

אמונאות או נאותות – על האיזון (החסר) שבין חובת האמון לחובת בדיקת הנאותות שחלות על נושאי משרה בישראל

גל רוזיליו*

ברשימה זו אבקש לנתח את האיזון שמטיל חוק התחרות הכלכלית, התשמ"ח-1988 (להלן: חוק התחרות) לעומת האיזון שמטיל חוק החברות, התשנ"ט-1999. באופן ממוקד עוד יותר, אבקש לעמוד על האיזון שבין סעיף 2(א) לחוק התחרות¹ ובין סעיף 254(א) לחוק החברות,² בהתייחסות לגילוי הדעת שפרסמה רשות התחרות (אז בשמה הקודם הרשות להגבלים עסקיים) במאי 2014,³ לרבות המתח שיוצרת הסתירה המובנית אשר מקורה בחקיקה ובמסמך גילוי הדעת. מתח זה נוצר בשל "התנגשות" בין חובת האמון המוטלת מכוח חוק החברות ובין הדרישות החלות על נושא משרה במסגרת הליך בדיקת נאותות בהתאם לחוק התחרות ונייר גילוי הדעת. מתח זה טרם זכה לכתיבה מעמיקה בספרות, למעט מספר התייחסויות מוקדמות תמציתיות, כפי שאציג להלן.

השלב הראשון (התיאורטי) בכל עסקה הכוללת מיזוגים ורכישות (עסקת M&A)⁴ הוא בדרך כלל שלב "בדיקת הנאותות" (Due Diligence (DD)), שהוא, בקצרה, הליך שמתרחש ביוזמת המשקיע (קרי הרוכש בעסקה פלונית), ללא קשר לגודל המשקיע, ולחלופין בלא צורך בבחינת השאלה אם מדובר במשקיעים פרטיים קטנים, וזאת לצורך מחקר והערכת שווי למיזם מסוים שבו עתיד המשקיע (רעיונית) להשקיע.⁵ ככלל, ניתן לאפיין את הליך בדיקת הנאותות ככזה הנועד להעריך את שלל ההיבטים, הן העסקיים והן המשפטיים, הקשורים למיזם הרכישה המתהווה,⁶ כדי לבחון ולקבוע את כדאיות העסקה עבור משקיע פוטנציאלי.⁷ לרוב, בדיקת נאותות מבוצעת על ידי עורך דין או רואה חשבון.⁸ יתרה מכך, את תוצאות בדיקת הנאותות ניתן לאפיין ככאלו המהוות בפועל את "תשקיף החברה",⁹ שמטרתו היא לחשוף מידע (נרחב) למשקיע באשר למיזם. המידע הזה מאפשר למשקיע (ולכל מקבלי ההחלטות בהליך) להחליט באופן אינפורמטיבי ומושכל ככל הניתן.

אזכור הרשימה: גל רוזיליו "אמונאות או נאותות – על האיזון (החסר) שבין חובת האמון לחובת בדיקת הנאותות שחלות על נושאי משרה בישראל" www.idclawreview.org/2023/03/01/rosilio (1.3.2023).

* **אתר משפט ועסקים** (1.3.2023) www.idclawreview.org/2023/03/01/rosilio. עורך דין וסטודנט לתואר שני מחקרי במשפטים (LL.M.) בבית ספר הארי רדזינר למשפטים, אוניברסיטת רייכמן. רשימה זו נכתבה בהשראת קורס יוצא דופן בתוכנית התואר השני במשפטים באוניברסיטת רייכמן, אשר עסק בדיני תחרות בהנחיית ד"ר אביב גאון; אשר לו נתונה תודתי העמוקה. כן, אבקש להודות לצוות כתב העת **משפט ועסקים** ובמיוחד לעורכת יעל סירקיס ולחברי המערכת גיא הלוי ושירה לוינסון בן חיים על עבודת עריכה נהדרת. לבסוף, תודה עמוקה נתונה לעו"ד שחר פרידמן על עריכה לשונית מחכימה.

