מכתשים אגן עסקה במיזוג ולא כללה הנחיה ברורה באשר לעסקאות שאינן מיזוג אשר יצדיקו הליך מו"מ מיוחד ומינוי ועדת דירקטורים בלתי תלויה.

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

2. התפתחויות בפסיקה: המחלקה הכלכלית

בעניין **מכתשים-אגן** השאיר בית המשפט לפחות שלוש שאלות ללא מענה ברור. ראשית, האם התהליך אותו אמורה לנהל הוועדה המיוחדת לצורך קבלת יתרון דיוני צריך להיות זהה בכל עסקת בעל שליטה; שנית, מהן הדרישות מהוועדה המיוחדת; שלישית, מהן ההשלכות הדיוניות המדויקות של שימוש במנגנון הוועדה המיוחדת.

מאז פרשת מכתשים-אגן, נדרשה לסוגיה בעיקר המחלקה הכלכלית, אשר התמקדה בשתי השאלות האחרונות: ההשלכות של שימוש בוועדה 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 תתמזג לתוך כור, כור תהיה החברה הקולטת, וכל מניותיה המוחזקות על ידי בעלי המניות האחרים יעברו לדסק"ש. המשא-ומתן בין כור ודסק"ש נוהל, לגישתו, בין ועדות בלתי-תלויות. הסכם המיזוג אושר בוועדת הביקורת ובדירקטוריונים של כור ודסק"ש, וכן באספות הכלליות שלהן ברוב של כלל בעלי המניות ובכלל זה רוב של 99% מבעלי

²⁴ או ר דו"ח עסקה מיום ה-25 ביולי, 2001 של חברת הוט, http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=661798.

²⁵ דיווח מידי על כניסה למו"מ והקמת ועדות דירקטוריון בלתי תלויות מיום ה-13 בפברואר, 2012, http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=713847. עסקה נוספת היא המיזוג בין חברת אלרון לחברת הבת סטרלינג. ראו דיווח מידי על "כניסה לניהול משא ומתן עם בעלות השליטה" מיום ה-5 בפברואר, 2012, http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=712387. (הושלם ב-10.5.12).

²⁶ בשנת 2011, היא השנה שבחודש מאי שלה התקבלה ההחלטה בעניין מכתשים אגן, הוקמו ועדות בלתי תלויות רק ב-2 עסקאות מיזוג מתוך 7 עסקאות מיזוג המערבות עניין אישי של בעל השליטה. בשנת 2012 התקיימו 12 עסקאות מיזוג עם עניין אישי לבעל השליטה. מתוכן ב-6 עסקאות מיזוג הוקמה ועדת דירקטוריון בלתי תלויה. בשנת 2013 התקיימו 9 עסקאות מיזוג כאמור. מתוכן, ב-8 עסקאות הוקמה ועדת דירקטוריון בלתי תלויה ורק בעסקה אחת לא הוקמה ועדה.

²⁷ 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 (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל – 1970" מא"י ה-03.11.2013, maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=853004.

²⁸ מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ "דוח מידי על עסקה עם בעל שליטה או עם דירקטור שאינה טעונה אישור אסיפה כללית" מא"י ה-12.11.2012 maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=774213.

²⁹ מטעמים טכניים קשה יותר לאסוף נתונים מסודרים על עסקאות ניגוד עניינים שאינן מיזוג.

המניות שאין להם עניין אישי.³⁰ למחלקה הכלכלית הוגשה בקשה לתובענה ייצוגית, אשר הסתיימה בפשרה.³¹ במסגרת הדיון בבקשה לאישור הסכם הפשרה, השופטת רונן התייחסה להליך גיבוש הסכם המיזוג ולהשלכותיו בדבר 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."³²

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."³³

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

תרומה נוספת לדיון ניתן למצוא בהחלטה של השופט כבוב בעניין תועלת לציבור נ' כלל תעשיות.³⁴ באותו ענין, אשר עסק בעסקת מיזוג-חילוט אשר במהלכה רכש בעל השליטה על דרך של מיזוג את אחזקות 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.³⁵ השופט מקבל בעקרון את הגישה אותה השמענו בגרסה מוקדמת של מאמר זה, ואנו נעסוק בהרחבה בעמדתו של בית המשפט בעניין זה בהמשך.³⁶ עמדה דומה השמיע השופט כבוב בענין הוט.³⁷

3. התפתחויות חקיקתיות ואחרות בשוק

מאז כתיבת המאמר הקודם חלו גם מספר התפתחויות חקיקתיות ואחרות אשר משפרות את ההגנה על המשקיעים מהציבור, אך אין בהן לטעמנו כדי לפגוע בנחיצותו של קיום מו"מ על ידי ועדת דירקטוריון בלתי תלויה.

ראשית, סעיף 275 לחוק החברות תוקן במסגרת תיקון מספר 16 לחוק החברות. חלף האישור של שליש מקרב אלו שאין להם עניין אישי באישור העסקה נקבע כי תנאי לאישור יהיה מעתה מחצית מאותם בעלי מניות. זהו תיקון ראוי ואולם כפי שציין בית המשפט בעניין מכתשים

³⁰ ת"צ 43859-08-13 סגל-לוי ייזום ונכסים בע"מ נ' כור תעשיות בע"מ ואח', ס' 4-8 להחלטה (ניתנה ביום 9.1.2014).

³¹ שם, ס' 94.

³² שם, ס' 47.

³³ שם, ס' 49.

³⁴ בעניין זה נדרש בית המשפט, בהליך מקדמי, לבקשה לצו לגילוי מסמכים. ר' ת"צ 47490-09-13 תועלת לציבור נ' כלל תעשיות בע"מ, פס' 39-51 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 14.3.19). השופט כבוב נענה לבקשת התובעת לגילוי מסמכים נרחב בכל הנוגע לעבודתה של הוועדה הבלתי תלויה עוד בטרם דיון לגופו בבקשת אישור התביעה הייצוגית כנגד החברה. השופט קבע בין היתר כי על הנתבעת להעביר לידי המבקשת כל התכתבות בין חברי הוועדה המיוחדת לבין יועציה, כלל המסמכים עליהם התבססו מעריכי השווי והוועדה המיוחדת, פרוטוקולי המשא ומתן ומסמכים רבים אחרים. השופט קבע כי ככלל, כל מסמך עליו התבססה המשיבה בכדי להוכיח בתשובתה עמידה בנטל ההוכחה הנדרש לקיום הליך הוגן ומחיר הוגן בעסקת המיזוג האמורה, ראוי שיהיה גם בידי התובעת. הסף הנדרש בכדי לעמוד בנטל הבקשה לעניין זה הוא סף הגילוי הרגיל הדורש את רלוונטיות החומרים וקיומה של תשתית ראייתית ראשונית, תשתית אשר במקרה שלפנינו התקיימה בעזרת חוות דעת נגדית.

³⁵ ת"צ 47490-09-13 תועלת לציבור נ' כלל תעשיות בע"מ, פס' 26-32 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 6.8.2015).

³⁶ ראה חלק ג' לפרק הרביעי למאמר זה, "המצב בישראל: דין ראוי".

³⁷ עניין פרילוק נ' קול, לעיל ה"ש 16, פס' 51 לפסק דינו של השופט כבוב.

אגן, אין בו כדי לרפא את החששות מהעדר קיומו של מו"מ 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 ולסנן בצורה הטובה ביותר את ההצעות אשר יובאו בסופו של דבר לאישורה של האסיפה הכללית."

שנית, במסגרת תיקון 22 לחוק החברות נכלל גם עיגון חקיקתי מסוים לחלק מן ההמלצות שהעלינו ברשימה קודמת. התיקון עסק בתפקידי ועדת הביקורת בחברה ציבורית ובחברת אג"ח, ולמעשה אימץ שתי המלצות שנכללו במאמר המוקדם שלנו.³⁸ ראשית, נקבע כי במסגרת תפקידיה של ועדת הביקורת עליה גם לקיים הליך "תחרותי" בביקורת של הוועדה או מי שתקבע לעניין זה ולפי אמות מידה שתקבע, אלא אם כן הוועדה סבורה כי ראוי יותר לנקוט בהליך אחר. שנית, ככל שלא נקבע הליך תחרותי, על הוועדה "לקבוע כי יקוימו הליכים אחרים שתקבע ועדת הביקורת, בטרם התקשרות בעסקאות כאמור".³⁹

בתיקון זה יש יותר מרמז לגישת המחוקק לפיה, במקרים המתאימים, השימוש בוועדות דירקטוריון בלתי תלויות לשם עיצוב עסקת ניגוד עניינים עם בעל השליטה הינו הליך רצוי. ההוראה לפיה יתקיימו "הליכים אחרים" עוד "בטרם התקשרות בעסקאות" מהווה התייחסות ראשונה של המחוקק לכך שדרישות האישור הקבועות בסעיף 275 לחוק החברות אינן ממצות, וכי יש חשיבות גם לפעולות שמקיימת החברה לבחינת העסקה ולגיבוש תנאיה. במקרים המתאימים, יש מקום גם למעורבות וועדה דירקטוריונית 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 אשר נותנת חברת אנטרופי 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 מוביל לכך שחברות מקיימות לעיתים קרובות מו"מ עם הגוף המייצג 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 מו"מ מטעם דירקטוריון החברה.⁴⁰

ראשית, המו"מ עם חברת הייעוץ הוא מאוחר, לאחר שפרטי העסקה כבר גובשו ברמה זו או אחרת. חברות רבות נכנסות למו"מ שכזה רק אחרי שהעסקה כבר דווחה לציבור לשם העלאתה על סדר יומה של האסיפה הכללית ולאחר קבלת אישור ועדת הביקורת של החברה והדירקטוריון. 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 היא מורכבת וייחודית יותר, כך התרומה של המו"מ עם הגוף המייצג מוגבלת יותר, שכן נדרשת היכרות קרובה יותר עם החברה עצמה. לסוגיה זו עוד נחזור בהמשך כאשר נדון בעסקאות גרניות כגון העסקה הנפוצה לאישור שכרם של בעלי השליטה, ואולם לעת עתה די אם נאמר כי הפונקציה שממלאת חברת הייעוץ היא פונקציה שונה מזו של ועדת הדירקטוריון המיוחדת. מטרתה המרכזית של חברת הייעוץ היא למנוע כפילות של עלויות הבירור וניתוח המידע אצל משקיעיה הרבים של החברה הציבורית. לעומת זאת תפקידה המרכזי של ועדת הדירקטוריון הוא לעצב מראש את עסקת ניגוד העניינים כך שהתועלת שבה לחברה תהיה מרבית, וכדי להבטיח שלא קופחו בעלי מניות כלשהם. כאשר ועדת הדירקטוריון המיוחדת אינה פועלת

³⁸ ר' חמדני וחנס, לעיל ה"ש 8, בעמ' 99-96.

³⁹ ס' 117 (1 ב) לחוק החברות.

⁴⁰ יש לציין, כי ההמלצה של אנטרופי לא בהכרח קובעת את תוצאות ההצבעה. עסקת בזק-יס, למשל, אושרה ברוב הנדרש על אף שאנטרופי המליצה ללקוחותיה להתנגד לעסקה. ר' יניב רחימי, רחלי בינדמן וגולן חזני, עסקת בזק-יס אושרה למרות כל סימני האזהרה, כלכליסט (21.6.2017), נגיש ב: <https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3715611,00.html>

כראוי או שאינה פועלת כלל אין להתפלא אם אנטרופי נכנסת לוואקום שנוצר ומנהלת מו"מ במקומה, אך אין זה המצב הרצוי מבחינת כל הצדדים המעורבים.⁴¹

4. בית המשפט העליון

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

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

"...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."⁴²

וכן:

"על ההחלטה להלוים 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."⁴³

אם כן, עסקה עם בעל השליטה שאיננה לטובת החברה היא עסקה שדינה לכאורה בטלות גם אם קיבלה אישורים כדין. תוצאה קשה זו מזוויית הראיה של החברה ובעל השליטה מחדדת 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. הדיון 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"⁴⁴. מחד, קובע השופט עמית, בהתאם לעמדה שלו בעניין **אנטורג**, כי סעיף 270 לא מסתפק במנגנוני האישור הקבועים בחוק, אלא דורש כי העסקה תהיה לטובת החברה. וכך הוא קובע:⁴⁵

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

⁴¹ בעניין **פרילוק**, אחד מן ההיבטים הבעייתיים בפעולת הוועדה המיוחדת, שאותם מציין בית המשפט, הוא החשש שהדירקטורים לא מיצו את הליך המו"מ עם בעלת השליטה, וזאת בהנחה כי בעלי מניות המיעוט יוכלו בכל מקרה לנהל מו"מ לאחר ההודעה על העסקה. ר' **פרילוק נ' קול**, לעיל ה"ש 16, פסקה 51.

⁴² ר' עניין **אנטורג**, לעיל ה"ש 4, ס' 26 להחלטה. 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. הנוק 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 (מרכז) 11266-07-08 **שטיינסקי נ' פסיפיקה אחזקות בע"מ**, חברה ציבורית (טרם פורסמה, ניתנה ביום 8.4.2013)).

⁴³ ר' עניין **אנטורג**, לעיל ה"ש 4, ס' 32 להחלטה.

⁴⁴ ר' עניין **ורדניקוב**, לעיל ה"ש 12, פסי' 84 לפסק דינו של השופט עמית.

⁴⁵ שם, פסי' 85.

עניין באמצעות קבלת האישור המשולש, אולם לפי לשון סעיף 270 לחוק, תנאי מקדמי לכך הוא 'ובלבד שהעסקה היא לטובת החברה'.

כנגד שיקול זה, מעלה השופט 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. ביחס לשיקול האחרון, מציין השופט עמית כי התיקונים בחקיקה קיבלו, למעשה, את ההמלצות אותן הבאנו במאמר הקודם.⁴⁶ על רקע זה, קובע השופט עמית כי על בית המשפט להתערב בעסקה שאושרה בהליך נאות רק במקרים נדירים במיוחד.⁴⁷

יש הטוענים כי בדברים אלה ביטל השופט עמית את הצורך בהקמת ועדה מיוחדת לניהול מו"מ כתנאי לאי התערבות בית המשפט.⁴⁸ 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 עליהן עמדנו במאמרנו הקודם. כפי שעולה מהדיון שלנו בתת הפרק הקודם, תיקון 22 אכן מבטא את גישת המחוקק לפיה 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 מו"מ ולא הכתיב לחברה הליך ספציפי כזה או אחר. אולם, מקום בו החברה ובעל השליטה אכן קבעו הליך מניח את הדעת (כפי שיקבע בית המשפט – ר' להלן), אכן אין הצדקה להתערבות בית המשפט בתנאי העסקה. המסקנה שלנו מדברי השופט עמית בכללותם היא אפוא כי את הסייגים מפני התערבות בית המשפט בתנאי העסקה יש להפעיל רק לאחר שבית המשפט התרשם כי החברה ביצעה הליך נאות לגיבוש ואישור העסקה. בהעדר התרשמות שכזאת, ונטל השכנוע לעניין זה מוטל על החברה ובעל השליטה שלה, יש להפעיל את מבחן ההגינות המלאה במלוא עוזו. לעניין זה נחזור בפרק הרביעי של המאמר.

פרק שני – הדרישות מן הוועדה המיוחדת

בפרק זה נציג בהרחבה את הדרישות מתהליך העבודה של הוועדה המיוחדת על רקע הרציונל העומד ביסודו – לאפשר השגתה של העסקה המיטבית עבור החברה או בעלי מניות המיעוט, לפי העניין. הדיון שלנו בפרק זה יתמקד במתכונת המלאה של ההליך, אשר מתאימה לעסקאות גורליות עבור בעלי המניות. בהמשך המאמר נדון במתכונת מרוככת יותר, המתאימה לעסקאות אחרות. לצורך הדיון בפרק זה, נניח אפוא כי מדובר בעסקת מיזוג שבה רוכש בעל השליטה את מניות המיעוט.

אין בכונתנו לחזור כאן על תיאור היתרונות הגלומים בהקמתה של ועדת דירקטוריון מיוחדת לניהול מו"מ בעסקאות בעלי שליטה גורליות. בתמצית, מטרת ההליך היא לחקות ככל הניתן בעזרת הוועדה את התהליך שהיה מתרחש לו היה מדובר בהתקשרות עם צד זר ובהעדר 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 והעזרות ביועצים בלתי תלויים לבחינת העסקה – תורם משמעותית גם להליך האישור של העסקה בידי האסיפה הכללית.

מוסד הוועדה המיוחדת ומקומו במסגרת מבחן ההגינות המלאה שואבים השראה מדלוור.⁴⁹ עם זאת, בין השיטה המשפטית בדלוור לבין השיטה המשפטית בישראל יש מספר

⁴⁶ בלשונו של השופט עמית: "החמרות אלה, שהן ברוח המלצותיהם של חמדיני 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(ב1) המכתיב לחברה תהליך פנימי שיש לקיים בטרם הבאת העסקה לאישור; ועל כך שהערותיהם של חמדיני וחנס התקבלו במסגרת תיקוני החקיקה, ראו אצל אגמון-גונן". שם, פסי' 84.

⁴⁷ שם, פסי' 102.

⁴⁸ ר' א. וול, "האם נדרשת וועדה מיוחדת לאישור עסקאות בעלי עניין?", **כלכליסט** (27.3.17).

⁴⁹ חשוב להבחין בין מבחן ההגינות המלאה לבין מוסד הוועדה המיוחדת. מבחן ההגינות המלאה קובע תקן לביקורת שיפוטית על עסקה בניגוד עניינים, תוך התמקדות בהליך הוגן ומחיר הוגן. מנגון הוועדה המיוחדת מסייע לחברה ולבעלי

הבדלים בעלי חשיבות בהקשר שלנו. הבדל מרכזי אחד הוא דרישת חוק החברות לאישור עסקאות חריגות עם בעלי שליטה בידי בעלי מניות המיעוט. לפיכך, הדיון בפרק זה יתמקד בעיקר בעבודת הוועדה המיוחדת שאינה נזכרת בחוק.

הערה מקדמית נוספת נוגעת לצורך בהפעלת שיקול דעת הן מצד בית המשפט והן מצד היועצים לחברה ולוועדה המיוחדת. לא ניתן לקבוע מראש רשימה נוקשה של כללים בנוגע לסמכויות הוועדה ואופן פעולתה. המציאות העסקית הדינמית עשויה להכתיב דרישות משלה בכל הנוגע לדרך המיטבית לבחינת העסקה וניהול מו"מ על תנאיה. מן הראוי שהיועצים לוועדה יפעילו שיקול דעת בהתאם לתכלית הוועדה על מנת לקבוע האם חיוני להקל בדרישה מסוימת או להחמיר בדרישות אחרות. במקביל, גם בית המשפט צריך לגלות גמישות ופתיחות במקרים שבהם הוועדה מביאה טעמים משכנעים לשינוי מהמתכונת המקובלת לפעולת הוועדה.

א. הרכב וסמכויות

בשיטת המשפט של דלוור מנגנון הוועדה המיוחדת מהווה יציר בלעדי של הפסיקה. לפיכך, בתי המשפט שם מקדישים תשומת לב ניכרת להיבטים הנוגעים להרכב הוועדה וסמכויותיה. בישראל, לעומת זאת, חוק החברות דורש את אישורה של וועדת הביקורת לעסקה וקובע הסדרים נוקשים ביחס להרכב וועדה זו. ככל שחברה ישראלית מחליטה להסמיך את וועדת הביקורת לשמש כוועדה מיוחדת, חלק ניכר מדרישות הפסיקה בדלוור חלות על הוועדה מכוח חוק. הבדלים אלה בתשתית המשפטית מחייבים דגשים שונים באשר להרכב הוועדה וסמכויותיה לפי הדין בישראל.

1. סמכויות

חלק ניכר מהפסיקה בדלוור מוקדש לבחינת השאלה האם הוקנתה לוועדה המיוחדת זכות וטו אפקטיבית על אישור העסקה.⁵⁰ בישראל, לעומת זאת, בהנחה שוועדת הביקורת היא זו שהוסמכה לשמש כוועדה המיוחדת, חוק החברות בישראל מחייב את 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 מו"מ על תנאיה ושכירת יועצים.