1 ס' 2(א) **לחוק התחרות** קובע כי "הסדר כובל הוא הסדר הנעשה בין בני אדם המנהלים עסקים, לפיו אחד הצדדים לפחות מגביל עצמו באופן העלול למנוע או להפחית את התחרות בעסקים בינו לבין הצדדים האחרים להסדר, או חלק מהם, או בינו לבין אדם שאינו צד להסדר". וס' 2(ב) **לחוק התחרות**, שאינו גורע מכלליות הסעיף האמור, קובע כי "יראו כהסדר כובל הסדר שבו הכבילה נוגעת לאחד העניינים הבאים: (1) המחיר שיידרש, שיוצא או שישולם; (2) הריווח שיופק; (3) חלוקת השוק, כולו או חלקו, לפי מקום העיסוק או לפי האנשים או סוג האנשים שעמם יעסקו; (4) **כמות הנכסים או השירותים שבעסק, איכותם או סוגם**" (ההדגשה נוספה).

2 שקובע כי "נושא משרה חב חובת אמונים לחברה, ינהג בתום לב ויפעל לטובתה".
3 גילוי דעת 2/14 של הממונה על ההגבלים העסקיים **"בעניין חשיפת מידע טרם עסקה בין מתחרים"** (19.5.2014) **רשות התחרות** 500618 (להלן: גילוי הדעת).

4 עמידה על הליכי מיזוג ורכישה חורגת מהדיון ברשימה זו. להרחבה מאלפת בנושא זה ראו דיוד גילה **"מיזוגים על-פי חוק ההגבלים העסקיים – ניתוח ביקורתי"** **משפט ועסקים** ח 333 (2008).

5 עינת כץ **"(כמעט) כל מה שאתם צריכים לדעת על הליך בדיקת הנאותות"** **הקליניקה להנגשת המשפט לסטארטאפים, אוניברסיטת רייכמן** (12.5.2016).

6 שלב זה אף מוגדר לעיתים כשלב "טרנס-חזוי" בעסקאות. ראו אורית גונן **"בדיקת נאותות (Due diligence) – השלב הטרנס-חזוי של עסקאות מסחר טכנולוגי – נקודות למחשבה"** **כלכליסט** (11.12.2019).

7 מירי ורד **"בדיקת נאותות: לקבל החלטה מושכלת להשקעה בהתאם לכל הנתונים"** **TheMarker** (14.2.2021).

8 גילוי הדעת, לעיל ה"ש 3, בעמ' 8. אדגיש כי לפי גילוי הדעת קיימת אפילו מעין חובה בעניין זה. על כך אעמוד להלן.
9 על המונח תשקיף החברה בהקשר של בדיקת נאותות ראו אמיר וסרמן וצפנת מזרלייסט **"חובת פרסום תשקיף כקו ההגנה של ציבור המשקיעים"** **ספר דנציגר** 171, 188, ה"ש 52 לימור זרגוטמן ועידו באום עורכים (2019) (הספר להלן: **ספר דנציגר**).

בדיקת הנאותות תיעשה תמיד בשלב האובליגטורי **טרם נחתם הסכם**.¹⁰ למועד ביצוע הבדיקה משמעות רבה. לפי אחת הגישות, זו של עו"ד דוני טולידאנו,¹¹ בדיקת נאותות היא מעין חיפוש אחר "דגלים אדומים" אשר בגינם ייתכן שעסקה תיעצר ואף תיפסק לחלוטין. חובת ביצוע בדיקת הנאותות בעסקה יוצרת חשש תחרותי מהותי בשל העובדה שהצדדים מחויבים להחליף ביניהם מידע רגיש, כגון מחירון, רווחיות החברה, שמות לקוחות ועוד. חשיפת המידע הכרחית בשל מהותה של בדיקת הנאותות. אף על פי כן, לעיתים לאחר החלפת המידע הרגיש כאמור אין העסקה יוצאת לפועל. מצב זה שם את הרוכש (הפוטנציאלי) בעמדה חדשה שבה הוא נחשף למידע רב על אודות עסקיו של הצד האחר, אשר לרוב מתחרה בו. מצב זה יוצר פגיעה בתחרות תקינה.