בחינת חלופות. ככלל, ראוי שהוועדה המיוחדת תוסמך בידי הדירקטוריון לבחון גם חלופות לעסקה המוצעת בידי בעל השליטה. כפי שנבהיר בהמשך, בעסקת going private מגוון החלופות מוגבל מאד. עם זאת, במישור העקרוני על הוועדה לבחון האם קיימות חלופות ריאליות לעסקה המוצעת בידי בעל השליטה ואף לשקול את החלופה לפיה יש להמנע כליל מביצוע העסקה.⁵¹

ניהול מו"מ. כפי שהסברנו במאמר הקודם,⁵² הסמכת הוועדה לניהול מו"מ מתחייבת מבחינה עסקית-כלכלית כדי 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 כזו שאינה פוגעת בחברה, אלא

השליטה לקבל הקלות דינויות במסגרת מבחן ההגינות המלאה. אולם, הקמת וועדה מיוחדת אינה הכרחית על מנת לעמוד במבחן ההגינות המלאה או כדי למלא אחר דרישת ההליך ההוגן. ר' לדוגמה, Kahn v. Lynch Commc'n Sys., Inc., 669 A.2d 79, 85 (Del. 1995). יתר על כן, הפסיקה בדלוור קבעה לאחרונה כי גם הליך לא הוגן עשוי שלא לזכות את התובע בפיצוי אם המחיר שנקבע בעסקה היה הוגן. ר' In re Trados Inc. S'holder Litig., 73 A.3d 17, 78 (Del. Ch. 2013).

⁵⁰ ר' In re Southern Peru Copper Corporation Shareholder Derivative Litigation, 52 A.3d 761, 792 (Del. Ch. 2011).

⁵¹ עמיר ליכט "שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול דעת עסקי של נושא-משרה", לעיל ה"ש 9, בעמ' 508-509. בענין הוט השופט כבוב ביקר את עבודת הוועדה הבלתי תלויה ושם דגש על כך שלא שקלה חלופות לעסקה. ראו עניין **פרילוק נ' קול**, 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'ק בחקירתו הנגדית כי: **'הוועדה לא בחנה'** אלטרנטיבת לביצוע רכישת מניות הציבור בחברה, למשל באמצעות הצעת רכש".

⁵² ר' חמדני וחנס, לעיל ה"ש 8, עמ' 90-92. ר' גם: In re CNX Gas Corp. S'holders Litig., 4 A.3d 397, 414 (Del.Ch.2010). בעניין זה קבע בית המשפט שאי מתן הסמכות לוועדה לבחון באופן עצמאי חלופות היא הפרת הסטנדרט הנדרש.

שהיא הטובה ביותר האפשרית עבור החברה. עמדה נורמטיבית זו קיבלה לאחרונה חיזוק עקב שינוי סעיף 270 רישא לחוק החברות. עד לאחרונה קבע הסעיף כי על עסקה הקבועה בפרק החמישי להיות כזו "שאינה פוגעת בטובת החברה". כיום, כאמור, קובע הסעיף כי עסקה כאמור חייבת להיות "לטובת החברה".

שכירת יועצים. לוועדה צריכה להיות הסמכות לבחור את היועצים הנדרשים לה לצורך ביצוע עבודתה, וזאת מבלי צורך לקבל את אישורם של גורמים נוספים בחברה. אין מניעה כי החברה תקבל המלצות מידי גורמים בחברה, אך ראוי כי הוועדה תבחן מספר חלופות. מכל מקום, הסמכות הבלעדית לקבלת החלטה בנושא צריכה להיות של הוועדה,⁵³ ועליה לוודא כי היעוץ אותו היא תקבל יהיה אכן בלתי תלוי בהנהלת החברה או בבעל השליטה.⁵⁴

2. הרכב

תפקידה של הוועדה המיוחדת הוא לפעול באופן המדמה, במידת האפשר, את המו"מ אשר היה מתנהל על ידי החברה לו מדובר היה בעסקה עם צד לא קשור. לפיכך, יש להקפיד שנציגי הצד שכנגד בעסקה—בעל השליטה—לא יהיו אלה שינהלו את המו"מ מטעם החברה. מסיבה זאת יש למנות לוועדה דירקטורים שמידת התלות שלהם בבעל השליטה קטנה ככל הניתן. איוש נכון של הוועדה מאפשר שיח חופשי בוועדה, מקל על החשש מהפעלת לחץ ישיר או עקיף מטעם בעל השליטה, ומאפשר גם להקפיד על אי-העברת מידע אשר יכול לפגוע בתוצאת המו"מ בין הצדדים.⁵⁵ הדירקטורים החיצוניים של החברה עומדים בקריטריון אי התלות הנדרש מעצם דרישות הכשרות והליכי המינוי המיוחדים שלהם.⁵⁶ גם דירקטורים בלתי תלויים, כהגדרתם בחוק, אשר אינם דירקטורים חיצוניים, יכולים להתאים.⁵⁷

ברשימה הקודמת שלנו ציינו כי יש ספק רב, בלשון המעטה, אם ועדת הביקורת בהרכבה דאז, יכולה לשמש גם כוועדת מו"מ. באותו זמן, חוק החברות לא הקפיד על אי התלות של ועדת הביקורת ולצד הדירקטורים החיצוניים (בדרך כלל שניים בלבד) ישבו גם לעיתים קרובות עובדים של חברות הקשורות בבעל השליטה.⁵⁸ מאז, וכתוצאה מתיקון 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 כי כיום ועדת הביקורת יכולה לתפקד גם כוועדת המו"מ, למרות שלטעמנו מוטב שרק

⁵³ ר' In re W. Nat'l Corp. S'holders Litig., C.A. No. 15927, 2000 WL 710192, at *22 (Del. Ch.). בעניין זה קבע בית המשפט שאי התלות של יועצי החברה לא נפגעה בשל העובדה שהנהלת החברה ארגנה ליועצים ראינות עם הוועדה. ר' גם In re Emerging Commc'ns Inc. S'holders Litig., C.A. No. 16415, 2004 WL 1305745, at *6 & n.13 (Del. Ch. revised June 4, 2004).

⁵⁴ בעניין הוט ביקר השופט כבוב את הוועדה הבלתי תלויה בכך שלא השלימה את הבדיקה לענין אי תלות היועצים הפיננסיים שלה, וזאת על אף שהיועץ המשפטי לוועדה העמיד את הוועדה על חשיבות הדבר. ראו עניין **פרילוק נ' קול**, לעיל הי"ש 16, פס' 51 לפסק דינו של השופט כבוב. "בענייננו 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 שהוצא במסגרת ההצעה, מבלי שנראה שנערכה כל בדיקה בנושא".

⁵⁵ ר' חמדני וחנס, לעיל הי"ש 8, עמ' 91.

⁵⁶ ס' 239(ב) לחוק החברות. החוק קובע שדירקטור חיצוני בחברה ציבורית ימונה באישור רוב מהמיעוט שאינו בעל עניין אישי באישור המינוי. ר' 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. ר' גם סעיף 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 מינוי של דירקטור חיצוני אשר יכול בשל כך לייצג את האינטרסים של כלל בעלי מניות המיעוט באופן ראוי בהחלטות החברה.

⁵⁷ ההבדל המרכזי בין דירקטור חיצוני לבין דירקטור בלתי תלוי שאיננו חיצוני הוא בכך שלדירקטור החיצוני קיימים הליכי המינוי המיוחדים המחסינים אותו באופן חלקי מפני השפעת בעל השליטה. ר' ס' 1 לחוק החברות ("דירקטור חיצוני") וכן ס' 239(ב) לחוק החברות, המגדיר את דרישת הרוב מבין המיעוט למינוי דירקטור חיצוני אשר אינו חל בהליך מינוי דירקטור בלתי תלוי.

⁵⁸ ר' חמדני וחנס, לעיל הי"ש 8, עמ' 99.

דירקטורים שבלתי תלויים, או שמתקיימים לגביהם תנאי הכשירות לכהונה כדירקטורים בלתי תלויים, כהגדרתם המחמירה בחוק החברות, ישמשו בתפקיד.⁵⁹

מכל מקום, לגבי חברי וועדת ביקורת אחרים, שאינם דירקטורים בלתי תלויים, נדרשת בדיקה פרטנית לגבי היותם בלתי תלויים בבעל השליטה או בחברה. כמו כן, חברי דירקטוריון שחוק החברות אוסר עליהם לשמש כחברי ועדת ביקורת (בשל התלות שלהם בבעל השליטה) אינם יכולים לשמש כחברי וועדת המו"מ המיוחדת.

עד כה, זיהינו מעט חריגות מכלל זה בהרכבן של וועדות המו"מ המיוחדות שנתכוננו במשק בתקופה האחרונה. כך, באחד המקרים מונה יו"ר הדירקטוריון לכהן כאחד מחברי הוועדה המיוחדת לניהול המו"מ בנוגע לעסקה בניגוד עניינים שבה רכשה חברת הוט את חברת מירס.⁶⁰ כפי שהחוק אוסר על יו"ר הדירקטוריון לכהן בוועדת הביקורת כך אין זה ראוי שיכהן בוועדת המו"מ המיוחדת.⁶¹

מעבר לכך, כאשר ועדת הביקורת מונה מספר גדול של חברים הדבר עלול להקשות עליה לבצע את משימת המו"מ שהינה משימה מורכבת ותובענית יותר ממשימת האישור הקבועה לוועדת הביקורת בחוק. מניסיונו ועדות מו"מ אפקטיביות מונות 3 חברים או 4 לכל היותר (בארה"ב נוהגות גם וועדות של שני דירקטורים ולעיתים אפילו אחד, אך איננו ממליצים על אפשרות אחרונה זאת).

שינוי נוסף שנכלל בתיקון 16 לחוק החברות נותן רוח גבית לאפקטיביות של הוועדה המיוחדת. בהמשך לאחת ההמלצות המרכזיות של וועדת חמדני נקבע בחוק החברות כי הארכת כהונה של דירקטור חיצוני יכולה להתבצע על ידי המיעוט בלבד.⁶² האפשרות שלא להיזקק לקולו של בעל השליטה בעת הארכת הכהונה מחזקת במידה מסוימת את אי התלות של הדירקטור החיצוני.⁶³ כמו כן נקבע כהוראה מומלצת בחוק החברות (אשר למיטב ידיעתנו טרם אומצה על ידי חברה כלשהי) ובהוראות המעבר של חוק הריכוזיות, כי גם המינוי הראשוני של הדירקטור החיצוני יעשה על ידי המיעוט בלבד וללא תמיכה של בעל השליטה (להבדיל מברירת המחדל הדורשת רוב באסיפה הכללית ורוב של המיעוט כאחד).⁶⁴

בשולי הדברים נציין, כי במספר מקרים החליטו חברות קשורות אשר ביצעו ביניהן עסקה על הקמת וועדה מיוחדת משותפת, המורכבת מדירקטורים של שתי החברות ותפקידה לוודא כי העסקה הוגנת לשני הצדדים.⁶⁵ לגישתנו, פעולה בדרך זו מנוגדת לתכלית העומדת ביסוד מנגנון הוועדה המיוחדת.

לסיכום, כיום יש אפשרות שהוועדה המיוחדת תהיה וועדת הביקורת (או נגזרת שלה), ובחפיפה זו יש גם כדי להקל על שלב אישור העסקה בוועדת הביקורת לאחר השלמת עיצוב העסקה על ידי וועדת המו"מ. הזהות הפרסונאלית מאפשרת לחברים להיות בקיאים בפרטי העסקה כאשר

⁵⁹ ר' הגדרת "דירקטור בלתי תלוי" בסעיף 1 לחוק החברות.

⁶⁰ ראו הערת שוליים 23, בעמוד 14, הערת שוליים 4 שבו, בדוח העסקה של חברת הוט – מערכות תקשורת בע"מ, מיום ה-25 ביולי, 2011.

⁶¹ השופט כבוב בעניין הוט מקבל את העמדה ולפיה יו"ר הדירקטוריון אינו מהווה חבר מתאים לוועדה הבלתי תלויה. זאת לפחות במקרה שבו מדובר ביו"ר פעיל המקבל שכר ניכר מן החברה. ראה עניין **פרילוק נ' קול**, לעיל ה"ש 16, פס' 51 לפסק דינו של השופט כבוב. "תמונה לדידי היא ההחלטה למנות, מלכתחילה, את הגב הנדלר אשר כיהנה אותה עת ביו"ר דירקטוריון החברה ואף קיבלה גמול משמעותי מהחברה באותה עת בגין כהונתה כיו"ר הדירקטוריון, כחברה בוועדה אשר נדרשת להיות בלתי תלויה."

⁶² ראו ס' 1א245 לחוק החברות; דו"ח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל (בראשות פרופ' אסף חמדני) מיום 27.1.2008 בעמ' 32 <http://ozar.mof.gov.il/hon/2001/gemel/memos/hamdani2008.pdf>

⁶³ חיזוק 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 הכהונה של הדירקטור. לחלופין, בעלי מניות המיעוט יכולים לכפות על בעל השליטה הארכת כהונה של דירקטור חיצוני שהגן היטב על האינטרסים של החברה ושל המשקיעים המציבור.

⁶⁴ ס' 7 לתוספת הראשונה לחוק החברות, התשנ"ט-1999. סעיף 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.

⁶⁵ ר' לדוגמה הליך אישור העסקה בעניין **כור** לעיל.

היא מובאת לאישור, והם יכולים באופן בלתי אמצעי להסביר אותה לחבריהם שלא נטלו חלק בהליך המו"מ. עם זאת, במקרים בהם מכהנים בוועדת הביקורת גם דירקטורים שאינם חיצוניים או בלתי תלויים, יש צורך בבחינה פרטנית של אי התלות של הדירקטור בחברה או בבעל השליטה.

ב. יועצים

נחיצות הייעוץ החיצוני תלויה בטיב העסקה העומדת על הפרק, מורכבותה והיקפה, ואין זה נכון לתת הנחיות גורפות לעניין זה. עם זאת, כאמור בפתח הדברים, פרק זה עוסק במתכונת המלאה של ההליך, הנדרשת בעסקאות גורליות לחברה ובעסקאות משמעותיות אחרות. לפיכך, הדיון שלנו יתמקד בציפיות מן הוועדה ביחס לעסקאות אלה.

כמו בעסקאות מסוג זה עם צדדים לא קשורים, גם בעסקת מיזוג עם בעל השליטה יתעורר בדרך כלל צורך בליווי משפטי וכלכלי של הדירקטורים. הצורך בייעוץ איכותי גובר כאשר לחברי הוועדה המיוחדת אין מומחיות בניהול מו"מ עסקי, בעוד שניהול מו"מ על תנאי העסקה הוא משימה מרכזית המוטלת עליהם. את החשיבות במינוי יועצים מתאימים היטיב להסביר בית המשפט בדלוור:⁶⁶

"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 מו"מ בין צדדים לא קשורים. מטבע הדברים, תלות של יועצי הוועדה בצד שכנגד—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 החברה לא קיימים יחסי תלות, אשר עלולים להעמיד את היועצים בניגוד עניינים בין הצורך לספק ייעוץ מקצועי לוועדה לבין האינטרס של בעל השליטה, או למנוע מהם את היכולת לספק לוועדה המיוחדת ולחבריה ייעוץ כלכלי או משפטי עצמאי. אין להשתמש ביועצים הנותנים תדירות ייעוץ 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.⁶⁷

בהקשר זה נשאלת השאלה האם יש מניעה לשימוש ביועץ משפטי חיצוני העובד עם החברה על בסיס קבוע. מחד, ליועץ משפטי שכזה יש היכרות עם החברה ונסיבותיה המשפטיות. מאידך, כפי שקבעה הפסיקה בדלוור, קיים חשש כי ייעוץ שכזה יחשב כבלתי תלוי.⁶⁸ חשש זה מקבל משנה תוקף בעסקת going private, שבה היועץ המשפטי נדרש לסייע לוועדה במו"מ מול בעל השליטה על התנאים הכלכליים ולסייע לחברי הוועדה בהפעלת שיקול דעתם, בהתאם לחובות שלהם. חוות דעת של יועץ משפטי עשויה להיות בעלת השפעה רבה על דירקטורים, וזאת בייחוד בנסיבות בהן קיים 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

⁶⁶ ר' In re Tele-Communications, Inc. Shareholders Litigation, 2005 WL 3642727, 41 (Del. Ch. 2005).
⁶⁷ בפרשה אשר עסקה בתרומתה של החברה לישראל להסדר החוב של חברת צים, מתח בית המשפט ביקורת על מחדלה של הוועדה המיוחדת לבחון אם מידת התלות של היועצים הכלכליים של הוועדה בבעל השליטה. ר' תנג (ת"א) 628-08-14 קראוסקופני נ' החברה לישראל, פסקה 219 (פורסם בנוב, 26.6.16) (להלן: עניין "קראוסקופני").
⁶⁸ ר' In re Tele-Communications, לעיל ה"ש 65, בעמ' 41-42. בעניין זה נקבע כי בחירתה של הוועדה המיוחדת לעשות שימוש בשירותיהם של היועצים המשפטיים והפיננסיים "הרגילים" של החברה מטילה בספק את עמידתה של העסקה במבחן ההגיונות המוחלטת. ר' 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 Intrest, 69 Bus. Law. 1117, 1139 (2014).

מתכונת עבודה שתאפשר לחברי הוועדה ליהנות מן הידע והניסיון של היועץ המשפטי הקבוע של החברה, מבלי לפגוע באפקטיביות של התהליך.⁶⁹

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. יש להבהיר כי יועצי הוועדה מקבלים הנחיות רק מן הוועדה, וכי הם חבים בחובת סודיות כלפי הוועדה ביחס למידע שהגיע אליהם עקב מילוי תפקידם עבור הוועדה.

סוגיה נוספת נוגעת להסדרי התגמול של היועצים החיצוניים של הוועדה. התגמול ליועצי הוועדה צריך להיקבע בהתאם לשירותים שהם סיפקו לוועדה בלבד. קבלת דמי תיווך בגין העסקה או בונוס על סגירתה, למשל, אינה מתיישבת עם אי תלות.

בהקשר זה, עלתה לאחרונה השאלה האם 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.⁷⁰ במישור העקרוני, אכן יש בעייתיות מסוימת בהסדרים גורפים של פטור מאחריות או שיפוי ליועצים מקצועיים של הוועדה. אולם, למיטב הבנתנו, זוהי פרקטיקה מקובלת בקרב גופים פיננסיים בינלאומיים ולכן, המשמעות הפרקטית של קביעת הגבלות בעניין זה יכולה להיות סירוב של שחקנים בינלאומיים 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 שמשם כיועצים בלתי תלויים -- יהיו אלה שלא יהיו זמינים לוועדה המיוחדת.⁷¹

לבסוף, נבקש להתייחס לפרקטיקה של ייעוץ משותף. כאשר מדובר בעסקה בין שתי חברות ציבוריות של קבוצה אחת, אשר בשתייהן מוקמת וועדה בלתי תלויה לניהול מו"מ על הסכם ביניהם, מן הראוי שכל צד יבחר לעצמו את יועציו. כאשר שתי חברות קבוצה אחת מתדיינות ביניהם על עסקה עליהן לחקות גם במקרה זה מו"מ בין שני צדדים זרים. כשם שאין זה מקובל לחלוק יועצים לעסקה בין צדדים זרים כך אין זה ראוי לחלוק יועצים גם בין חברות קבוצה.⁷² ייעוץ משותף עלול

⁶⁹ מעמדת בית המשפט בעניין **קראוסקופ** עולה כי בית המשפט רואה ביועץ המשפטי החיצוני הקבוע של החברה יועץ שאינו בלתי תלוי. הוועדה הסתייעה אמנם 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 בעבודה שהוועדה התייחסה לנציגים אלה כאילו היו יועצים המשפטיים של הוועדה. ר' עניין **קראוסקופ**, לעיל ה"ש 66, בפסקה 219.

⁷⁰ ת"א 48067-01-11 **בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ נ' רשם החברות**, עמ' 28-29 לפסק דינה של השופטת דנייה קרת-מאיר (פורסם בנבו, 14.5.2012). בנוסף לאמור, קבעה כבוד השופטת דנייה קרת-מאיר שעל שכרו של נותן חוות הדעת להיות קבוע מראש ושעליו להיות נטול כל קשר ותלות בבעל השליטה והחברה. כל עוד לא מולאו תנאים אלו, קיים מצב פונטציאלי של ניגוד עניינים. ר' גם *The Evolving Role Of Special Committees In M&A Transactions*, עמ' 1141-1142, בו מזכיר הכותב אמרה ברוח דומה בדו"ח אגודת חברות הביטוח הבריטיות (ABI) הממליצה לחברות שממנות ועדה מיוחדת לקבוע מראש את שכר היועצים בכדי למנוע את ניגוד העניינים האמור.

⁷¹ בכללים שפרסמה רשות ניירות ערך ביחס למעריכי שווי נקבע כי הסדרי שיפוי המותרים למעריך השווי חשיפה של פי שלוש לפחות מסכום שכר הטרחה שלו לא ייחשבו ככאלה הפוגעים בתלות שלו. ר' עמדת סגל משפטית 105-30, **גילוי על קיומה של תלות בין מעריך שווי לבין התאגיד וגילוי בנוגע למעריך שווי שהערכותיו מהותיות מאד לתאגיד**, סעיף 13(ג) (22.7.15).

⁷² ר' *in re Del Monte Foods Co. Shareholders*, 25 A. 3d 813, 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."