גילוי הדעת ניסה לפתור את הפגיעה בתחרות. בגילוי הדעת מבקשים להגביל את הליך גילוי המידע כדי לנטרל את האפשרות ליצירת מעין "הסדר כובל", בהתאם לסעיף 2(א)–(ב) לחוק התחרות. כך, ובהתאם להגבלה שיצר גילוי הדעת, נוצר מוסד חדש של יועצים חיצוניים (clean team) לחברות שמצויות בהליכי רכישה.¹² היועצים האלה אמונים על דיווח מידע לנושאי המשרה הרלוונטיים בחברה הרוכשת. ברם, המידע שמעבירים היועצים החיצוניים חייב בהגדרה להיות עמום ומוגבל ביותר. דהיינו, מידע הנובע מבדיקת הנאותות מועבר לנושאי המשרה (לרוב חברי הדירקטוריון) כפורמט של "שורות תחתונות".¹³ דוגמה לכך ניתן לראות בהקשר של קביעת מחיר החברה. כלומר, בהערכת ערך החברה המיועדת לרכישה מועבר בדרך כלל לנושאי המשרה מידע מוגבל ביותר; נושאי המשרה מקבלים מידע מוגבל באשר ל"רווח הנקי", לפני הוצאות מימון, מיסים, פחת והוצאות/הכנסות שאינן חלק מהפעילות השוטפת של החברה (מה שמכונה EBITDA).¹⁴ כל זאת, תוך מניעה אקטיבית מהצגת נתונים מהותיים לנושאי המשרה הרלוונטיים,¹⁵ כגון פילוח לקוחות, תנאי סחר עם ספקים, רווחיות וכדומה. פגיעה זו, המגובה בהוראה ספציפית של רשות התחרות (מכוח גילוי הדעת), מובילה להפקטו לפגיעה בחובת האמונים (שתכונה להלן גם חובת אמונות) של נושא משרה בתאגיד, האמון על הליכי המיזוג והרכישה.¹⁶

אם כן, מהי חבות האמונות ומי חב בה? בהתאם לסעיף ההגדרות שבחוק החברות, נושא משרה הוא "מנהל כללי, מנהל עסקים ראשי, משנה למנהל כללי, סגן מנהל כללי, כל ממלא תפקיד כאמור בחברה אף אם תוארו שונה, וכן דירקטור, או מנהל הכפוף במישרין למנהל הכללי".¹⁷ יתרה מכך, בהתאם לסעיף 254(א) לחוק החברות חב "נושא משרה" חובת אמונים לחברה, וכן חובה עליו לנהוג בתום לב ולטובת החברה.¹⁸ בהתאם להלכה הרווחת, עקרון תום הלב של נושא המשרה בא לידי ביטוי בדיני החברות באמצעותה של חובת האמון.¹⁹ ברם, חובת תום הלב, שקיימת ממילא בדין הישראלי (בעיקר בדיני החוזים),²⁰ שונה באופן מסוים מחובת תום הלב הקיימת בדיני אמונות. בעוד שחובת תום הלב החוזית מתייחסת למישור של אובייקטיביות (חרף השימוש באלמנטים סובייקטיביים לבחינתה) המכווניה את התנהגותו של אדם, חובת תום

10 ראו את ההגדרה ב" *due diligence*, CAMBRIDGE DICTIONARY: "[T]he detailed examination of a company and its financial records, done before becoming involved in a business arrangement with it". להרחבה ראו *Due Diligence: What you need* [to know](#) LEXISNEXIS. אציין כי למועד ביצוע הבדיקה יש משמעות נוספות, כפי שארחיב להלן.

11 דוני טולידאנו "מיזוגים ומונופולים" (הרצאה במסגרת קורס "דיני תחרות במציאות משתנה – אתגרים והזדמנויות" בהנחיית ד"ר אביב גאון, בית ספר הארי רדזינר למשפטים, אוניברסיטת רייכמן 19.8.2022).

12 מדובר בחובה שנובעת בגילוי הדעת, לעיל ה"ש 3, בעמ' 8, מתוך חשש שגורמים חיצוניים יבצעו בפועל את גילוי הנאותות.

13 טולידאנו, לעיל ה"ש 11.