ר' גם *In re Rural Metro Corp. Stockholders Litig.*, 88 A.3d 54, (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

להעמיד את היועץ עצמו בניגוד עניינים מובנה. אנו ממליצים לעצב נוהג ברור לעניין הפרדה כאמור אף שהקפדה זאת חשובה פחות מההקפדה על אי תלות היועצים בבעל השליטה. עסקאות מצומצמות בהיקפן, לרבות עסקאות לקבלת שירותי ניהול מבעל השליטה וחלוקת ההוצאה בין חברות הקבוצה, יכולה להוות חריג לעניין זה.

תפקיד היועץ הכלכלי. נאותות המחיר המוצע ושווי המניות המוחזקות בידי ציבור המשקיעים מהווה שיקול עיקרי בבחינת הצעת מיזוג בכלל, והצעת מיזוג מטעם בעל השליטה בפרט. לפיכך, בעסקאות מיזוג מקובל כי הדירקטוריון 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, על מנת שהוועדה המיוחדת תוכל למלא את תפקידה כהלכה, מן הראוי כי היועצים הכלכליים של הוועדה יעמידו לרשות הוועדה גם את מומחיותם הכלכלית, ניסיונם העסקי והיכרותם עם שוק ההון לצורך בחינת חלופות אפשריות לעסקה, לרבות היכולת להוציאן אל הפועל בנסיבות. מומלץ גם כי היועצים הכלכליים (או גורם מקביל אחר) ילוו את הוועדה בהליך המו"מ ויעמידו לרשותה גם את ניסיונם בתחום זה. לדוגמא, היועצים הכלכליים יכולים לייעץ לוועדה בגיבוש אסטרטגיית המו"מ עם נציגי בעל השליטה או, לפי הנחיות הוועדה, להשתתף במו"מ עם נציגי בעל השליטה על התנאים הכלכליים של העסקה המוצעת.

ג. הליך מדמה שוק אפקטיבי

התפקיד העיקרי של הוועדה הוא לקיים הליך מדמה שוק ולפעול באופן דומה לזה שהייתה פועלת החברה במגעייה עם צד בלתי קשור. מטבע הדברים, יש קושי לתרגם תפקיד עקרוני 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 שלא ניתן לתת מתכונת כללית לדרך שבה ראוי שאיש עסקים ינהל מו"מ על עסקה שהוא מקדם בעסקיו הפרטיים, כך גם לא ניתן לתת מפרט לחברי וועדת המו"מ.

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

1. הציפיות מהוועדה

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 למנוע ולפקח על הבנק המלווה או לחלופין, למנוע סיטואציה בה הבנק המלווה והיועצים בו נמצאים בניגוד עניינים ואינם משרתים את טובת החברה. מהלכות אלו ניתן להסיק כי קיימת חובה לדירקטוריונים להימנע מקיום ניגוד עניינים שכזה ועליהם לפעול למנועו מבעוד מועד, וזאת אף אם הבנק והיועצים הסתירו זאת מענייניהם.

הציפיה העקרונית מהוועדה היא לפעולה נמרצת ואקטיבית להגנת החברה והמשקיעים מהציבור, להבדיל מנסיון להענות 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 בדלוואר:

" 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."⁷³

ציטוט זה לגבי הציפיה הכללית מוועדת המו"מ לקוח מפסק הדין בעניין סאות'רן פרו, שבו נדון בהרחבה בהמשך. באותו מקרה קבע בית המשפט ביחס 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 aggressively testing the assumption that the Merger was a good idea in the first place"⁷⁴

לסיכום, על חברי הוועדה המיוחדת לפעול באופן שידמה ככל הניתן את אופן הפעולה בין צדדים לא קשורים. בהקשר זה עליהם להפגין עצמאות מבעל השליטה ואקטיביות להגנת החברה ובעלי מניותיה. כפי שנסביר בפרק העוסק בהשלכות הדיוניות של ההליך, הכרעה שיפוטית בעניין זה מחייבת בחינה כוללת של פעולות הוועדה על מנת להתרשם מכנותה ותפקודה, ולא ניתן להסתמך על רשימה סגורה של אינדיקציות אובייקטיביות לצורך זה. עם זאת, נצביע להלן על מספר הנחיות הנגזרות מן הציפיות העקרונית מהוועדה המיוחדת.

2. הנחיות ספציפיות

הבנת התפקיד. כאמור, תפקידה של הוועדה אינו לקיים הליך אישור פסיבי, המתמצה בבחינת הערכות שווים, למשל. הוועדה אינה אמורה לקבל את העסקה כעובדה מוגמרת, או כהצעה שיש לקבלה או לדחותה אותה מבלי לשקול את המבנה שלה או תנאיה. גם בהנחה שהעסקה טובה לחברה, יש לנסות ולמקסם את התמורה לחברה או לבעלי מניות המיעוט.

על מנת להבהיר נקודה זו מומלץ כי היועץ 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, ניתן לטעון שיש 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.

⁷³ ר' *In re Southern Peru*, לעיל ה"ש 49, בעמ' 789.
⁷⁴ שם, בעמ' 801.

בפרק זה אנו מתמקדים בעסקה של 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 והן את מניות בעל השליטה. אולם, כדי שחלופה זו תהפוך לריאלית נדרשת הסכמה של בעלת השליטה להעמיד גם את מניותיה למכירה. מטבע הדברים, לא ניתן לחייב בעל שליטה להעמיד את מניותיו למכירה רק על מנת לנסות ולקבל מחיר גבוה יותר עבור מניות המיעוט.⁷⁵

ניהול מו"מ. הכלי המרכזי העומד לרשות הוועדה לצורך ניהול מו"מ הוא הצורך בהמלצתה לשם אישור העסקה (ואם מדובר בוועדת הביקורת, גם הצורך באישורה לפי חוק החברות). על חברי הוועדה לעשות שימוש מושכל במנוף זה לצורך שיפור תנאי העסקה, בהנחה שמדובר בעסקה טובה לחברה ולבעלי מניותיה. עם זאת, ניהול מו"מ הוא אמצעי בלבד להבאת העסקה הטובה ביותר לאישור. בסופו של דבר, השאלה שעל הוועדה לשאול את עצמה היא האם ננקטו האמצעים הסבירים כדי להביא בפני בעלי המניות את ההצעה הטובה ביותר האפשרית בנסיבות העניין.

הקפדה על סודיות. מן הצורך לנהל מו"מ מדמה שוק נובעת החשיבות של הקפדה על סודיות המידע בכל הקשור להכנה למו"מ, כך שלנציגי בעל השליטה לא יהיה מידע מוקדם אודות אסטרטגיית המו"מ של חברי הוועדה המיוחדת או נציגיה. לא יעלה על הדעת שנתונים שמשמשים את הוועדה המיוחדת למו"מ יועברו לידיעת בעל השליטה (לדוגמא: טיוטות של הערכת שווי שעל בסיסן מתכוונת הוועדה לנהל מו"מ).⁷⁶

לפיכך, חשוב להקפיד שמי שיש לו עניין אישי בעסקה ומי שתלוי בבעל השליטה לא ייקח חלק בפעולת הוועדה הנוגעות למו"מ עם בעל השליטה, בדגש על הכנות הוועדה למו"מ וקביעת האסטרטגיה שלו. במקביל, מו"מ עם בעל השליטה ונציגיו ראוי שיתקיים בצינורות 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 וועדת הביקורת במסגרת תיקון 16 לחוק. ככלל, נושאי משרה של החברה רשאים לקחת חלק בדיון ככל שהוועדה זקוקה לסיוע שלהם ולפי קביעתה, ואולם בשלב קבלת ההחלטות בסוגיות הנוגעות למו"מ (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 מביעים חברי הוועדה או יועציה עמדות בנוגע למתכונת הראויה של העסקה או האסטרטגיה שבה יש לנקוט מהווה לשיטתנו חלק משלב קבלת ההחלטות של הוועדה. ההפרדה האמורה צריכה לקבל שיקוף נאות בפרוטוקול הישיבה, ועל הוועדה (בסיוע היועץ המשפטי שלה) לקבוע נהלים על מנת להבטיח את סודיות המידע עד להשלמת העסקה.

העברת מידע מההנהלה לוועדה המיוחדת. על מנת שהוועדה תוכל למלא את תפקידה בתורה אפקטיבית, נדרש שההנהלה תעביר לה כל מידע רלוונטי. בעסקת going private, יש חשיבות מיוחדת למידע רלוונטי לצורך קביעת השווי ההוגן של מניות החברה, ובכלל זה תחזיות רווח, תכניות אסטרטגיות וכיו"ב.⁷⁷

דרישה אחרונה זו חשובה במיוחד כיוון שהיא משליכה גם על בעל השליטה וגם על ההנהלה הפועלת מטעמו ומבטיחה בסופו של דבר את האפקטיביות של מנגנון השוק. על מנת שבעל השליטה יוכל להינות מן היתרונות הדיוניים של שימוש נאות בוועדה המיוחדת, עליו להעמיד לרשות הוועדה ויועציה את מלוא המידע המצוי ברשות החברה ושיש בו השלכה לעניין השווי ההוגן של מניותיה.⁷⁸

⁷⁵ ר' *Bershad v. Curtiss-Wright*, 535 A.2d 840 (Del. 1987)

⁷⁶ ר' *In re Emerging Communications*, 2004 Del. Ch. LEXIS 70, 129

⁷⁷ בפרשת הוט, לדוגמא, נראה שהוועדה לא דנה בהשלכות ההסכמות של בעלת השליטה לרכוש את מניותיהם של שני בעלי מניות גדולים על השווי ההוגן של מניות המיעוט בעסקת going private.

⁷⁸ בפרשת Dole בית המשפט ראה בחומרה אי העברת מידע לידי הוועדה המיוחדת והיועץ הכלכלי שלה. במקרה זה, בית המשפט ציין כי מניעת האינפורמציה מהוועדה פגעה ביכולתה לנהל משא ומתן על בסיס מידע מלא ומדויק, אשר

מידע זה יעובד בידי הוועדה, והחלקים המהותיים שבו ישמשו את מערכי השווי וידווחו לציבור המשקיעים במסגרת הבאת העסקה לאישור בידי האסיפה הכללית. בכך, משמשת דרישה זו לא רק כדי להבטיח את אפקטיביות התהליך של הוועדה המיוחדת, אלא גם את האפקטיביות של מנגנון השוק—אישור העסקה בידי בעלי המניות שאין להם עניין אישי.

3. דוגמא: ההחלטה בעניין Southern Peru

עניין סאות'רן פרו, שהוא אחד מפסקי הדין הידועים של בית המשפט בדלוואר בשנים האחרונות, מהווה דוגמא מצויינת למקרה שבו נפסלה עבודתה של הוועדה המיוחדת, וזאת על אף שלא נפל כל פגם בהרכב הוועדה, סמכויותיה או אי התלות של יועציה.

באותו ענין, רכשה חברה על דרך של מיזוג את החזקותיו של בעל השליטה בחברה אחרת ושילמה תמורתן במניות החברה. בית המשפט, לא התרשם מכנות פעולתה על הוועדה, על אף שהרכבה עמד בדרישות המקובלות ויועציה. בפרט, בנק ההשקעות הידוע, גולדמן זאקס, ששימש כיועץ פיננסי, היה ללא ספק בלתי תלוי ומוכשר במיוחד למילוי המשימה. בסוף ההליך, בית המשפט קבע שבעל השליטה להשיב לחברה סכום עתק של למעלה מ-2 מיליארד דולר.

על פי בית המשפט, התנהלות הוועדה העידה כי הלך הרוח של חברה היה מנוגד בתכלית לציפיות ממנה. במקום לפעול כדי להשיג את העסקה הטובה ביותר עבור החברה, הוועדה פעלה להצדקת מבנה העסקה ותנאי העסקה בהם חשק בעל השליטה. מסקנה זו מפרט 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"⁷⁹

את עמדתו מגבש בית המשפט לאחר שהוא עוקב בפירוט אחר כל צעד ושעל של מהלך המו"מ. מגוון סממנים אותם מציין בית המשפט מעידים על אותו פגם בהלך הרוח של הוועדה⁸⁰ בפרט, בלטו שני פגמים בתפקוד הוועדה.

הפגם הראשון הוא שהוועדה לא שקלה מתווה אחר לעסקה חלף המתווה שהוצג לפנייה (רכישת החברה הפרטית שבבעלות בעל השליטה על דרך של מיזוג בתמורה למניות החברה הרוכשת). פגם זה מפריע לבית המשפט במיוחד, שכן הוא חושף כשל בהבנת תפקידה של הוועדה.⁸¹

פוטנציאלית היה עלול להוביל לדחיית הצעת המיזוג. ר' *In re Dole Food Co., Stockholder Litig.*, 2015 Del. Ch. LEXIS 223, 5-6

⁷⁹ ר' *In re Southern Peru*, לעיל ה"ש 49, בעמ' 801.

⁸⁰ מענין השווה בין אותו פגם עקרוני שמצא בית המשפט בדלוואר בעניין סאות'רן פרו לבין 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 על מנת להצדיק את העסקה ולא כדי לבחון אותה. במסגרת זאת טענו התובעים כי "הוועדה המיוחדת מונתה רק לאחר שכבר גובשה עמדתה חברה לישראל וכשישה חודשים לאחר שהחלו המגעים להסדר החוב" וכי הוועדה בחרה למנות יועץ פיננסי מטעמה "רק לאחר שהחברה לישראל הגיעה להסכמה עקרונית על הזרמת 200 מיליון דולר לצים, תמורת 32% ממניותיה". ראו בוקסר ואלוני נ' החברה לישראל, 1.2527139/markets/1.2527139. http://www.themarket.com/markets/1.2527139. למען הסר ספק איננו מביעים כאן כל עמדה ביחס לתקפות טענות אלו.

⁸¹ ר' *In re Southern Peru*, לעיל ה"ש 49, 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."

הפגם השני, וככל הנראה גם המכריע, היא תמחור לא שגרתי של העסקה על ידי היועצים הפיננסיים. תמחור לא שגרתי או תיקון מאולץ של תמחור ראשוני מהווה לא פעם סממן לבעייתיות בפעולת הוועדה. כזכור, באותו מקרה שולמה התמורה לבעל השליטה במניות של החברה הציבורית הרוכשת. לכאורה, מתבקש היה כי וועדת המו"מ תקבע את תמחור הנכס הנרכש 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.⁸² תמחור לא שגרתי זה הוא שגרר מחיר גבוה לנכס הנרכש דווקא משום שהשוק העניק תמחור יוצא מן הכלל גבוה למניות החברה עצמה.

בית המשפט מבקר את וועדת המו"מ ויועציה, ובצדק, על דרך פעולה זאת. במקרה שבו השוק מתמחר באופן גבוה את מניות החברה הרוכשת, מקובל כי חברה זו תנצל עובדה זו לטובתה, וזאת 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 מגיב בחומרה למהלך זה כדלקמן:

"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."⁸³

פגמים אלו אותם זיהה בית המשפט באותו מקרה של סאות'רן פרו הם רק דוגמה לכשלים אפשריים בפעולת הוועדה. מכל מקום, לדוגמה זו מספר השלכות לענייננו. ראשית, מקרה זה ממחיש היטב את החשש מפני ציות קוסמטי גרידא למתווה הוועדה המיוחדת. הקפדה יתרה רק על המאפיינים התהליכיים, כגון הרכב הוועדה ואי התלות של היועצים בה, 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 משמעותי בהכרעת בית המשפט האם להקנות משקל דיוני לעבודת הוועדה. הניתוח המשכנע של מכלול העובדות בידי בית המשפט, בהתבסס על בחינת הפרוטוקולים של הוועדה, הוא זה שמביא אותו למסקנה כי התהליך שניהלה הוועדה אינו מתיישב עם הציפייה העקרונית ממנה. בהקשר זה, דומה שיש יתרון מיוחד לבית משפט מתמחה, אשר חשיפתו למספר רב של מקרים תקנה לו את הניסיון הנדרש לבצע בחינה מסוג זה.

לבסוף, חשוב לציין כי בית המשפט אינו מתבסס על נימוקים הנוגעים לשיקול דעת הוועדה בנוגע לטקטיקת המו"מ. בית המשפט לא קובע כי ניתן היה 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 תחת תכתיבים של בעלת השליטה. חשוב לציין בהקשר זה, כי בחינה הולמת של עבודת הוועדה המיוחדת בבית המשפט מחייבת גם תיעוד מיטבי

⁸² על מנת 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 באמצעות אותו 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 העקרון דומה לזה שתואר כאן בהפשטה.

⁸³ ר' *In re Southern Peru*, לעיל ה"ש 49, בעמ' 804.

של עבודתה.⁸⁴ מאחר שהנטל על החברה ובעל השליטה להוכיח לבית המשפט את אפקטיביות עבודת הוועדה, מן הראוי שהוועדה תסדיר את נושא התיעוד כבר בתחילת עבודתה.

פרק שלישי: מתי ראוי להחיל את ההליך?

פרק זה דן בשאלה מהן סוגי העסקאות שבהן ראוי להחיל את המנגנון המלא אותו הצגנו בפרק הקודם. סוגיה זו אינה זוכה למענה ברור גם בידי הפסיקה של מדינת דלוור. רוב הפסיקה שדנה במבחן ההגינות המלאה עוסקת בעסקאות going private. הפסיקה שדנה בעסקאות אחרות מתמקדת לרוב בעסקאות מהותיות מאד עבור החברה. למעשה, אין הכרעה ברורה בדלוור מהו תקן הביקורת השיפוטית בעסקאות עם בעלי שליטה שאינן עסקאות מיזוג ואינן עסקאות גורליות עבור החברה.⁸⁵

בכל הנוגע למצב המשפטי בישראל, ניתן היה, לכאורה, להסתמך על המבחנים הקבועים בחוק לצורך זיהוי עסקאות הטעונות אישור משולש, ובייחוד ההבחנה בין עסקאות חריגות לבין עסקאות שאינן חריגות.⁸⁶ אולם, ההגדרה בחוק לעסקה חריגה רחבה מאד וכוללת גם עסקאות ללא השפעה כלכלית מהותית על החברה.⁸⁷

הגנה אופטימלית לבעלי מניות המיעוט מחייבת איזון בין הסכנה הטמונה בעסקה, התרומה הצפויה של התהליך והעלויות הכרוכות בו. אמנם, אין חובה לקיים את הליך הוועדה המיוחדת, אך לנוכח החשש מאחריות אישית וחוסר הוודאות ביחס לעסקה אשר על החברה ובעל השליטה מוטל נטל כבד להוכחת הגינותה, מן הראוי כי בתי המשפט יקבעו הנחיות ברורות באשר לנסיבות בהן יש צורך בהליך הוועדה המיוחדת בנוסף לאישור האסיפה הכללית.

המתכונת המלאה של המנגנון הינה מורכבת ועתירת עלויות, המושגות 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 המו"מ מידי ההנהלה, שהיא זו העוסקת במהלך העסקים הרגיל בניהול מו"מ עסקי) והסטת תשומת הלב הניהולית של מוסדות החברה. בצד התועלת, התרומה של הליך מלא של ניהול מו"מ בידי ועדה מיוחדת אינה זהה ביחס לכל סוגי העסקאות, ובייחוד על רקע הדרישה בחוק החברות לאישור בידי רוב מקרב המיעוט. כך, למשל, יש עסקאות שבהן למו"מ על תנאי העסקה צפויה תרומה שולית להגנת משקיעי המיעוט, שכן מדובר בנכסים או שירותים שאת שוויים ניתן לקבוע בקלות יחסית תוך השוואה לתנאים המקובלים בשוק. בנוסף, ככל שהעסקה גורלית פחות, כך גם פחות החשש כי בעלי מניות המיעוט יאשרו אותה למרות שהם סבורים כי העסקה אינה הטובה ביותר שניתן היה להשיג בנסיבות העניין.

ההצעה שלנו בפרק זה משקפת עמדה עקרונית כללית יותר לגבי ההבחנה בין מבחן ההגינות המלאה לבין הדרישות התהליכיות הנובעות ממנו. מבחן ההגינות המלאה קובע תקן של ביקורת שיפוטית ביחס לעסקאות הנגועות בניגוד עניינים, ואשר לפיו הנטל להוכיח הגינותן של עסקאות אלה מוטל על בעל השליטה או החברה. אולם, ממבחן זה לא נובעת דרישה ספציפית לגבי תהליך קונקרטי שעל הדירקטוריון לקיים. יתר על כן, כפי שנסיביר בהמשך הפרק, הציפיות מוועדת

⁸⁴ יפים לענין 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." תני"ג (ת"א) 13663-03-14 ניומן נ' פיננסיטק, פס" 88 (פורסם בנבו, 24.5.2015).

⁸⁵ לדיון נרחב בעניין זה ראו In re Ezc Corp Inc. Consulting Agreement Derivative Litigation, 2016 WL 301245 (Del. Ch.) עמ' 23-60.

⁸⁶ ראו סעיף 1 לחוק החברות והטיפול הנפרד בעסקאות חריגות ושיפוטיות בפרק החמישי של החלק השישי של החוק שכותרתו "עסקאות עם בעלי עניין".

⁸⁷ הגדרת עסקה חריגה בסעיף 1 לחוק החברות כוללת גם עסקאות שאינן במהלך עסקים רגיל או שאינן בתנאי שוק. ביחס למונח "תנאי שוק", הפרשנות הרווחת היא שהוא מחייב אישור גם כאשר מדובר בעסקה שלגביה אין "שוק" מוגדר ולכן לא ניתן לקבוע אם היא בתנאי שוק.

הביקורת או מן הוועדה המיוחדת שמקים הדירקטוריון משתנות בהתאם לנסיבות, לרבות טיב העסקה ומהות ניגוד העניינים של בעל השליטה.

לשיטתנו, מבחן ההגינות המלאה חל עקרונית בכל עסקה חריגה עם בעל השליטה או שבה יש לבעל השליטה בה עניין אישי, אך את מרכיבי הנטל להוכחת הגינות העסקה יש להתאים לנתוני העסקה העומדת על הפרק. בהתאם לעמדה שהובעה בקצרה בהחלטות של המחלקה הכלכלית,⁸⁸ גם אנו סבורים כי אין זה הגיוני לדרוש הליך יקר וממושך ברמת הדירקטוריון לגבי עסקה שאיננה משמעותית לחברה רק כדי להניח את דעתו של בית המשפט כי העסקה הוגנת על אף ניגוד העניינים הטמון בה, וזאת כאשר מדובר בעסקה המאושרת בכל מקרה בידי בעלי המניות. אמנם יש היגיון בניהול מו"מ עם בעל השליטה בכל עסקה הדורשת אישור "משולש". אולם, בעסקאות שאינן גורליות או כאלה שאינן משמעותיות במיוחד לחברה ניתן להסתפק בהליך גמיש יותר, שאיננו תובעני יתר על המידה.

ההבדלים בין סוגי העסקאות צריכים לדעתנו לבוא לידי ביטוי בדרישות לגבי הרכב הוועדה ובטיב ההליך שתנהל. כאשר מדובר בעסקה שהיא בהיקף משמעותי עבור החברה, יש לצפות כי הוועדה היא זו שתנהל את המו"מ, תוך הסתייעות ביועצים חיצוניים ובלתי תלויים וללא מעורבות פעילה של חברי הנהלה. בעסקאות שאינן משמעותיות, לעומת זאת, ניתן יהיה 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 הינם דירקטורים בלתי תלויים בבעל השליטה במידה זו או אחרת.⁸⁹

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 הינה הכרחית לגישתנו על מנת להגביר את הוודאות.

1. עסקאות going private ועסקאות מהותיות אחרות

באשר לעסקאות מיזוג שבמסגרתן נרכש חלקו של המיעוט על ידי בעל השליטה או עסקת מיזוג שיש לבעל השליטה בה עניין אישי מהותי (כדוגמת עסקת כמצי"נה) אין ספק כי נדרש הליך מלא בוועדה.⁹⁰ אלו עסקאות גורליות, אשר בהן מגיע הקשר בין המיעוט לבעל השליטה אל סוף דרכו. במצבים אלה יש גם חשיבות מיוחדת לניהול מו"מ דווקא לנוכח העובדה כי קשה למצוא חלופות לעסקה מקום בו בעל השליטה מסרב להעמיד את מניותיו למכירה.⁹¹

2. עסקאות חריגות אחרות: המבחן הכמותי

⁸⁸ בעמדה דומה החזיק גם בית המשפט בעניין מכתשים-אגן. בית המשפט השאיר "בצריך עיון את השאלה באיזה סוג עסקאות עם בעלי עניין, שאינן בגדר עסקאות משמעותיות גורליות לבעלי המניות, יהיה אכן מקום לקבוע כי מינוי וועדה מיוחדת בלתי תלויה יהיה תנאי להחלת שיקול הדעת העסקי ואת כלל אי ההתערבות." השוו עם גישתה של השופטת רונן אשר מביעה ספק אם בנוגע לעסקאות שאינן גורליות נדרש הליך נוסף מעבר לאישור המשולש. ראה תני"ג-35115-03-12 אשש נ' עטיה, פס' 106 לפסק דינה של השופטת רונן (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 שביט-המשפט יתערב בה").

⁸⁹ ראו ס' 115 לחוק החברות – "בוועדה יהיו חברים כל הדח"צים ורוב חבריה יהיו דירקטורים בלתי תלויים". יתכן מיעוט של חברים שאינן דירקטורים בלתי תלויים (כהגדרתם בחוק ולרבות דירקטורים חיצוניים) אך גם לגבי מיעוט זה קיימות 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 וועדת הביקורת איננה כשירה לכהן כוועדת מו"מ בלתי תלויה מטעם הדירקטוריון.

⁹⁰ אחד מאיתנו ציין בעבר שניתן לקיים הליך דומה גם ביחס לעסקאות מסוג הצעת רכש מלאה. ראו אסף חמדני והדס אהרוני-ברק "הצעת רכש מלאה: סעד ההערכה ויתרון המידע של בעל השליטה" **תאגידיים** 3/58 (2009) וגם אסף חמדני והדס אהרוני-ברק "בעקבות פסק דין קיטאל: נטל ההוכחה בהצעת רכש מלאה" **תאגידיים** ט/47 (2012).

⁹¹ ראו עמיר ליכט, **דיני אמונות-חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי**, עמ' 170 (2013)

לגבי עסקאות חריגות אחרות אנו מציעים לקבוע כלל אצבע כמותי פשוט. מתחת לרף שייקבע תוכל החברה לעמד בנטל הוכחת הוגנות העסקה גם אם קיימה הליך חלקי בלבד, במתכונת שנפרט בהמשך, ובלבד שהעסקה אושרה בידי בעלי מניות המיעוט על בסיס מידע מלא. יתרונויותיו של הכלל המוצע נובעים מהיותו שקוף, אובייקטיבי וקל למדידה. אנו מעדיפים כלל שכזה משום שהוא אינו מאפשר פרשנות מגמתית של מוסדות החברה ועלויות הבירור האדמיניסטרטיביות לגביו נמוכות. חסרונותיו של הכלל המוצע נובעים מכך שהכלל מתמקד רק בהיקפה היחסי של העסקה, בעוד שזהו רק פרמטר רלוונטי אחד לנחיצותה של ועדת המו"מ הבלתי תלויה. ככלות הכל, ועדת המו"מ נדרשת מן הבחינה המהותית לא רק כאשר מדובר בעסקה גדולה יותר אלא גם ככל שמדובר בעסקה מורכבת יותר, ייחודית יותר, ואשר תלויה יותר במידע המצוי בתוך החברה. ואולם, כל אלו הם פרמטרים שקשה יותר למדוד אותם וקל יותר להתווכח עליהם. משום כך אנו מעדיפים כלל כמותי פשוט למדי אף שתוצאתו של כלל שכזה תהיה לעיתים הכללת יתר ולעיתים הכללת חסר ביחס לרף האידיאלי אשר לפיו ראוי לקבוע את נחיצותו של הליך מו"מ מלא באמצעות הוועדה הבלתי תלויה.

הכלל הכמותי. הכלל הכמותי המוצע על ידינו נשען על פרמטרים מוכרים ושמישים מתוך מאזן החברה. אנו מציעים לקיים הליך סדור ושלם תוך הסתמכות על ייעוץ חיצוני כאשר שווי העסקה העומדת על הפרק עולה על 25% מההון העצמי של החברה או על 10% מנכסיה, לפי הגבוה מביניהם, על פי הדוח הכספי המבוקר האחרון של החברה. נזכיר שוב, כי גם העדר מו"מ כלשהו על ידי ועדה בלתי תלויה אינו מהווה כשלעצמו סיבה לקביעה כי העסקה לא אושרה כדן, ואולם הקמת הוועדה ביחד עם 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) עבור בעלי המניות. מבחן זה עדיף על פני מבחן המתבסס על שווי החברה בבורסה שהינו מדד תנודתי הרבה יותר. השיעור של 25% מן ההון העצמי מעיד על שיעור ניכר מן ההון על מנת לוודא כי מדובר בעסקה משמעותית ביותר עבור בעלי המניות. על דרך האנאלוגיה 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 דורש ממנה חוק החברות לקבוע רף עליון לשיפוי.⁹² השיעור של 25% מההון העצמי הוא השיעור אותו נוהגות חברות רבות מאוד לקבוע כאותו רף עליון, וגם כאן הוא נועד לשקף גבול אשר מעליו מדובר בשיעור הון משמעותי ביותר עבור בעלי המניות. ניתן לומר שמדובר בנוהג של ממש שנקבע בשוק לעניין זה והוא רלוונטי לדעתנו גם להקשר שלנו.⁹³ השיעור של 25% מוכר כמובן גם מחוק החברות בהקשרים רבים שאינם קשורים דווקא בהון החברה, ואשר בכולם הוא נקבע כדי להצביע על שיעור משמעותי ביותר.⁹⁴

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 הינו משמעותי גם ביחס לנכסי החברה. גם כאן מדובר בשיקול הנובע מהעלויות ומההכבדה שבהקמת הוועדה שאיננה מוצדקת בכל מקרה ומקרה. השיעור של 10% מתוך הנכסים נקבע ככפל השיעור אשר נחשב בחשבונאות במקרה הרגיל כשיעור מהותי (5%).⁹⁵ 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

⁹² ס' 260(ב)(1)(א) לחוק החברות.

⁹³ למעשה קשה למצוא כיום חברות החורגות מן הנוהג הנזכר בטקסט. ראו למשל, אורמת, בינלאומי, גולף, קבוצת דלק, הכשרת הישוב, וילי פוד, זנלכל, וחילן. חריג בולט אחד הוא החברה לישראל (16%). ראו גם אנטרופי שירותי מחקר כלכלי, **מדיניות הצבעה בעת הפעלת Proxy 2017-2018**, עמ' 29 ("פרקטיקה נהוגה הינה הגבלת סכום השיפוי המקסימאלי עבור כל נושאי המשרה, במצטבר, לכ-25% מההון העצמי של החברה בנטרול זכויות המיעוט, במועד תשלום השיפוי בפועל").

⁹⁴ ראו למשל סעיף 328 לחוק החברות. בסעיף זה שיעור של 25% מופיע כשיעור שבו מתגבשת שליטה או מאפיינים של שליטה. דוגמה בולטת נוספת מצויה בהסדר החקיקתי של אישור עסקאות בניגוד עניינים, כאשר מי שמחזיק ב-25% ממניות החברה נחשב כבעל שליטה לעניין לצורך העניין (אם אין אחר האוחז ברוב מניות החברה). ראו סעיף 368 לחוק החברות.

⁹⁵ השיעור של 10% מוכר גם בתקינה החשבונאית הבינלאומית (תקן IFRS 8) כסף של מהותיות מוגברת. כך למשל בדיווח על מגזרי פעילות או מגזרים גיאוגרפיים נדרש לדווח על פעילות במדינה זרה או במגזר פעילות מסוים כאשר המכירות באותו מגזר או מדינה עולות על 10% מהמחזור.

התחייבויותיה". בית המשפט שדן בפרשנות הגדרה זאת אימץ לצורך העניין את כלל האצבע החשבונאי לעניין מהותיות, וקבע כי 5% מהווה את רף המהותיות לעניין ההגדרה של עסקה כעסקה חריגה.⁹⁶ מעל לרף הזה נדרש אפוא אישור במסלול מיוחד לעסקה, אך לשיטתנו הרף המצדיק את הקמת הוועדה המיוחדת תוך קיום הליך מלא של מ"מ על בסיס ייעוץ חיצוני צריך להיות גבוה מרף זה באופן משמעותי, ומכאן הצעתנו לקביעת השיעור הכפול של 10% מנכסי החברה.

הצעתנו הינה להחיל את המתכונת המלאה של הליך הוועדה המיוחדת רק בעסקאות משמעותיות אשר שויין עולה על 25% מההון העצמי של החברה, או על 10% מנכסיה של החברה, כגובה מביניהם, והכל לפי הדוח הכספי המבוקר האחרון של החברה. כאשר מדובר בעסקה מורכבת וייחודית לחברה יש הגיון בקיומו של הליך מושלם בוועדה גם במקרים שאינם נופלים לגדר מבחן זה, ואולם יש להיזהר מהפרזה בדרישות כדי שהעלות שבפעולת הוועדה לא תעלה על התועלת הנובעת ממנה.⁹⁷ לעומת זאת, דומה שיש לקבוע חריג לכלל הכמותי היחסי לעיל במקרה של עסקאות ששוויין האבסולוטי הוא שווי עצום, גם אם מדובר בחברת ענק שבה העסקה אינה גורלית לחברה (ובלבד שמדובר בעסקה חריגה שחל לגביה סעיף 275 לחוק החברות). על כן, כאשר מדובר בעסקה ששוויה מאות מיליוני ₪ נראה כי מוצדק לנהל הליך מלא בוועדה מיוחדת, אף כאשר מדובר בחברה ששווי נכסיה הוא מיליארדי ₪.

3. המתכונת המרוכבת

גם במקרים בהם אין להחיל את מבחן ההגיונות המלאה במתכונתו המלאה, קיים חשש לפגיעה בבעלי מניות המיעוט ויש צורך בקיום הליך נאות כדי למנוע העדפה של בעלי השליטה. גם במקרים אלה עומדת בעינה חובתם של מוסדות התאגיד לפעול באופן סביר על מנת 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 וועדת 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 בהן מחליטה החברה למנות את וועדת הביקורת כוועדה המיוחדת, מן הראוי לבחון האם לחברי הוועדה שאינם דירקטורים חיצוניים או בלתי תלויים (ככל שיש כאלה) יש יחסים עם בעל השליטה או החברה, אשר פוסלים אותם מכהונה בוועדה המיוחדת. אולם, בעסקאות שלא עוברות את הרף הכמותי אותו אנו מציעים, נראה שניתן להסתפק בדרישות שקובע חוק החברות ביחס לחברים בוועדת הביקורת וליחסיהם עם בעל השליטה או החברה.

יועצים בלתי תלויים. ככל שהליך המ"מ מאבד מחשיבותו, כך פוחת גם הצורך בהסתמכות הוועדה על יועצים בלתי תלויים. דברים אלה יפים בנוגע לצורך בייעוץ משפטי בידי גורם בלתי תלוי. השימוש במעריכי שווי או מומחים כלכליים אחרים שהם בלתי תלויים לא 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.

⁹⁶ ת"פ (ת"א) 40162/05 מדינת ישראל (פרקליטות מייסו וכלכלה) נ' אביב בן יוסף אלגור (פורסם ביום 06.01.2009) (השופט כבוב: "על מנת שעסקה תיחשב חריגה...לגבי מידת השפעה זו נדרש שתהא ניכרת ו"מהותית". לשם בחינת חלופה זו [עסקה העשויה להשפיע באופן מהותי על רווחיות החברה, רכושה או התחייבויותיה] 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", עמ' 651 (2006). אף שהחשבונאות בוחרת את הנכס – סך נכסי החברה, וביצירת התחייבות – סך התחייבויות החברה), אנו מעדיפים מבחן פשוט יותר המתבסס על הפרמטר הנכסי בכל סוגי העסקאות.

⁹⁷ מפאת מגבלות המקום, לא נדון בשלב זה ביישום המבחן הכמותי המוצע ביחס לעסקאות מתמשכות, כגון עסקאות מסגרת או סדרה של עסקאות קשורות.

מעורבות גורמי הנהלה במו"מ. כפי שהוסבר לעיל, בעסקאות גורליות הליך מדמה שוק מחייב מעורבות מלאה של הוועדה המיוחדת בניהול המו"מ עם בעל השליטה, לרבות אי העברת מידע לגורמי הנהלה וניהול המו"מ במישרין בידי הוועדה או יועציה. במסגרת המתכונת המרוככת, לעומת זאת, ההליך יכול להיות שונה. מחד, ככל שהעסקה היא בהיקף קטן יותר, סביר להניח כי דווקא לגורמי הנהלה יש את ההיכרות והמומחיות הנדרשים כדי לנהל מו"מ על תנאיה. מאידך, כאמור לעיל, סביר להניח שהאסיפה הכללית תוכל לדחות עסקה שאינה לטובת החברה בקלות רבה יותר. לפיכך, בעוד מן הראוי שוועדת הביקורת תמלא תפקיד פעיל במו"מ, הרי שהיא יכולה להסתמך במידה רבה יותר על מוסדות החברה.

האמור לעיל, כמובן, מגביר את חשיבות הליך האישור הסופי בידי וועדת הביקורת. על וועדת הביקורת—שאישורה לעסקה נדרש בכל מקרה לפי סעיף 275—לאשר את העסקה רק אם השתכנעה כי זו העסקה המיטבית עבור החברה 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 בהתאם להמלצתנו לעיל. אולם, בחוק החברות יש התייחסות מיוחדת לשכרו של בעל השליטה. תגמול לבעל השליטה דורש אישור מיוחד במסגרת סעיף 275 לחוק החברות גם אם לא מדובר בעסקה חריגה. יתר על כן, החוק דורש את אישורה של וועדת התגמול (ולא וועדת הביקורת) ולא ניתן לאשר שכר שכזה לתקופה העולה על שלוש שנים.⁹⁸ הוראות מיוחדות אלו משקפות את הרגישות הרבה של המחוקק לסוגיה זו, אשר נחשבת בעיני רבים לאחד השיאים בניגוד העניינים בין בעל השליטה למיעוט. משכך, מן הראוי לשיטתנו לקיים הליך מו"מ למטרה זאת באמצעות ועדה בלתי תלויה, כאשר אין ספק כי ועדת 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.⁹⁹ ככל שהוועדה זקוקה ליועצים, יש לצפות שהיא תמנה לעצמה יועצים בלתי תלויים. יחד עם זאת, להבדיל ממקרה של עסקה משמעותית אחרת, איננו סבורים שיש להפעיל ביקורת שיפוטית מחמירה על עסקת תגמול עם בעל השליטה אשר אושרה כנדרש בסעיף 275 לחוק החברות.¹⁰⁰ הסיבה לעמדתנו זו היא שאישור בעלי מניות המיעוט מהווה מנגנון אפקטיבי יחסית כדי להבטיח כי התגמול המשולם לבעל השליטה הינו סביר. ראשית, מנקודת המבט של בעלי המניות מהציבור, ניתוח עסקת שכר הינו מורכב פחות מניתוח עסקה ייחודית בין החברה לבעל השליטה שלה. עסקאות אחרות הן לרוב ייחודיות לחברה (firm specific) ומחייבות לימוד מעמיק של התרומה הצפויה לעסקה 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. שלישית, בהקשר זה לא קיים חשש כי משקיעים יצביעו בעד עסקה מחשש לאבד אותה למרות שניתן היה לגבש עסקה טובה יותר.¹⁰¹ לפיכך, קשה להצביע על תועלת של ממש שתצמח מהפעלת בקרה משמעותית נוספת בידי בית המשפט.

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

בעסקה של החברה עם בעל השליטה וועדת המו"מ המיוחדת מהווה את זרועה הארוכה של החברה לצורך המו"מ על תנאי העסקה המתגבשת. במגעים ישירים בין הוועדה ונציגיה מצד

⁹⁸ ראו סעיף 275(1א) לחוק החברות.

⁹⁹ כמובן, איננו טוענים כי שכרו של בעל השליטה צריך להיקבע בהתאם לאותם פרמטרים של השכר המוענק למנהלים מקצועיים.

¹⁰⁰ במקרים רבים במשק הישראלי מדובר בקבוצות של חברות אשר יש לחלק את נטל שכרו של בעל השליטה בין חברי הקבוצה. מצב זה מביא למורכבות נוספת. במקרה הרגיל של עסקה בין מספר חברות בקבוצה אנו ממליצים, כפי שעוד נפרט, שכל ועדת מו"מ 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.

¹⁰¹ 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.

אחד, לבין בעל השליטה ונציגיו מצד שני, מתגבש מתווה העסקה אשר מובא לאישור ועדת הביקורת, ולאחריה לאישור הדירקטוריון והאסיפה הכללית. כך ראוי שהוועדה תתפקד גם בעסקה עם קרובו של בעל השליטה או חברה בשליטת בעל השליטה.

ואולם, 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 בהקשר לעסקת המיזוג. במקרים כאלו, תפקידה של ועדת הדירקטוריון המיוחדת צריך להיות שונה מאשר בעסקאות עם בעל השליטה. הוועדה אינה צריכה בהכרח לנהל מו"מ עם הצד השלישי על מכלול תנאי העסקה, אלא להתמקד בניהול מו"מ עם בעל השליטה על הנתח שתקבל החברה (או בעלי מניות המיעוט) מתוך הנאתו העודפת של בעל השליטה מהעסקה.¹⁰²

הטעם לעמדה זו נעוץ במגבלות האינהרנטיות על יכולתה של ועדת דירקטוריון לנהל מו"מ על תנאיה של עסקה, כמו גם באינטרס של בעל השליטה בעסקאות לגביהן יש לו עניין אישי. בעסקאות מהותיות עם בעל השליטה, הוועדה מופקדת על ניהול המו"מ לא בגלל שיש לה יתרון יחסי בניהול מו"מ עסקי, אלא בגלל שיש צורך בקיום מו"מ בידי גורם בלתי תלוי. יתר על כן, כאשר קיים 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 המו"מ.

אולם, היתרון הגלום בוועדה המיוחדת עלול דווקא לעמוד לחברה לרועץ בבואה לנהל משא ומתן עם צד השלישי. בשונה מעובדיה הבכירים של החברה, דירקטורים בלתי תלויים, ככלל, אינם בקיאים בצרכיה ובנתוניה של החברה ואינם זמינים לניהול מו"מ עסקי רצוף ומתמשך. לכן, הם אינם מהווים זרוע מיטבית לניהול מו"מ עם צדדים זרים. לו תשלח אותם החברה לנהל מו"מ במקום נושאי המשרה הפנימיים שלה כדוגמת המנכ"ל או הסמנכ"לים הבכירים הרי שהעסקה עלולה להיכשל או שעיצובה לא יהיה אופטימלי עבור החברה. אין גם לצפות מן הצד הזר לאותה רמת סובלנות שיש לצפות מבעל השליטה כאשר הוא מנהל מו"מ עם הוועדה הבלתי תלויה. לבסוף, לעיתים יש חפיפה מסוימת בין האינטרס של בעל השליטה בעסקה לזה של החברה. לפיכך, נטרול מלא של בעל השליטה ממעורבות בעסקה מול הצד השלישי עלול דווקא לפגוע בחברה ובעלי מניות המיעוט.

משכך, יש להתיר לגורמים הטבעיים של החברה לנהל את המו"מ מול הצד השלישי. לוועדה הבלתי תלויה יש שני תפקידים בהקשר זה: ראשית, בקרה על התהליך כדי לוודא שבעל השליטה לא מקבל מהצד השלישי טובות הנאה סמויות מהעין על חשבון החברה או בעלי מניות המיעוט; שנית, ניהול המו"מ מול בעל השליטה על חלוקת התמורות בעסקה. בכל מקרה, מצב דברים זה אינו אמור לשמש תירוץ כדי להשאיר את הוועדה הבלתי תלויה בעלטה עד גיבוש סופי של העסקה, ומן הראוי לשתף אותה ולהתחשב בעמדותיה לאורך כל שלבי המו"מ.

לבסוף, וכפי שעוד נרחיב בהמשך, קיימים מצבים שבהם זיקות עקיפות בין בעל השליטה לצד השלישי המתקשר עם החברה, יוצרות חשש לעניין אישי אצל בעל השליטה. לשיטתנו, גם במצבים אלו אין הצדקה לשימוש בוועדת המו"מ המיוחדת לניהול מו"מ עם הצד השלישי. כפי

¹⁰² בדלוואר, עסקה מעין זו עם צד שלישי שיש לבעל השליטה בה ענין אישי, נחשבה ככזאת שמצריכה ביקורת שיפוטית במדרג נמוך יותר מאשר עסקה 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."

יתכן כי לאחר פסק הדין בענין MFW תפתח גישה שווה לשני המקרים. מכל מקום, יש להבין לענין זה בין סטנדרט הבקרה השיפוטית לבין תפקיד הוועדה הבלתי תלויה. כאמור, אנו סבורים כי במקרה מעין זה הוועדה הבלתי תלויה אינה אמורה בהכרח לעמוד בחזית המו"מ מול הצד השלישי.

שהסברנו לגבי כל מו"מ עם צד שלישי זר, גם כאן טובת החברה מחייבת במקרה הרגיל שעובדי החברה הבכירים ינהלו את המו"מ. לעומת זאת, במקרים שכאלו גם לא נצבר לבעל השליטה רווח עודף ברור מהעסקה שניתן לנהל לגבי מו"מ בין בעל השליטה לוועדה המיוחדת. התפקיד המרכזי הנותר לוועדה במקרה שכזה הוא לוודא כי העסקה המתגבשת עומדת בתנאי השוק לעסקאות שכאלו על אף פוטנציאל ניגוד העניינים, ואולם תפקיד זה יכולה גם וועדת הביקורת למלא בשלב אישור העסקה. אם כן, הנחיצות של וועדת המו"מ הבלתי תלויה במקרים שכאלו מוטלת בספק, ואם בכל זאת בוחרת החברה להקים אותה הרי שיש לשתף אותה במשימות מוגבלות. כך, למשל, יוכלו נושאי המשרה המנהלים את המו"מ עם הצד השלישי להציג לוועדה את העקרונות למו"מ מטעם החברה, ולקבל את ברכתה ועצתה ביחס לשלבים השונים במו"מ. מכל מקום, איננו ממליצים באופן חד משמעי על הקמתה של וועדה בלתי תלויה בעסקאות שכאלו.

6. עניינים נוספים

הניתוח במאמר עסק עד כה בעסקאות הטעונות אישור לפי סעיף 275 לחוק החברות. אולם, להליך המו"מ באמצעות וועדה 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 את אישורו של בית המשפט. הפסיקה בישראל טרם נדרשה להיקף הביקורת השיפוטית (במסגרת האישור לפי סעיף 350 או בתקיפה בדיעבד) ביחס לעסקאות עם בעלי שליטה המובאות לאישור במסגרת פשרה או הסדר לפי סעיף 350. מכל מקום, הצורך בקיומו של הליך מו"מ בהובלת וועדה מיוחדת קיים 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 מו"מ 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. הדוגמא 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 קיים חשש כי ההנהלה מנצלת את יתרון המידע שלה כדי להבטיח לעצמה עסקה בתנאים המקפחים את בעלי המניות מהציבור, וגם בעסקה זו יש חשיבות לקיומו של גורם שינהל מו"מ על תנאי העסקה בשם בעלי המניות. אולם, בניגוד לעסקת 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.¹⁰³

לבסוף, חשוב להעיר כי על בתי המשפט להקפיד על גמישות בהתייחסות לשימוש בוועדות מיוחדות. מטבע הדברים, לא ניתן לצפות מראש את מכלול המקרים שבהם יכולים להתעורר ניגודי עניינים, או חשש לניגודי עניינים, בין חברות לבין בעלי שליטה או נושאי משרה. לעיתים, הדרך המיטבית להתמודדות עם מצבים אלה היא הקמת וועדה מיוחדת (לרבות שימוש בוועדת הביקורת) לבחון את העסקה או לפקח על היבטים שונים הקשורים אליה. למיטב ידיעתנו, קיים כיום חשש כי חברה שתבחר במתכונת זו תרע את מצבה, שכן המהלך שבו נקטה ייחשב כהודאה מצידה בצורך להחיל את מבחן ההגינות המלאה, מחד, אך מבלי שהחברה עצמה נקטה בהליך המלא המתחייב בנסיבות אלה, מאידך. לפיכך, על בתי המשפט להימנע מהחלטה אוטומטית של מכלול המרכיבים של מבחן ההגינות המלאה כל אימת שחברה מחליטה על הקמתה של וועדה מיוחדת.¹⁰⁴

¹⁰³ בענין דל (Dell) עסקו בתי המשפט של דלוואר, אגב דיון בסעד ההערכה, בשאלהאם הוועדה הבלתי תלויה עמדה בחובתה לבחון עסקאות אלטרנטיביות למכירת החברה אל מול עסקת ה MBO שיצאה אל הפועל בסופו של דבר. ר' Dell, Inc. v. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd., 2017 Del. LEXIS 518, 28-29; 66

¹⁰⁴ כמו כן, אין מקום להחלת התהליך המלא בעסקאות של חברת איגרות חוב כהגדרתה החוק החברות עם בעל השליטה. אמנם, חוק החברות מחייב עסקאות אלה באישורה של וועדת הביקורת. ר' סעיף 270(א4) לחוק החברות. אולם, דרישה זו נועדה להגן על הנושים של החברה—שיש להם זכות תביעה קבועה—ולא על בעלי מניות המיעוט—

פרק רביעי: ההשלכות הדיוניות של יישום הליך מדמה שוק

בהנחה שחברה מילאה אחר כל הדרישות התהליכיות המופיעות במאמר זה, מה צריכה להיות ההשלכה הדיונית במקרה שבו תוגש תביעה לבית המשפט כנגד העסקה? שאלה זו נוגעת בסוגיה עקרונית שעניינה תפקידם הראוי של בתי המשפט בתחום דיני התאגידים והיחס בינם לבין מנגנוני השוק—ובמקרה שלנו: אישור העסקה בידי בעלי המניות מהציבור. במשך שנים רבות התקיים ויכוח ער במדינת דלוואר בשאלה זו, אשר התמקד בשאלה האם על בית המשפט להימנע בנסיבות אלה מביקורת שיפוטית נוקבת, על ידי בחינת העסקה באמצעות כלל שיקול הדעת העסקי, או שמא עליו להעניק לחברה ולבעל שליטה יתרון דיוני מוגבל בלבד. זאת, באמצעות השארת סטנדרט ההגיונות המלאה על כנו, תוך העברת הנטל להוכחת אי הגיונות העסקה אל שכם התובע.

ראשית, נציג את השיקולים המנחים לעניין קביעת היקף הביקורת השיפוטית. לאחר מכן, נדון בהתפתחויות במדינת דלוואר. לבסוף, נציג את עמדתנו ביחס למצב הראוי בישראל.

1. שיקולי מדיניות בקביעת היקף הביקורת השיפוטית

הביקורת השיפוטית חיונית להגנת המיעוט. כפי שהסברנו במאמר הקודם,¹⁰⁵ בחברה עם בעל שליטה יש תמריץ שוק מובנה לדירקטורים לפעול באופן שעולה בקנה אחד עם האינטרסים של בעל השליטה. למרות שלבעלי המניות מהציבור השפעה מסוימת על מינוי הדירקטורים החיצוניים, תמיכת בעל השליטה הכרחית למינוי כל הדירקטורים, לרבות הדירקטורים החיצוניים.¹⁰⁶ לפיכך, ידיעת הדירקטורים כי פעולותיהם והחלטותיהם צפויות להיבחן על ידי בית המשפט הינה חיונית כדי להניע אותם לפעול להגנת האינטרסים של החברה ובעלי 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,¹⁰⁷ דרישת אישור בעלי המניות אינה מספקת כשלעצמה, ועל הדירקטוריון לפעול כדי להביא בפני בעלי המניות את ההצעה הטובה ביותר האפשרית בנסיבות העניין. אולם, בעוד שלביקורת השיפוטית תפקיד חיוני בהנעת הדירקטורים לפעול למימוש חובתם זו, לבית המשפט אין יתרון על פני מנגנון השוק—עמדת רוב בעלי המניות הלא נגועים המשתתפים בהצבעה—בקביעת שווי של מניות (או 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 שנקבעות בידי מומחים כלכליים. כידוע, הערכת שווי אינה מדע מדויק והיא מבוססת במקרים רבים על תחזיות לגבי העתיד (תחזיות רווח בשיטת היוון תזרים המזומנים העתידי, למשל) ומרכיבים סובייקטיביים נוספים.¹⁰⁸ המימד הסובייקטיבי של הערכות שווי מוחרף בין כותלי בית המשפט, כאשר כל צד שוכר את שירותיו של מומחים מטעמו. כפי שסיכם את הדברים לאחרונה

הזכאים לכאורה לתמורה המירבית שניתן היה להשיג במו"מ בין צדדים בלתי קשורים. במילים אחרות, תפקידה של ועדת הביקורת בעסקאות לפי סעיף 270(א4) היא בעיקר להבטיח כי העסקה אינה עולה כדי חלוקה ואינה פוגעת באופן אחר באינטרסים של הנושים.

¹⁰⁵ חמדני וחנס, לעיל ה"ש 8, עמ' 83-84. ר' גם Lucian Bebchuk & Assaf Hamdani, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, 165 U. PA. L. Rev. 1271 (2017).

¹⁰⁶ להוציא חברות מקומה שלישית ומטה בפרמדיה של חברות ציבוריות. ראו ס' 25(ד2) לחוק לקידום התחרות וצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013.

¹⁰⁷ חמדני וחנס, לעיל ה"ש 8, עמ' 87-89. ר' גם זוהר גושן "מי יעריך שווי הוגן של מניות – בית המשפט או שוק ההון" **גלובס** 20.09.2005. www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000013987

¹⁰⁸ ר' ע"א 10406/06 **דן עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ**, פס' 57-77 לפסק דינו של השופט דנצינגר (פורסם בנבו, 28.12.2009). ראה גם רע"א 779/06 **קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' שאול ממן**, פס' 74-60 לפסק דינו של השופט דנצינגר (פורסם בנבו, 28.8.2012).

בית המשפט במדינת דלוואר : Much has been said on litigation-driven valuations, none of it favorable.¹⁰⁹

אם התקיים הליך מו"מ 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.¹¹⁰ בהינתן שיקולים אלו, מן הראוי להפעיל את הביקורת השיפוטית כך שהיא תבטיח את פעולתו התקינה של מנגנון השוק, אך לא לבוא במקומו.¹¹¹

החשש מפני תביעות סרק. חוסר הוודאות הבלתי נמנע בתיקים שעניינם הערכות שווי גרידא, בצירוף השווי הכלכלי המשמעותי 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 ביחס לעסקה, וזאת כדי להניב פשרות שייטיבו עם התובעים, אך לא בהכרח עם בעלי המניות מהציבור.¹¹²

שימוש ביתרון דיוני בדיעבד (ex post) כדי להעניק תמריץ לשיפור הוגנות התהליך מלכתחילה (ex ante). קיום הליך מדמה שוק חיוני לתפקוד התקין של מנגנון האישור המשולש בחוק החברות. יש בו כדי לשפר את ההגנה על בעלי מניות המיעוט, ולאפשר להם לקבל החלטה מושכלת האם לקבל את העסקה המוצעת.¹¹³ 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 לעשות שימוש בהליך זה תגבר ככל ששימוש זה יקנה יתרון דיוני משמעותי במקרה של תביעה עתידית. בהעדר יתרון דיוני, אין תמריץ לבעלי שליטה לקחת על עצמם מגבלות מעבר לאלה הקבועות בחוק.¹¹⁴ המטרה היא שעורכי דין המייעצים לבעל השליטה או לחברה יוכלו לשכנע אותם לקחת על עצמם מגבלות תובעניות יותר מאלה הקבועות בחוק בכל הנוגע לאישור העסקה.

בעיית הציות הקוסמטי. שיקול נוסף שיש לקחת בחשבון הוא החשש מפני ציות קוסמטי.¹¹⁵ הענקת יתרון דיוני משמעותי מידי עשויה להביא למצב שבו יתקיים הליך למראית עין בלבד, אך מבלי

¹⁰⁹ ר' LongPath Capital, LLC v. Ramtron Int'l Corp., C.A. No. 8094-VCP (Del. Ch. June 30, 2015) .. ר' Finkelstein v. Liberty Digital, Inc., 2005 WL 1074364, at 13 (Del. Ch. Apr. 25, 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").
¹¹⁰ גושן, לעיל ה"ש 106.

¹¹¹ 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. ר' 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני **תעשה ומלאכה בע"מ**, פסי' 44-54 לפסק דינה של השופטת רות רוני (פורסם בנוב, 09.06.2014); ראה הטוב, הרע ובית המשפט, לעיל ה"ש 11, עמ' 59-66.

¹¹² כך לדוגמא, בשנת 2013, מעל 97% מעסקאות המיזוג למיניהן בשווי העולה על 100 מיליון דולר בארה"ב באו לידי הליכים משפטיים. Jill E. Fisch, Sean J. Griffith & Steven Davidoff Solomon, *Confronting the Peppercorn Settlement in Merger Litigation: An Empirical Analysis and a Proposal for Reform*, 93 Tex. L. Rev. (2015) 557, 559-560. באופן חריג, מעל 40% מהעסקאות שהסתיימו בפשרה כספית היו בעסקאות Going Private, וזאת למרות שעסקאות אלו היוו פחות מ-5% מהעסקאות שנבדקו. שם, עמ' 587. בית המשפט בדלוואר הגיב לתופעה זו לאחרונה 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).

¹¹³ ר' MD Cain, SM Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 643 (Del. 2014). (להלן: MFW). ר' גם Davidoff, Form Over Substance? The Value of Corporate Process and Management Buy-Outs, 36 Del. J. (2011) 849, 890. הכותבים, אשר בוחנית עסקאות של רכישה בידי ההנהלה, מראים במחקרם שמבחינה אמפירית, הליך שוק תחרותי המתבצע על-ידי וועדה מיוחדת מאפשר לבעלי המניות לקבל הצעות גבוהות יותר בהליכי MBO. כמו כן ממליצים הכותבים כי בעסקאות מסוג זה, ראוי שאפקטיביות הוועדה תבחן לאור גובה הפרמיה ומידת ההליך התחרותי שנהלה הוועדה (שם עמ' 897-899).

¹¹⁴ ר' Suneela Jain et al., Examining Data Points in Minority Buy-Outs: A Practitioners' Report, (2011) 36 Del. J. Corp. L. 939.

¹¹⁵ 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

שתסופק לבעלי מניות המיעוט הגנה של ממש. במקרה שכזה החברה תמנה ועדה מיוחדת עם כל הסמכויות הנדרשות. הוועדה תשכור יועצים בלתי תלויים, תקיים מספר ישיבות ותנהל הליך של מו"מ. אולם, ההליך כולו יתנהל אך ורק על מנת לזכות ביתרון הדיוני המיוחל, ומבלי שיהיה בו נסיון אמיתי לבחון את תנאי העסקה ולשפר את תנאיה.

שיקולים אלה מובילים למסקנה הבאה ביחס לגישה העקרונית הראויה. ככלל, התפקיד המרכזי של הביקורת השיפוטית הוא לוודא כי מנגנון השוק עובד כראוי, דהיינו: התקיים הליך מדמה שוק על ידי ועדה מיוחדת, הובא מלוא המידע הרלוונטי בפני האסיפה הכללית והושג אישור האסיפה הכללית ברוב של בעלי המניות שאין להם עניין אישי. על מנת למנוע חשש של ניהול הליך למראית עין בלבד, על בית המשפט לוודא כי ההליך שניהלה הוועדה המיוחדת היה אפקטיבי, דהיינו: כי נעשה ניסיון כנה לפעול באופן דומה לזה בין צדדים בלתי קשורים, וזאת כדי להביא לאישור בעלי המניות את ההצעה הטובה ביותר האפשרית. אולם, בהנחה כי הוועדה המיוחדת קיימה הליך אפקטיבי והתקיימו שאר הדרישות המפורטות לעיל, על בית המשפט להימנע 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 עבור בתי המשפט בישראל.

2. ההתפתחויות בדלוואר (הלכת MFW)

א. המצב המשפטי עד להלכת MFW

כזכור, חוק החברות של מדינת דלוואר אינו כולל דרישה לאישורים מיוחדים במקרה של עסקה עם בעל שליטה. על רקע זה, הפסיקה בדלוואר קבעה כי עסקה עם בעל שליטה תהיה כפופה לביקורת שיפוטית במסגרת סטנדרט הגינות המלאה. עד לאחרונה, בעל שליטה אשר ביקש להקל את נטל הביקורת השיפוטית יכול היה לבחור באחד משני מנגנונים: הכפפת העסקה מראש לאישור בידי בעלי מניות המיעוט או ניהול מו"מ 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 הגינות מלאה, אך הנטל הועבר לתובע להוכיח כי העסקה אינה הוגנת. במילים אחרות, גם אם מנגנונים אלה תפקדו ללא דופי, העסקה לא הייתה ראויה להיבחן במסגרת הסטנדרט המקל של כלל שיקול הדעת העסקי.¹¹⁶

על עמדה זו של בתי המשפט בדלוואר נמתחה ביקורת במישורים שונים. ראשית, נטען כי היתרון הדיוני לא היה משמעותי דיו כדי לתמרץ את בעלי השליטה לקחת על עצמם דרישות המקשות על אישור העסקה מעבר לקבוע בחוק. ביחוד, לעיתים קרובות, לא היה די בהעברת הנטל להוכחת הגינות העסקה כדי להביא בעלי שליטה לקחת על עצמם את הדרישה המשמעותית לאישור העסקה בידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט.

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. ").

¹¹⁶ בית המשפט בדלוואר לא עסק מפורשות בשאלה אם הפעלת שני המנגנונים כאחד תקנה לעסקה הגנה גדולה יותר מפני ביקורת שיפוטית, אך הגישה הרווחת שללה אפשרות זאת. ר' *Delaware Supreme Court Endorses Business Judgment Review For Going-Private Mergers With Dual Procedural Protections*, 128 HARV. L. REV. 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"

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, בדגש על המחיר. בעל שליטה הרוכש את מניות המיעוט, לדוגמא, 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 כל נכס אחר) כרוך בחוסר וודאות אינהרנטי. גם בעל שליטה המאמין בתום לב כי המחיר שהוא מציע משקף את השווי ההוגן של הנכס עשוי למצוא עצמו במצב שבו בית המשפט יחליט, בדיעבד, כי הערכת השווי מטעם התובעים היא זו הנכונה. שנית, לנתבע יש עניין בחיסכון בעלויות כלכליות ואחרות הכרוכות בניהול משפט עד סופו, לרבות גילוי מסמכים, עדויות ושכר טרחת עורכי דין. בדין האמריקאי, קיים גם הליך ייחודי של depositions במסגרת השלב המקדמי של ההליך המשפטי, אשר מייקר משמעותית את ניהול התיק. ככל שניהול המשפט יקר יותר והתוצאה הסופית שלו וודאית פחות, כך גם גוברים התמריצים של חברות ובעלי שליטה להתפשר גם עם תובעים אשר התביעה שלהם אינה מוצדקת.

על רקע זה, הביקורת בדבר יתרון דיוני המוגבל להעברת הנטל בלבד התמקדה בעובדה כי העברת הנטל באה לידי ביטוי אופרטיבי רק בסופו של ההליך המשפטי, לאחר שנשמעו במלואן טענות הצדדים. לפיכך, העברת הנטל גרידא אינה מייצרת את ההליך המשפטי, אינה מפחיתה את התמריצים להגיש תביעות סרק ולפיכך גם אינה מגבירה את הוודאות המוענקת למתכנני העסקה.

שלישית, נטען כי בתי המשפט לא יצרו כל תמריץ עבור בעלי השליטה להחיל על עצמם את שני התהליכים הרצויים (ועדת בלתי תלויה וכן רוב מקרב המיעוט) במצטבר. כאמור, בעל שליטה יכול היה להכפיף את עצמו לביקורת שיפוטית מקלה אם התנה את העסקה באישור בעלי מניות המיעוט או בהליך מו"מ המנוהל בידי ועדה מיוחדת. אולם, בעל שליטה שבחר להפעיל את שני המנגנונים במצטבר לא קיבל כל הקלה נוספת כאשר העסקה הגיעה לבית המשפט.

על רקע ביקורת זו, התפתחה בשנים האחרונות גישה שונה ומקלה יותר בפסיקה של דלוור העוסקת בעסקאות הדומות במהותן להצעת רכש מלאה בישראל – going private tender offer, ואשר לאחר מכן הורחבה לעסקאות אחרות הנגועות בענין אישי של בעל השליטה.¹¹⁷ אחד מן הקשיים עימם התמודדה הפסיקה בדלוואר היה הפער בין שנוצר בין סטנדרט הביקורת השיפוטית המופעל בעסקאות going private במתווה של מיזוג לבין 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 (כלומר, הגינות מלאה) עם בעל השליטה גם במסלול הצעת הרכש, וזאת לאור הקשיים שתיארנו לעיל.¹¹⁸ לפיכך, בעניין CNX, לענין מסלול הצעת הרכש, קבע בית המשפט כי מקום בו פעלה ועדה מיוחדת ובנוסף בעל השליטה הכפיף את העסקה באופן בלתי הדיר (non-waivable) לאישור בעלי מניות המיעוט, תזכה העסקה בהגנה של כלל שיקול הדעת העסקי.¹¹⁹ רקע זה הכשיר את הקרקע לשינוי הכיוון של בית המשפט בדלוואר בהלכת MFW אשר עסקה במיזוג שמסגרתו בעל השליטה רוכש את חלקו של המיעוט.

ב. הלכת MFW : סקירה ראשונית

¹¹⁷ את ההרחבה של הגישה המקלה של דלוואר (אל מעבר לעסקאות מיזוג הדומות להצעת רכש של בעל השליטה) ניתן למצוא ב- *In re Ezc Corp. Consulting Agreement Derivative Litig.*, No. CV 9962-VCL, 2016 WL 301245, at *28 (Del. Ch. Jan. 25, 2016) – (עסקה של החברה עם בעל השליטה במהלך ניהול עסקי החברה – *In re Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. Shareholders Lit.*, C.A. No. ;(Going concern transaction) 11202-VCS (Del. Ch. Aug. 18, 2017) (עסקת מכר של החברה עם צד שלישי כאשר יש נגיעה אישית לבעלת השליטה במהלך).

¹¹⁸ ר' *In re Cox Commc'ns, Inc. S'holders Litig.*, 879 A.2d 604 (Del.Ch.2005)

¹¹⁹ ר' *In re CNX Gas Corp. S'holders Litig.*, 4 A.3d 397 (Del.Ch.2010)

בעניין MFW אישר בית המשפט העליון בדלוואר שינוי דרמטי במצב המשפטי וקבע כי בית 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 מו"מ עם ועדה מיוחדת בעלת סמכויות נאותות.

בפתח הדברים, נציג את הנימוקים המרכזיים להלכה החדשה על רקע שיקולי המדיניות עליהם עמדנו לעיל. לאחר מכן, נעמוד על מספר שאלות פתוחות שנתרו גם לאחר הכרעת בית המשפט העליון של דלוואר, ואשר עשויה להיות להן חשיבות לעניין הגישה הראויה בדיון הישראלי.

ראשית, בית המשפט העליון של דלוואר קובע כי השילוב של מו"מ עם ועדה מיוחדת ואישור רוב מקרב בעלי מניות המיעוט מנטרל את כוחו העודף של בעל השליטה והופך את העסקה לדומה לזו הנקשרת עם צד ג' לא קשור. בלשון בית המשפט (עמ' 644):

"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 מדגיש את הצורך בהענקת תמריץ דיוני נאות לבעל השליטה לאמץ את ההליך, על שני מרכיביו, דהיינו: גם מינוי ועדה מיוחדת עם סמכות לנהל מו"מ ולהטיל וטו על העסקה וגם אישור העסקה על ידי בעלי מניות המיעוט. חשוב לציין, כי בית המשפט מקבל את העמדה שהצגנו לעיל, ואשר עולה בקנה אחד גם עם הספרות האקדמית בנושא,¹²⁰ שלפיה שילוב שתי הדרישות מספק לבעלי מניות המיעוט הגנה אופטימלית, וכי יש צורך ביתרון דיוני משמעותי, בדמות כלל שיקול הדעת העסקי, כדי להניע את בעלי השליטה לאמץ מנגנון הגנה כפול זה.¹²¹

ג. האם נדרשת בחינה של אפקטיביות עבודת הועדה

עיון מעמיק יותר בהחלטות בית המשפט העליון והערכאה הראשונה בעניין MFW מעלה חוסר בהירות מסוים בנוגע לתנאי משמעותי להחלת ה-BJR, דהיינו: מידת הבחינה שיקיים בית המשפט בנוגע לתהליך בפועל אותו קיימה הועדה. כאמור בפרק הקודם, מנגנון המבוסס על הענקת יתרון דיוני בשל הקמת ועדה מיוחדת מעלה חשש לציות קוסמטי בלבד. על רקע זה, נשאלת השאלה מה צריך להיות תפקידו של בית המשפט בביקור על תהליך העבודה של הועדה כתנאי להענקת

¹²⁰ לדוגמה, ראו: "[A] 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."

¹²¹ בית המשפט מביא 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." ר' ההחלטה בעמ' 644. הלכה זו אומצה לאחרונה גם בבית המשפט העליון של מדינת ניו-יורק שאישר דחיית תביעה בחברה בה 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. ראה in re Kenneth Cole Prods., Inc. S'holder Litig., No. 54 (N.Y. May 5, 2016).

יתרון דיוני, דהיינו: האם על בית המשפט לבחון רק את המנדט של הוועדה, הרכבה וסמכויותיה, או שמא עליו לבחון גם את התהליך גופו על מנת לוודא כי לא מדובר במקסם שווא.

עד להחלטה בעניין MFW, מקובל היה שבית המשפט בוחן לעומק את התהליך שניהלה הוועדה על מנת לבחון את מידת האפקטיביות של הוועדה בעמידה במשימותיה. בחינה זו בוצעה לצורך הקביעה האם 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 בשנית:¹²²

"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."¹²³

עם זאת, בעניין MFW קבעה הערכאה הראשונה שלשם החלת כלל שיקול הדעת העסקי בית המשפט לא נדרש לבחון את אפקטיביות עבודת הוועדה, אלא די בכך שהוועדה הייתה בלתי תלויה, שהיו לה סמכויות מתאימות, ושפעלה בהתאם לדרישות הנובעות מחובת הזהירות.¹²⁴ 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 הדירקטורים בשיקול דעת בית המשפט.¹²⁵ בית המשפט אף קובע שגם פסיקה מוקדמת ל-MFW, ושבה נקבע כי הוועדה לא פעלה כראוי, לא התבססה על פגמים שנפלו בשיקול דעת הדירקטורים.¹²⁶

על פני הדברים, בית המשפט העליון מאמץ את גישתה של הערכאה הראשונה בעניין זה, שכן התנאים הפורמליים שהוא קובע לתחולת כלל שיקול הדעת העסקי זהים לאלה שקבעה

¹²² ר' *In re Southern Peru*, לעיל ה"ש 49, בעמ' 789. גם לאחר הפסיקה בעניין MFW, נראה כי בתי המשפט ימשיכו לבחון את אפקטיביות עבודת הוועדה מקום בו לא הותנתה העסקה גם באישור בעלי מניות המיעוט, ולכן ימשיך לחול מבחן ההגינות המלאה במתכונתו הישנה. ר' *Hamilton Partners, L.P., v. Highland Capital Management, L.P.*, 2014 WL 1813340, note 128 (Del. Ch. 2014).

¹²³ ר' *In re Southern Peru*, לעיל ה"ש 49, בעמ' 791.

¹²⁴ ר' *In re MFW S'holders Litig.*, 67 A.3d 496, 518 (Del. Ch. May 29, 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."

¹²⁵ שם, בעמ' 518: "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."

¹²⁶ לגישת בית המשפט, במקרים קודמים בהם לא הוענק משקל לקיומה של ועדה מיוחדת הדבר לא נבע מביקורת של בית המשפט על החלטות טקטיות שקיבלו חברי הוועדה במהלך המו"מ, אלא מכך שנפל פגם בהרכב הוועדה או בסמכויות שהוענקו לה. 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."

הערכאה הראשונה.¹²⁷ אולם, עיון מעמיק יותר בהחלטת העליון עשוי להצביע על גישה מסתייגת יותר.

ראשית, בעוד הערכאה הראשונה הקדישה לסוגיה דיון נרחב ומנומק, בית המשפט העליון כלל לא דן לגופו בצורך לבחון את אפקטיביות הוועדה ולמעשה מתעלם מהחלק הזה בהחלטה של הערכאה שלמטה. שנית, בית המשפט העליון קובע כי אם מתעוררים בהליך המקדמי ספקות בנוגע לאפקטיביות של עבודת הוועדה (או האפקטיביות של הצבעת הרוב מקרב המיעוט), התביעה לא תידחה בשלב מוקדם ובית המשפט יקיים בירור של התובענה בהתאם לכלל ההגיונות המלאה.¹²⁸ יתר על כן, בניגוד לערכאה הראשונה בית המשפט מפנה לפסיקה קודמת, שבה נקבע במפורש כי על הוועדה להראות שעבודתה הייתה אפקטיבית.¹²⁹ מעניין לציין, כי בית המשפט מציין גם פסיקה שהתייחסה מפורשות לחשש מפני הקמת ועדה למראית עין בלבד:¹³⁰

"[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 למקרה הספציפי, בית המשפט העליון מתייחס גם לאפקטיביות של עבודת הוועדה, תוך שהוא קובע כי לרוב יהיה קשה לבסס אפקטיביות בשלב שקודם למשפט גופו, להבדיל מהשלב המוקדמים של בירור התובענה.¹³¹ כפי שקובע בית המשפט:¹³²

"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 למקרה הספציפי שעמד לפניו. בניגוד לרושם העולה מפסיקת הערכאה הנמוכה, בית המשפט קובע שבנסיבות המקרה די היה בטיעוני התובעים—שהיו שגרתיים למדי בכל הנוגע לשווי התמורה ותלות אפשרית של חברי הוועדה בבעל השליטה—כדי למנוע אפשרות להחלה של כלל ה-BJR בשלב מקדמי של סילוק על הסף.¹³³

¹²⁷ ר' MFW, לעיל ה"ש 112, בעמ' 638.

¹²⁸ 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.

¹²⁹ ר' ה"ש 49, אשר מפנה לעמודים הרלוונטיים בהחלטת בית המשפט בעניין Southern Peru, אשר הובאו לעיל.

¹³⁰ ר' Kahn v. Tremont Corp., 694 A.2d 422, 429 (Del.1997).

¹³¹ בשונה מישראל, בארצות הברית קיים שלב דיוני נוסף הנקרא Summary Judgment ואשר המשפט יכול להעצר בו בסוף שלב הגילוי (discovery). בשלב זה השופט יכול להכריע לטובת כל אחד מהצדדים, כאשר לכאורה אין שאלה עובדתית אלא משפטית בלבד. בדרך כלל המשפט עוצר בשלב הזה לטובת הנתבע, אם השופט סבור שאין הצדקה לקיים משפט ובחינת הראיות בסוגיה זו (trial). הרעיון המקורי היה שאין צורך להטריח את המושבעים כאשר מצב הדברים ברור ולכן שלב בירור העובדות אינו נדרש אולם שלב דיוני זה קיים גם בבית המשפט המיוחד לדיני חברות בדלוואר שבו אין מושבעים. ר' Fed. R. Civ. P. 56(a). להרחבה על השימוש בדוקטרינה בארה"ב ר' גם Steven S. Gender & Lee H. Rosenthal, Managing summary judgment, 43 Loy. U. Chi. L.J. 517 (2011-2012)

¹³² ר' MFW, לעיל ה"ש 112, בעמ' 646.

¹³³ ר' ה"ש 14 להחלטה. לניתוח ברוח דומה, ר' Delaware Supreme Court Endorses Business Judgment Review For Going-Private Mergers With Dual Procedural Protections, 128 HARV. L. REV. 1818, 1824-1825 (2015) ("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

לסיכום, בשלב זה נראה כי מוקדם מידי לבחון את ההשלכות האופרטיביות המלאות של השינוי בעמדת הפסיקה בדלוואר. במישור הפורמלי, בית המשפט העליון קבע שניתן להחיל את ה-BJR עוד בשלב המקביל לשלב של מחיקה על הסף (ה-motion to dismiss), ובטרם התקיים דיון נוקב בשאלת אפקטיביות עבודת הוועדה. גישה זאת אומצה מאוחר יותר במדינת ניו יורק שם נדחתה לראשונה בפועל תביעה דומה כבר בשלב הסילוק על הסף.¹³⁴ בדלוואר עצמה החילה ערכאת ה-chancery גישה זו, תוך שבית המשפט מדגיש כי תכלית ההלכה החדשה היא לאפשר לבית המשפט להחיל את כלל ה-BJR עוד בשלב המקדמי של סילוק על הסף.¹³⁵ לאחרונה אישר גם בית המשפט העליון של דלוואר לראשונה סילוק על הסף בנסיבות האמורות.¹³⁶ מנגד, אך לאחרונה בחנה ערכאה זו את אפקטיביות הוועדה המיוחדת בהתאם למבחנים שנקבעו בבתי המשפט לפני הלכת MFW.¹³⁷ מכל מקום, כפי שצינו במאמר הקודם, בעוד שלעמדת הפסיקה בדלוור יש חשיבות כמקור הראיה לפסיקה בישראל, הבדלים משפטיים בין ישראל לדלוור מחייבים התאמת הגישה לדין הישראלי. בכך נעסוק מיד.¹³⁸

ג. המצב בישראל: דין ראוי

הגישה אותה אימצו בתי המשפט בדלוור עוצבה בהתאם לדין המהותי ולסדרי הדין הנוהגים בשיטת משפט זו, ובייחוד הכללים בנוגע לסילוק תביעה בשלב דיוני מוקדם.¹³⁹ אולם, בין המצב המשפטי בישראל למצב המשפטי בדלוואר יש מספר הבדלים, ואת הגישה האופטימלית עבור שיטת המשפט בישראל יש לקבוע בהתחשב בהבדלים אלה.

ראשית, נציג את ההבדלים שיש להם חשיבות לענייננו ואת השלכותיהם הראשוניות. לאחר מכן, נציג את הגישה הראויה לגישתנו לבחינת עסקאות מיזוג עם בעל שליטה או עסקאות גורליות אחרות.

1. הדין המהותי

בישראל יש דרישה קוגנטית בחוק החברות לתמיכת רוב מקרב בעלי מניות המיעוט כתנאי לאישור עסקת מיזוג או כל עסקה חריגה אחרת של חברה ציבורית עם בעל שליטה. מהבדל זה נובעות שתי השלכות, שכל אחת מהן פועלת בכיוון שונה. ראשית, אין צורך כי בתי המשפט יעודדו בעלי שליטה לקחת על עצמם, באופן וולנטרי, את הדרישה לאישור על ידי רוב מקרב בעלי מניות

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

¹³⁵ ראו: "... Swomley v. Schlecht, C.A. No. 9355-VCL. (Del. Ch. Aug. 27, 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 MFW. ר' In re Books-A-Million, Inc. Stockholders Litig., No. CV 11343-VCL, 2016 WL 5874974 (Del. Ch. Oct. 10, 2016).

¹³⁶ In re Books-A-Million stockholder litigation, Supreme Court of Delaware, May 22, 2017. ר' ACP Master, Ltd., et al. v. Sprint Corp., et al., C.A. No. 8508-VCL, at *3 (Del. Ch. June 30, 2016)

¹³⁷ ("[T]o show that the Committee was effective, Sprint must demonstrate that the Committee members acted effectively and satisfied their duty of care.") כי העסקה עמדה במבחן ההגיונות המלאה. ר' ACP Master, Ltd. v. Sprint Corp., No. CV 8508-VCL, 2017 WL 3421142 (Del. Ch. July 21, 2017).

¹³⁸ לאחרונה, הרחיבה הפסיקה בדלוור את התחולה של הלכת MFW גם לעסקאות מהסוג של פרשת כהנא, דהיינו: כאלה שבהן בעל השליטה מקבל תמורה עודפת ממכירה של החברה לצד ג'. ר' In re Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. Stockholder Litig., No. CV 11202-VCS, 2017 WL 3568089 (Del. Ch. Aug. 18, 2017)

¹³⁹ לסקירה מקיפה של הזיקה ההדוקה שבין כללי סדרי הדין לתקני הביקורת השיפוטית של בתי המשפט בדלוור, ר' 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)

המיעוט.¹⁴⁰ מקובל להניח כי הדרישה לאישור המיעוט מכבידה יותר על בעלי השליטה מהדרישה להקמת וועדה מיוחדת כיוון שהיא מכפיפה אותם לחוסר וודאות בנוגע להשלמת העסקה.¹⁴¹ שנית, הנחת העבודה צריכה להיות כי לבית המשפט יגיעו רק עסקאות אשר זכו לאישור של רוב מבעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה.¹⁴² בעוד שהנקודה הראשונה תומכת בהשאת פתח רחב יותר לביקורת שיפוטית, הנקודה השנייה מבהירה שמדובר בעסקאות שכבר עברו מבחן משמעותי, 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 שניתן להניח שחברי הוועדה אינם תלויים בבעל השליטה. לפיכך, במידה שהחברה מחליטה על מינוי ועדת הביקורת גם כוועדה המיוחדת לניהול מו"מ, אין כל צורך בעידוד בעלי שליטה להסמכת ועדה של דירקטורים בלתי תלויים להטיל וטו על העסקה.¹⁴³

הבדל מהותי נוסף נוגע לזמינותו של סעד ההערכה. ככל שמדובר בעסקאות מיזוג מסוג going private, הדין בדלוואר מקנה לבעל מניות מיעוט המתנגד למיזוג סעד הערכה.¹⁴⁴ אולם, חוק החברות בישראל לא מקנה סעד שכזה בעסקת מיזוג, אלא רק בהצעת רכש מלאה. גם מהבדל זה נובעות שתי השלכות מנוגדות. ראשית, אי הענקת סעד ההערכה בעסקאות מיזוג משקפת בחירה של המחוקק לשלול מבעלי מניות את האפשרות לתקוף בבית המשפט את המיזוג בטענות שעניינן הוגנות המחיר גרידא. אפשר לחלוק על ההיגיון העומד ביסודה של עמדה זו,¹⁴⁵ 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 תוך פניה לבית המשפט בעילה של קיפוח או הפרת חובות ההגיונות של בעלי השליטה והנאמנות של נושאי המשרה.¹⁴⁶ בהעדר סעד ההערכה, גישה הדוחה באופן גורף מדי תביעות מסוג זה עלולה לשלול כל פתח לביקורת שיפוטית, גם במקרים מוצדקים.

2. הפן הדיוני

כפי שעולה מסקירת הפסיקה בדלוואר, לקביעת הסטנדרט של הביקורת השיפוטית יש השלכות דיוניות, אשר בתי המשפט שם מביאים אותן בחשבון בעת החלטתם בדבר סטנדרט הביקורת הראוי. לפיכך, לא ניתן ליבא סטנדרטים של ביקורת שיפוטית מדלוואר מבלי לבחון את הסביבה הדיונית בישראל. השוואה בין ישראל לארה"ב בהקשר זה חושפת הבדלים משמעותיים ובעלי חשיבות לדיון שלנו.

בדלוואר, 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

¹⁴⁰ כמו כן, וכפי שכבר הסברנו, קיימת בחוק החברות החל מתיקון 22 לחוק דרישה כי עיצוב העסקה עם בעל השליטה יתבצע על דרך של הליך תחרותי או הליך אחר שיש בו כדי להבטיח את טובת החברה. ראו, ה"ש 37 עד 38 לעיל, והטקסט שמעליהן.

¹⁴¹ ר' לעיל ה"ש 115, בעמ' 1824-1825: "Many controlling shareholders, in other words, might prefer litigation risk over consummation risk."

¹⁴² סעיף 321 לחוק החברות מאפשר אישור עסקת מיזוג – ובכלל זה עסקת going private – גם במצב שבו בעלי מניות המיעוט סירבו לאשר אותה. לכאורה, יישום דווקני של הדרישה בדלוור להכפפת העסקה לתנאי בלתי הדיר של אישור על ידי רוב מקרב המיעוט היה מחייב את בעל השליטה לוותר על האפשרות לעשות שימוש בסעיף 321 לחוק לצורך אישור עסקה שלא זכתה לרוב הנדרש באסיפה. מכל מקום, אנו מניחים שעסקה אשר תגיע אל בית המשפט לאישור לפי סעיף 321 תיבחן בכל מקרה באמת מידה מחמירה לנוכח העובדה שלא זכתה לאישור בעלי מניות המיעוט.

¹⁴³ לגישתה של מיכל אגמון גונן, לאור הוספת סעיף 117(ב) לחוק, די באמור בכדי לעודד הליך תחרותי שינוהל בידי ועדת ביקורת בלתי תלויה. הליך זה מיטיב לכאורה עם בעלי המיעוט ומייתר את הצורך בהליך שיפוטני נוסף אשר לטענתה אינו דרוש לאור העלויות הדיוניות הגבוהות ומורכבות הבחינה. לטענה בית המשפט אינו הגוף הראוי לבצע בחינה של עסקאות מעין אלה. מנגנוני האישור הקבועים בחוק מאפשרים לטענתה הגנה מספקת על המיעוט אשר בעזרת מומחיות המוסדיים ידע להגן על האינטרסים הלגיטימיים שלו במסגרת הליכי האישור הקבועים בחוק. ראה הטוב, הרע ובית המשפט, לעיל ה"ש 11, עמ' 59-67.

¹⁴⁴ בית המשפט הביא זאת בחשבון בעניין MFV. ר' שם בעמ' 503.

¹⁴⁵ בשולי הדברים נציין, כי אנו תומכים בתיקון חקיקה להחלת סעד ההערכה גם לבעלי מניות המתנגדים לעסקת מיזוג שהיא עסקה של going private.

¹⁴⁶ ר' בהקשר זה ה. אהרוני-ברק וא. חמדני, "בעקבות פסק דין קיטאל: נטל ההוכחה בהצעת רכש מלאה", **תאגידיים** 17/4 (2012).

to dismiss. בישראל, לעומת זאת, קיימת נטיה חד משמעית כנגד האפשרות הדיונית למחיקה על הסף של בקשה לאישור תובענה ייצוגית (או נגזרת).¹⁴⁷ במקרה הרגיל, על הנתבעים להשיב לבקשת האישור ורק אז יידרש בית המשפט להכריע האם יש מקום לאישור התביעה אם לאו. למעשה, ישראל וארה"ב מחזיקות בעמדות מנוגדות באשר למשקל היחסי של שלב אישור התביעה כייצוגית. מן הבחינה הסטטיסטית בארה"ב שלב אישור התובענה הייצוגית כלל אינו מהווה מחסום רציני בפני התובעים, אך לעומת זאת חלק ניכר מאוד מהתביעות הייצוגיות מסולק על הסף. נטיה זאת גברה אחרי שני פסקי דין משמעותיים בארה"ב שהגבירו את הרף הנדרש מן התביעה כדי לעמוד בפני סילוק על הסף.¹⁴⁸ כך למשל במחקר שבחן תביעות ייצוגיות בניירות ערך בארה"ב וכלל דגימה גדולה של 4,266 תביעות שהוגשו בין השנים 1995 ל-2013, נמצא שרק כ-50% מהתביעות שרדו את שלב הסילוק על הסף. מבין אלו שעברו את שלב הסילוק על הסף רק תביעות בודדות לא עברו את שלב אישור התביעה כייצוגית.¹⁴⁹ מצב הדברים בישראל הפוך. שלב אישור התביעה בתובענה נגזרת (או ייצוגית) הוא שלב משמעותי ביותר. לעומת זאת, כפי שהסברנו, קימת מגמה ברורה להימנע מסילוק על הסף של בקשות לתובענה נגזרת או ייצוגית.

שנית, בישראל אין הליך של depositions שבמסגרתו הצדדים מתשאלים עדים ומעבירים את פרוטוקול ההליך לבית המשפט.¹⁵⁰ באופן כללי יותר הליך הגילוי בארה"ב (discovery), אשר מתקיים ככל שביית המשפט החליט שלא למחוק את התביעה על הסף הוא הליך מקיף ביותר בהשוואה למצב בישראל. זאת, למרות שביית המשפט בישראל יכול לתת צו לגילוי מסמכים עוד

¹⁴⁷ רע"א 8268/96 רייכרט נ' שמש, פ"ד נה(5) 276, 290 (2001) ("יככל שעסקינן בבקשה לסילוק הבקשה לאישורה של התובענה הייצוגית על הסף, הרי שצו כזה יינתן, 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' 6-4 (פורסם בנבו, החלטה מיום 13.8.2007) ("טעם הנוגע לעילתו האישית של התובע המייצג ולה בלבד לא יוביל בהכרח, לאור הוראת סעיף 2(ג)8, 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 רוח"נ נ' קדמי, פס' 7-2 (פורסם בנבו, החלטה מיום 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)'. (").

¹⁴⁸ Ashcroft v. Iqbal, 129 S. Ct. 1937 (2009); Bell Atl. Corp. v. Twombly, 550 U.S. 544 (2007). פסיקות אלו שינו את המצב הקיים בכך שלפניהן בכדי להגיש תביעה ולאץ את הנתבע לחשוף מידע בשלב גילוי המסמכים (discovery), כל שהיה נדרש מהתובע היה להגיש פירוט בסיסי הפורש את עניין התביעה ונסיבותיה, ודי היה בכך כדי לאפשר לדיון להתקדם. פסיקות חדשות אלו קבעו שבכדי לאלץ את הנתבע להתייחס לתביעה ולחשוף מסמכים ולאפשר את שאר הליכי הגילוי הנרחבים הנוהגים בארה"ב, על התובע להניח בסיס עובדתי משמעותי אשר גם יניח את דעת השופטים כי קיים עניין מהותי הדורש בירור. השלכת פסיקות אלו היא שבפועל סף הכניסה להליך המשפטי עלה ובהתאם נטען שאחוז התביעות שנדחות על הסף גבר. להרחבה על הפסיקות אלו והליך הדחיה 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 Worked – 149 in 2014*, K&L GATES LEGAL INSIGHT, 6 Nov. 2014, available at http://www.klgates.com/files/Publication/9c708b2a-fb5d-4978-ad73-1bed275c6eee/Presentation/PublicationAttachment/35b4d892-2d24-4659-bfb5-277ea7930a38/Successful_Motions_to_Dismiss_Securities_Class_Actions.pdf

אגב, מתוך אותה דגימה ענקית של תביעות ייצוגיות רק 14 הגיעו לשלב ההכרעה השיפוטית (ומתכן רק 5 מקרים שבהם בית המשפט הכריע לטובת הנתבעים). חלק עצום של התובענות ששרד את שלב הסילוק על הסף הסתיים בפשרה.

¹⁵⁰ קיים, אם כן, שוני ניכר בין הליך התצהירים הישראלי לזה האמריקאי שהוא כאמור הליך של תשאול עדים מחוץ לכתלי בית המשפט. ר' Michael Halberstam and Érica Gorga, *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 האמריקאי בסעיפים 26 עד 32 לחוק הפצדורה האזרחית הפדרלי. ר' FED. R. CIV. P. 26-32. סעיפים אלו מקבעים את הליך התצהירים וגבולותיו אשר במסגרתו יכולים הצדדים להפנות אחד אל השני בקשה לתצהיר בעל-פה או בכתב בכל נושא הנוגע לעניין התובענה עוד לפני שתובענה זו נידונה בבית המשפט לגופה. תצהירים אלו יכולים לשמש כעדות וראיה בבתי המשפט רק תחת נסיבות מסויימות המעוגנות בחוק ובפועל הליך זה חוסך זמן שיפוטי רב בבית המשפט על חשבון הליך יקר ומתמשך המתבצע כמעט לחלוטין ובאופן עצמאי על ידי הצדדים. בתי המשפט בדלוואר אימצו באופן נרחב את תוכן החוק הפדרלי האמריקאי כך שבפועל ישנו דמיון ניכר בין הדין הדיוני בדלוואר לבין הדין הדיוני הפדרלי לעניין זה כאשר לעיתים החוק בדלוואר מרחיב את חובת התצהירים אף יותר מהחוק הפדרלי. (להרחבה ר' עמ' 1417-1419 במאמר לעיל).

בשלב הדיון בבקשה לאישור.¹⁵¹ כמו כן, בישראל יכול בית המשפט לשמוע עדויות ראשוניות כבר בשלב המוקדם של דיון בבקשה לאישור התובענה כייצוגית או נגזרת.

להבדלים אלה מספר השלכות. ראשית, בישראל, ובעיקר בהקשר של תביעה הנוגעת לעסקה אותה אישרה ועדת דירקטוריון מיוחדת, החלת כלל ה-BJR אינה אמורה להביא למחיקה על הסף של תביעה ייצוגית. בית המשפט יכול להכריע בדבר סטנדרט הביקורת השיפוטית המתאים לנסיבות במסגרת ההכרעה בבקשה לאישור.

שנית, העובדה כי בית המשפט נדרש בכל מקרה לקיים דיון בבקשה לאישור מקנה לו אפשרות, בטרם יכריע בסטנדרט השיפוטי שאותו ראוי להחיל, לקיים דיון ולגבש עמדה בנוגע למידת האפקטיביות של עבודת הוועדה. במסגרת זו יוכל בית המשפט לשמוע עדים, ולהתירם באופן בלתי אמצעי מעבודת הוועדה. כל זאת על בסיס גילוי מסמכים משמעותי כפי שנפרט בהמשך. מאפיין זה מקנה לבתי המשפט בישראל, בניגוד לעמיתיהם 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. קיומה של הזדמנות מסוג זה חשוב גם לנוכח העובדה עליה עמדנו מוקדם יותר, והיא שבניגוד לדיון בדלוור, לא עומדת לרשות בעלי מניות המתנגדים לעסקה האפשרות לפנות לבית המשפט בבקשה לסעד הערכה.

שלישית, העדר הליך של depositions בישראל, ובאופן כללי יותר עלויות נמוכות יחסית של הליכי הגילוי, מרכיבים במידה מסוימת את ההכבדה הנובעת לחברה מהליך מקדים של גילוי שנערך בארה"ב רק לגבי תביעה ששרדה את שלב הסילוק על הסף.

3. הגישה המוצעת

הגישה אותה אנו מציעים מהווה גישת ביניים בין הגישה העולה מפסיקת בתי המשפט בדלוור לבין הגישה לפיה על בתי המשפט לבחון כל עסקה לגופה.¹⁵² בהתבסס על ההבדלים הדיוניים בין ישראל לדלוור, אנו מציעים איזון הולם יותר בין העמדה העקרונית לפיה אין הצדקה לניהול הליכים משפטיים שכל תכליתם מאבק בין חוות דעת של מומחים לבין 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 ביחס לתנאי הכלכליים של העסקה.

ביסוד גישתנו עומדת ההנחה שתפקידה העיקרי של הביקורת השיפוטית הוא להבטיח תפקוד תקין של מנגנון השוק לצורך אישור העסקה, דהיינו: ניהול מו"מ בתהליך מדמה שוק, פרסום מכלול המידע הרלוונטי ואישור בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה. ככלל, על בית המשפט להימנע מלהתערב בנקודות 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 בדבר אפקטיביות ההליכים שקיימה החברה.

הסתניגות הדיון הישראלי ממחיקה על הסף של תובענות קיבוציות (נגזרות וייצוגיות) היא זו שמעניקה לבתי המשפט בישראל את האפשרות לקיים איזון נאות בין שיקולים אלה. בניגוד לעמדה המוצהרת של בית המשפט בעניין MFJ, אנו סבורים שעל בית המשפט לנצל את הדיון בבקשת האישור כדי להתרשם מאפקטיביות הוועדה הבלתי תלויה, איכות הגילוי לבעלי המניות, ואישור העסקה בידי בעלי מניות שאינם נגועים בעניין אישי. אולם, אם לאחר בירור זה אכן מצא בית המשפט כי התקיים תהליך אפקטיבי של מו"מ, עליו להימנע מהתערבות אלא במקרים חריגים ביותר שעליהם נעמוד בהמשך.¹⁵³

¹⁵¹ תק' 4 (ב) לתקנות תובענות ייצוגיות, התש"ע-2010.

¹⁵² בפסק הדין בעניין כלל קיבל השופט כבוב כעקרון את גישת הביניים שלנו תוך שהוא מפנה לטייטה מוקדמת של מאמר זה. ראו **תועלת לציבור נ' כלל תעשיות בע"מ**, לעיל ה"ש 34, פסי' 32 לפסק דינו של השופט כבוב.

¹⁵³ לדעה מנוגדת לדעתנו אשר אינה רואה בסטנדרט ההגינות המלאה כמענה ראוי לסוגיות האמורות ר' עמיר ליכט "שם הורוד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושא משרה", לעיל ה"ש 9, בעמ' 530-535.

להלן נציג, בצורה תמציתית, את המרכיבים של הגישה אותה אנו מציעים.

הגשת התביעה. על כתב התביעה שהגיש התובע להצביע על עובדות קונקרטריות המקימות עילת תביעה ביחס לעסקה הספציפית. לא די בהצבעה על חשש בעלמא הנובע מן העובדה שבעל השליטה מצוי בניגוד עניינים. התובע נדרש להצביע, בהתבסס על המידע הגלוי לציבור (או מידע שקיבל עקב פנייה לחברה במסגרת זכות העיון של בעלי המניות),¹⁵⁴ על פגמים קונקרטיים שנפלו בהליך (לדוגמא, שימוש ביועץ התלוי בבעל השליטה או גילוי חסר לבעלי המניות).¹⁵⁵ כמו כן, על התובע לצרף חוות דעת כלכלית שתתמוך בטענותיו כי המחיר שנקבע בעסקה לא שיקף את השווי ההוגן של מניות המיעוט.¹⁵⁶

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 לבין הרף שיש להציב בפני התובעים. ככל שיש גילוי נרחב יותר בדוח העסקה אשר פירסמה החברה, כך יש להציב בפני התובע 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.¹⁵⁷ לגישתנו, יש לקבוע מתווה סטנדרטי של גילוי ביחס לאפקטיביות התהליך. הגילוי הסטנדרטי צריך לכלול פרוטוקולים של ישיבות הוועדה המיוחדת וכל מידע רלוונטי נוסף הנוגע לעבודת הוועדה (כגון תיעוד של מ"מ עם נציגי בעל השליטה). היקף הגילוי ייקבע בסופו של דבר גם בהתאמה לטענות הקונקרטריות שמעלה התובע. לדוגמא, אם התובע טוען לקיומו של פגם קונקרטי בהערכת השווי, סביר להניח כי יהיה על הגילוי להתייחס לחומר הרלוונטי בהקשר זה. סוגיה זאת של גילוי מסמכים הקשורים להכנת הערכת שווי של מומחה עבור הוועדה היא סוגיה מרכזית המחייבת איזון בין החשש מהכבדה יתרה על החברה (אשר עלולה לרוקן מתוכן את היתרון הדיוני בשימוש בוועדה מיוחדת) לבין הצורך לבחון האם עבודת מעריכי השווי הושפעה לרעה בידי בעל השליטה או מי מטעמו. לפיכך, ראוי שהיקף הגילוי ייקבע בהתאם לטענות הקונקרטריות של התובע בכתב התביעה. נזכיר בהקשר זה כי בדלוואר גובשה עמדה מרחיבה ביחס לפרסום מידע בדבר הערכות שווי לבעלי המניות טרם אישורם את העסקה.¹⁵⁸

בשולי הדברים נציין, כי לגישתנו הוועדה המיוחדת אינה יכולה לצמצם את היקף הגילוי בהתבסס על קיומו של חיסיון עורך דין לקוח בכל הנוגע לייעוץ המשפטי אותו קיבלה הוועדה במסגרת דיוניה לאישור העסקה. קיימים טעמים עקרוניים השוללים הכרה בתחולת החיסיון,¹⁵⁹

¹⁵⁴ לעניין זכות העיון של בעל מניות בכל הנוגע לעסקה בניגוד עניינים ראו סעיף 185 לחוק החברות וכן יחיאל בהט, לעיל ה"ש 11, בעמ' 615-617.

¹⁵⁵ ר' עמיר ליכט "שם הווד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושא משרה", לעיל ה"ש 9, בעמ' 523-517. בחלק זה במאמרו פורש פרופ' ליכט את היסודות הנדרשים בכדי להנות מכלל שיקול הדעת העסקי וכיצד הם מעוגנים גם בדין והפסיקה הישראלית. יסודות אלו מקרינים לטעמנו גם על חובות הזהירות והאמונים הנדרשים מחברי הוועדה המיוחדת.

¹⁵⁶ **תועלת לציבור נ' כלל תעשיות בע"מ**, לעיל ה"ש 33.
¹⁵⁷ על ההבחנה בין גילוי ועיון בכל הנוגע לבקשה לתביעה נגזרת או ייצוגית ר' רע"א 6122/14 **בנק הפועלים בע"מ נ' ישעיהו נשר**, פס' 8-4 לפסק דינו של השופט הנדל (פורסם בנבו, 6.5.2015).

¹⁵⁸ ר' Blake Rohrbacher & John Mark Zeberkiewicz, *Fair Summary: Delaware's Framework for Disclosing Fairness Opinions*, 63 BUS. LAW. 881 (2008); Blake Rohrbacher & John Mark Zeberkiewicz, *Fair Summary II: An Update on Delaware's Disclosure Regime Regarding Fairness Opinions*, 66 BUS. LAW. 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).

¹⁵⁹ ר' Wal-Mart Stores, Inc. v. Indiana Electrical Workers Pension Trust Fund IBEW, A.3d 1264, 37 (Del.2013). בפסיקה זו אומצה הדוקטרינה שנקבעה בהלכת Garner v. Wolfenbarger, 430 F.2d (ר' Garner v. Wolfenbarger, 430 F.2d (1970) (5th Cir. Ala. 1093) הקובעת חריג לחסיון עו"ד-לקוח כאשר קיימת "סיבה טובה" וכשהמידע חיוני למטרתם הראויה של התובעים ולא ניתן להשיגו ממקור אחר. במקרה כזה, כאשר המידע הינו נקודתי, ואינו מהווה "גישה באפלה", על החברה לחשוף בפני בעלי מניותיה גם מידע הנופל תחת החסיון האמור. ניתן להשוות הלכה זו אל פסיקתו של השופט כבוב בפס"ד כלל תעשיות (ראה ה"ש 27 לעיל) אשר מצמצמת אף יותר את החסיון האמור בישראל. לדעה מנוגדת, הפוסלת של השימוש בהלכת Garner בהקשרו ר' Jack P. Friedman, Is the Garner Qualification of the Corporate Attorney-Client Privilege Viable After Jaffee v. Redmond?, 55 Bus. Law. 243 (2000).

במסגרת תביעות של בעלי מניות, על ייעוץ משפטי שמוענק לדירקטוריון או לוועדה מוועדותיו. אך גם במנותק מטעמים אלה, התעקשותה של הוועדה המיוחדת שלא לחשוף פרטוקולים 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 הבקשה לאישור אמור בית המשפט להתמקד באפקטיביות מנגנון המו"מ ואישור העסקה, וזאת בהתבסס על תצהירי הגורמים 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 לפיה 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 היועצים שלה, נאותות המנדט שהוענק לה ואיכות המידע שהועמד לרשות חבריה לצורך קבלת החלטה.

אולם, המשימה המאתגרת ביותר עבור בתי המשפט הינה בחינת אפקטיביות הוועדה במילוי תפקידה. בניגוד לנושאים כמו אי תלות חברי הוועדה, לא ניתן לקבוע רשימה סגורה של פרמטרים אובייקטיביים להכרעה בסוגיה זו. עם זאת, חשוב להצביע על שני שיקולים מנחים. ראשית, תכליתו של מנגנון הוועדה המיוחדת הינו לקיים הליך מדמה שוק, דהיינו: לפעול במידת האפשר באופן דומה לזה של התקשרות בעסקה בין צדדים בלתי קשורים, ולא להצדיק את תנאי העסקה שהוכתבו לחברה מבחוץ. שנית, תפקיד מרכזי של בית המשפט בהקשר זה הינו לוודא כי ההליך לא התנהל למראית עין בלבד, ואיננו משלים את עצמנו שמדובר במשימה קלה. לצורך כך על בית המשפט להתרשם שנעשה ניסיון ממשי לפעול על מנת להשיג עבור בעלי המניות את ההצעה הטובה ביותר האפשרית, וזאת מבלי שהייתה השפעה פסולה של בעל השליטה או מי מטעמו. עם זאת, בית המשפט אינו אמור להחליף את שיקול דעת הדירקטורים בנוגע לשאלות כגון מה הייתה הדרך המיטבית לפעול והאם ניתן היה להשיג תמורה גבוהה יותר לו נבחרה דרך אחרת.

במסגרת זאת, אנו מציעים כי בית המשפט יבחן את הפרמטרים הבאים. ראשית, האם מדיוני הוועדה עולה כי הדירקטורים הבינו את מטרת ההליך, וכי תפקידם להביא בפני בעלי המניות את העסקה הטובה ביותר האפשרית (ולא רק לקבוע כי העסקה הוגנת, דהיינו: שמחיר המניה בעסקה משקף את השווי ההוגן שלה). שנית, האם נבחנו חלופות לעסקה (בהתחשב בעובדה כי מגוון החלופות לעסקת going private הוא מצומצם מאד ככל שזאת העסקה הנבחרת). שלישית, האם 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 ביחס להחלטות אחרות של הדירקטוריון, האם התהליך שקיימה הוועדה עמד בציפיות בכל הנוגע לאיכות החומר שעמד בפני חברי הוועדה, בחינת הפרמטרים הרלוונטיים וקיום דיון ענייני. חמישית, האם באשר לשווי הייתה הקפדה על חשאיות דיוני הוועדה, בדגש על טיטות הערכות השווי ששימשו בסיס למו"מ. כאמור בחלק הקודם, אין מניעה להשתתפות חברי ההנהלה בחלק מדיוני הוועדה. אולם, מטבע הדברים, חשיפת הערכות השווי לצד שכנגד במו"מ—בעל השליטה במקרה שלפנינו—תמנע מנציגי החברה למצות את הליך המו"מ. לבסוף, יש לבחון אם הוועדה עשתה ניסיון כנה להשתמש במו"מ כדי לשפר את תנאי העסקה. חשוב להדגיש כי רשימה זו אינה רשימה ממצה, אולם היא מהווה רשימה של פרמטרים בעלי חשיבות לצורך קביעה האם ההליך אכן היה הליך שביכולתו לדמות בתנאי שוק.

כאמור, בית המשפט אינו אמור להחליף את שיקול דעת הוועדה באשר למו"מ 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 שניתן היה לנקוט במתווה שונה אשר היה אולי משיג מחיר טוב יותר. לגישתנו, בית המשפט צריך גם להיזהר מלתת משקל יתר להישגי הוועדה במו"מ, לטוב ולרע. זאת כיוון שקיים חשש משמעותי ליצירת 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.

יחסי הגומלין בין המרכיבים השונים. לבסוף, נציין כי במסגרת שיקול הדעת של בית המשפט, מן הראוי להתחשב גם ביחסי הגומלין בין מרכיבי ההליך השונים. לדוגמא, ככל שהעסקה אושרה ברוב גבוה יותר מקרב בעלי מניות המיעוט שאינם נגועים, ובפרט כאשר מדובר בחברה אשר לה ריבוי של משקיעים מוסדיים בלתי תלויים, כך תהיה נטייה טבעית שלא להתערב בתנאי העסקה. כמו כן, ככל שהגילוי בדוח העסקה היה נרחב יותר, וכלל גם מידע מפורט בדבר הערכות השווי וגם פירוט לגבי עבודת הוועדה המיוחדת, כך יש לתת משקל רב יותר לאישור בעלי המניות.

ההכרעה בהליך האישור. אם לאחר הליך הבירור בבית המשפט התברר כי התקיים מנגנון מדמה שוק, דהיינו: בחברה פעלה בחברה וועדה בלתי תלויה אשר ניתן להתרשם כי פעלה באופן אפקטיבי, ניתן גילוי נאות בדוח העסקה והוענק אישור בעלי מניות המיעוט, מן הראוי שביית המשפט יחליט על דחיית בקשת האישור מבלי לבחון את הגינותה של העסקה לגופה. במילים אחרות, בשלב זה ניתן יהיה להכפיף את העסקה לכלל שיקול הדעת העסקי, בכפוף לחריג המצומצם שבו נדון מיד. לעומת זאת, אם מתעורר בבית המשפט ספק לגבי אפקטיביות פעולת הוועדה או אי התלות שלה הרי שנדרש בירור לגופה של עסקה והגינות תנאיה.

כמו כן, במקרים שבהם על פני הדברים עולה ספק לגבי הגינות תנאי העסקה יש לצפות לביקורת שיפוטית, גם כאשר הנסיבות מלמדות על מו"מ אפקטיבי. עם זאת, אנו סבורים כי יש לשמור התערבות מעין זאת למצבי קיצון.¹⁶⁰ כך, למשל, אם מגלה בית המשפט כי החברה מכרה או קנתה נכס מבעל השליטה בתנאים טובים יותר מאשר אלו שבהם מכרה או קנתה נכס דומה, מן הראוי כי בית המשפט ידרש גם להגינות תנאי העסקה אף כאשר כל הראיות האובייקטיביות שבידיו מצביעות על כך שנוהל לגביה מו"מ אפקטיבי.¹⁶¹ קיימות נסיבות נוספות שבהן על פני הדברים ניתן להתרשם שקיימת בעיתיות לכאורה בתנאי העסקה, כגון מקרים שבהם הערכת שווי של מומחה של הוועדה נקטה בגישה לא מקובלת או שיש בה פגם מזוית הראיה המשפטית.

חשוב לציין, כי הדיון שלנו מתמקד בהכרעת בית המשפט בשלב אישור הבקשה לתביעה נגזרת בלבד (או ייצוגית לפי העניין אם אין מדובר בעסקת going private). העובדה שביית 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 מסויימים. כמו כן, אין למנוע מן החברות לאשר עסקאות גם ללא הליך המו"מ המיוחד, אלא שבמקרה זה אין מנוס מביקורת שיפוטית נוקבת בדבר הגינותה של העסקה ותנאיה ללא כל הקלה דיונית לבעל השליטה.

ביקורת שיפוטית בישראל: התפתחויות

עמדה עדכנית, לאחר פסק דין MFW, לענין עוצמת הביקורת השיפוטית השמיע השופט כבוב בענין כלל תעשיות ולאחר מכן בענין הוט. בענין כלל תעשיות הפכה חברת כלל תעשיות לחברה פרטית על דרך 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 על דרך של מו"מ ממושך באמצעות ועדת דירקטוריון בלתי תלויה שזכתה לייעוץ של מומחים בלתי תלויים – משפטיים ופיננסיים. התביעה הייצוגית התמקדה בתמורה ששולמה על ידי בעל

¹⁶⁰ ראו למשל, על דרך האנאלוגיה לסעד ההערכה ת"צ (ת"א) 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ מבני תעשיה ומלאכה בע"מ, פס' 81-65 (פורסם בנבו, החלטה מיום 9.6.2014). בענין זה סירבה השופטת רונן לקבל הערכת שווי הכוללת הפחתת שווי של מניות המיעוט בגין ניכון של אי סחירות. סוגיה דומה יכולה להתעורר בהקשר של מיזוג של going private המערב החלטה של ועדת דירקטוריון בלתי תלויה.

¹⁶¹ יצויין, כי אם מידע שכזה הוסתר מחברי הוועדה, הרי שלא ניתן לקבוע כי הוועדה קיימה הליך אפקטיבי. בעייתיות דומה קיימת בהסתרת המידע מבעלי המניות שנדרשו לאשר את העסקה.

השליטה למיעוט בעסקת המיזוג, והצדדים הגיעו לפשרה אותה אישר בית המשפט. אגבית לאישור הפשרה דן בית המשפט בהשפעת פועלה של ועדת הדיקטוריון על עוצמת הביקורת השיפוטית.

בית המשפט מקבל בעקרון את עמדתנו, תוך שהוא מפנה לטייטה קודמת של מאמר זה, ולפיה ראוי לאמץ גישת ביניים.¹⁶² 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.¹⁶³ יתר על כן, הערכתו של השופט לאיכות העבודה שנעשתה על ידי ועדת הדיקטוריון הבלתי תלויה של כלל תעשיות במקרה זה מובילה את השופט למסקנה כי סיכויי התביעה אינם גבוהים, והוא נעזר במסקנה זו על מנת לאשר את הפשרה שהוצעה באותו ענין על ידי הצדדים. אם כן, לעבודת הוועדה האפקטיבית הייתה השפעה של ממש על נכונותו של בית המשפט לבחון את העסקה לגופה אלמלא הושגה פשרה.

בענין הוט המשך השופט כבוב את קו המחשבה האמור. גם בענין הוט ביצע בעל השליטה מיזוג-חילוט בדומה לענין כלל תעשיות, וגם הפעם החברה נעזרה בוועדה בלתי תלויה. אולם הפעם, בעודו מבצע בדיקה קפדנית של עבודת הוועדה חשף השופט כבוב שלל של פגמים: בהרכבה של הוועדה,¹⁶⁴ בעצמאותה,¹⁶⁵ בבירור שבו קיימה הוועדה בשאלת התלות של היועצים המשפטיים שלה,¹⁶⁶ בהבנה של הוועדה את עצם תפקידה ומעל לכל הביע השופט ספקות לגבי הנחרצות שבה פעלה העבודה להשגת מטרתה. כל זאת הביא את השופט למסקנה לכאורית ולפיה סיכויי התביעה גבוהים, ובהתאם בחן השופט את הסכם הפשרה שהגישו הצדדים לעיונו ואשר אותו הוא אישר בסופו של דבר.¹⁶⁷ עוד מוסיף השופט, כי אילו העלה הבירור שהוועדה פעלה ללא דופי, מן הראוי היה להימנע מלבחון את תנאי העסקה לגופם, להוציא "מקרים חריגים, ובלתי שגרתיים".¹⁶⁸

עם זאת, בענין כלל תעשיות בית המשפט מביע הסתייגות מסוימת מעמדתנו ולפיה רק במקרים חריגים יש לדון בתנאי העסקה לגופם אם התברר כי הוועדה עבדה במסירות ובאפקטיביות לשם הבטחת תנאים אופטימליים למיעוט. בית המשפט מקשה ואומר כי יתכן שאין מנוס מבחינת תנאי העסקה על מנת להכריע אם אמנם מדובר במקרה חריג המצדיק התערבות אף אם התקיים הליך תקין בוועדה. וכך כותב השופט: "כפי שאף מציינים חמדני וחנס 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."

169

¹⁶² **תועלת לציבור נ' כלל תעשיות בע"מ**, לעיל ה"ש 34, פס' 32 לפסק דינו של השופט כבוב.

¹⁶³ שם. ("מקבל אני את עמדתם של המלומדים חמדני וחנס לפיה על בית המשפט לבחון בדקדקנות יתרה את נאותות ההליך בו אושרה העסקה.")

¹⁶⁴ עניין **פרילוק נ' קול**, לעיל ה"ש 16, פסקה 51 לפסק דינו של השופט כבוב. ("יתמונה לידי היא החלטה 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").

¹⁶⁵ 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").

¹⁶⁶ ראה ה"ש 40.

¹⁶⁷ שם, פסקה 59 לפסק דינו של השופט כבוב. ("ינוכח 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 הנוק שנגרם בסופו של יום לחברי 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...").

¹⁶⁸ שם, פס' 49 לפסק דינו של השופט כבוב ("יודוק, 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 החריג ולא בגדר הכלל שעה שהוכח כי הליך האישור היה הליך נאות כמפורט לעיל. מדובר במקרים חריגים, בלתי שגרתיים, 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").

¹⁶⁹ **תועלת לציבור נ' כלל תעשיות**, לעיל ה"ש 34, פס' 32 לפסק דינו של השופט כבוב.

דברים אלו מצריכים אכן הבהרה באשר לעמדנו הכללית ובאשר לאותם מקרים חריגים שבהם גם לשיטתנו ראוי שבית המשפט יפנה לבירור תנאי העסקה על אף שהתירשם 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 לגבי המחיר לרוב יהיה ביטוי בפעולה בלתי-תקינה של הוועדה, ואם אמנם מוצא בית-המשפט פגם בעבודתה, הרי שקמה עילה להתערבות. לעומת זאת, אם בית-המשפט אינו מוצא פגם בהליך, עליו להסיג שיקול דעתו מפני שיקול הדעת של הוועדה והמיעוט.

כל פתרון אחר יכניס את המערכת המשפטית למערבולת בה כל עסקה, גם אם היא מושלמת, תידרש לבחינת בית-המשפט. משום שהסכומים בעסקאות כל-כך גדולים, אי-הוודאות יוביל להצפת תביעות סרק. נחשול כזה הציף את בית-המשפט בדלאוור, והוביל 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 על-מנת 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, מקורו בעסקאות מקבילות שהתרחשו בתנאים עדיפים לחברה בסמיכות לעסקה עם בעל השליטה.¹⁷⁰ עסקה מקבילה מעין זאת אומרת דרשני. ככל שהעסקה האחרת דומה יותר וסמוכה יותר לעסקה עם בעל השליטה, כך היא מעוררת חשש שההליך שהתנהל בוועדה היה הליך למראית עין או שנפל בו קלקול מסוים.¹⁷¹ מקרה חריג אחר ניתן למצוא במקרים שבהם בהליך משפטי אחר או בגילוי אחר שנתנה החברה היא הציגה נתונים או מסקנות שונים מאלו עליהם הסתמכה הוועדה.¹⁷² מקרה חריג נוסף הוא כאשר הוועדה או יועץ שלה התבססו על הנחות משפטיות שגויות במהלך העבודה שלה.¹⁷³ נסיבות אחרות שיש לשקול אם הן עולות כדי מקרה חריג המצדיק בירור של תנאי העסקה (אולי ביחד עם 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 ומתוחכמים (כדוגמת משקיעים מוסדיים).

¹⁷⁰ שאלה זו עמדה במוקד הדיון בענין הוט שם טענו המבקשים כי בסמוך לעסקת המיזוג בעל השליטה רכש מניות מדי צדדים מסוימים בתנאים נדיבים יותר מאלו שקיבלו בעלי מניות המיעוט במסגרת המיזוג. ראו עניין **פריילוק נ' קול**, 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 רול נבנתה באופן המתואר להתגבר על איסור האפליה בין מניות הציבור לבין מניות של בעלי מניות מיוחדים").

¹⁷¹ ראה לדוגמה את טענות המבקשים בעניין **פריילוק נ' קול**, לעיל ה"ש 16, פס' 59 לפסק דינו של השופט כבוב. במקרה זה טענו המבקשים כי אופציות שניתנו לקבוצות פישמן וידיעות במסגרת רכישת מניותיהם בנפרד מעסקת המיזוג, ביטאו "תמורה עודפת" ממנה לא נהנו בעלי מניות המיעוט. תמורה עודפת זו הופרדה לכאורה מעסקת המיזוג נשוא התביעה במכוון וקיפחה את בעלי מניות המיעוט. עניין זה הסתיים בדצמבר האחרון בפשרה בין הצדדים אותה אישר השופט כבוב. בית המשפט קבע שלאור סיכויי התביעה הטובים אך הקושי בהוכחת גובה הנזק סכום הפיצוי בהליך הפשרה נאות וראוי.

¹⁷² לשם השוואה ראו פרק (ת"א) 36681-04-13 **הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' אי די בי חברה לפיתוח בע"מ** (4.5.2013). במקרה זה טענה חברת אי די בי פיתוח כי שיטת החישוב בה נקטו המבקשים, המתבססת על שווי הנסחר של מניות החברות הבנות אינה נכונה ואינה תואמת לאופי החברה והיסטורית הפסיקה, זאת בניגוד לעמדתה בעניין אחר מספר שנים קודם לכן שם טענה בעצמה לנכונות שיטה זו בהקשרה. סתירה זו זכתה לביקורת נוקבת מצד בית המשפט המחוזי שאף רמו שניגוד זה ראוי שיקים השתק שיפוטני בידה מלטעון אחרת כעט. שם, פסקה 12 לפסק דינו של השופט אורנשטיין.

¹⁷³ על דרך האנאלוגיה אפשר להפנות במקרה זה לעניין ספרא נ' מ.ת.מ. (ראה ת"צ 20457-03-11 **ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ** (פורסם בנבו, 9.6.2014)). באותו עניין דובר בהצעת רכש מלאה (ולא בעסקה של החברה עם בעל השליטה) אשר במסגרתה התבקשה בית המשפט להעניק "סעד ההערכה" לבעלי המניות שמניותיהם נרכשו בכפיה. 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 בו וועדה בלתי תלויה מתבססת במישרין או בעזרת מומחה על הנחות משפטיות שגויות ניתן וראוי להתערב בפועלה, ובלבד שמדובר בפרשנות משפטית בעלת משמעות מרחיקת לכת.

בכל המקרים האלו אין כל צורך בבירור מעמיק על מנת לגבש חריג לכלל אשר לפיו בית המשפט נמנע מלבדוק את תנאי העסקה כאשר לאחר בירור נוקב הוא מגיע למסקנה שהוועדה הבלתי תלויה ניהלה הנחזה כהלך אפקטיבי. יתר על כן, חריגים אלו צריכים לחדד את חושי בית המשפט, ועליו לבדוק היטב אם אמנם אכן התבצע הליך אפקטיבי בוועדה. לעומת זאת, בהעדר סימנים מעוררי חשד על פני הדברים על בית המשפט להסתפק בבחינת ההליך שקיימה הוועדה. בפרט, אם אכן עולה כי התקיים הליך שכזה, על 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 אותו קיים השופט כבוב בענין 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 בענין 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 כמותואר לעיל), ההנחה המקדמית והלכאורית לגביה היא כי הפרוטנציאל המזיק של ניגוד העניינים נוטרל."¹⁷⁴ לאמור, כאשר בית המשפט מתרשם כי הוועדה קיימה הליך אפקטיבי, יש בכך כדי למצות את הדרישות הפרוצדוראליות 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."¹⁷⁵ לעומת זאת, הליך אשר נחשף כהלך שאינו אפקטיבי אינו מקהה את עצמת הביקורת השיפוטית, שכן אין לומר כי מלאו דרישות החוק המחמירות באשר להליך אישור העסקה ועיצובה.¹⁷⁶

פרק חמישי – 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 ביחס לעסקאות בעלי שליטה, תוך אימוץ מבחן ההגינות המלאה הנוהג בדלוור. בעוד ההצדקה העקרונית לקיומה של ביקורת שיפוטית מחמירה בעסקאות בעלי שליטה תקפה ביחס לדלוור, לישראל ולשיטות משפט אחרות, ההבדלים בדין המהותי, הדיוני ובתנאי השוק מחייבים בחינה מעמיקה של המתכונת הראויה להחלת מבחן ההגינות המלאה בישראל.

מאמר זה תורם להתפתחות הביקורת השיפוטית בדיני התאגידים בישראל במספר מישורים. ראשית, הוא מציע גישה לקביעת תפקידו של בית המשפט ביחס לעסקאות בעלי שליטה שהתקיימו בהליך דיוני נאות, לרבות אישור משקיעי המיעוט על בסיס מידע מלא, וזאת בהתחשב בסדרי הדין הנוהגים בישראל. לגישתנו, על בתי המשפט להימנע מהתערבות בעסקאות בעלי שליטה רק לצורך בחינת התנאים הכלכליים שלהן, וללא ביסוס נוסף. שנית, הוא מציע הבחנה בין עסקאות בעלי שליטה שונות לעניין תפקידי הוועדה המיוחדת וההליך הנדרש ממנה. לבסוף, עסקנו בשאלת ההליך המתנהל בוועדה על רקע תכליתה של הוועדה.

¹⁷⁴ ר' עניין ורדניקוב, לעיל ה"ש 12, פס' 85 לפסק דינו של השופט עמית.

¹⁷⁵ שם, בפס' 86.

¹⁷⁶ ולעמדה זו יפים הדברים הבאים שגם אותם השמיע השופט עמית: "אבן 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". שם.