14 בעניין ת"א (מחוזי נצ') 62280-01-17 **המוטרות היווניות קתולית מלכית נ' מלון סנט גבריאל בע"מ**, פס' 43 (נבו 9.8.2021), נקבע שמדד EBITDA משקף – לשיטת מומחה בית המשפט בעניין זה – "את יכולת ההחזר של החברה והוא יכול להוות את נקודת המוצא ממנה יגזור התחשיבים השונים".

15 על חובות הדירקטוריון ראו, למשל, רע"א 4024/14 **אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כהן** (אר"ש 26.4.2015).

16 השוו לעמיר ליכט "יחסי אמונות בתאגיד – חובת האמון" **משפט ועסקים** יח 237, 264 (2014) (להלן: ליכט "יחסי אמונות").

17 ס' 1 **לחוק החברות** (ההדגשה נוספה).

18 ליכט "יחסי אמונות", לעיל ה"ש 16, בעמ' 288.

19 שם.

20 ראו בעניין זה את ס' 12 39 **לחוק החוזים (חלק כללי)**, התשל"ג-1973.

הלב בדיני האמנאות (קרי, בדיני התאגידים בכלל) מהווה מעין "יסוד נפשי" של חובת אמון.²¹ משכך, בדיני אמנאות תום הלב אינו מהווה בפועל "תקן התנהגות", אלא רכיב בתוך החובה האבסולוטית המתייחסת למצב הנפשי הנדרש מאמונאי (שהוא כאמור נושא משרה).²² לבסוף, חובת האמון חלה על המנהל (נושא המשרה) שהוא ה"מוח" מאחורי פעילות החברה.²³ השופט אהרן ברק קבע בעניין קוסי כי בכך מעניק התאגיד בפועל כוח אדיר לידי נושא המשרה, ולכן מוטלת עליו החובה לנהוג באחריות כלפי החברה. כוח ללא אחריות, לדעתו של השופט ברק, משול להפקרות.²⁴

מונח נוסף מתחום דיני החברות שחשוב לדיון הוא חובת הגילוי. בהתאם לסעיף 254(א)(4) לחוק החברות, חובת האמונים האופפת את כל נושאי המשרה בחברה (ובראשם חברי הדירקטוריון) כוללת בחובה גם חובת גילוי מלאה כלפי בעלי המניות. דהיינו, בהתאם לחובת הגילוי חלה על נושא המשרה החובה למסור אמת – ואת כל האמת.²⁵ בהתאם לעניין קוט,²⁶ כאשר נושא משרה לא מספק גילוי מלא הוא, בפועל, מפר את חובתו.²⁷ בעניין קוט אף נקבע כי חלה חובה על נושאי המשרה להחזיק ולספק את כל המידע המהותי הנדרש להם כדי שיוכלו לבצע את עבודתם ולהחליט את שנדרש במסגרת תפקידם בתאגיד.²⁸ יש לציין כי שורשיה של חובת הגילוי מצויים בהלכות המשפט המקובל (common law).²⁹ כך לדוגמה, באנגליה, חלה על נושא משרה חובת גילוי בכל מצב (ולא רק בפנייה של בעל מניות),³⁰ משום שנושאי המשרה (או האמונאים) נמצאים תחת חובת אמנאות הדורשת מהם גילוי מלא. דוגמה לכך ניתן למצוא בפסק הדין בעניין הבי,³¹ שעסק בעניין חובת גילוי זו בהקשר להליך בדיקת הנאותות באופן ממוקד. נוסף לכך, פרופ' עמיר ליכט סבר כי גילוי נאות "מרמז לאמת-מידה של מספיקות או סבירות או תום-לב... הגילוי הנדרש – הן בהקשר של דיני האמנאות... הוא גילוי מלא (של כל מידע מהותי), ולא רק גילוי כנדרש על-מנת לא לעבור על איסור".³²

כעת ישאל השואל ההדיוט: הכיצד שחובת האמונים (וחובת הגילוי) אשר חלה באופן אבסולוטי (לכאורה) על כל פעולותיו של נושא משרה בחברה, עומדת יחדיו עם גילוי הדעת שפרסמה הרשות להגבלים עסקיים בשנת 2014? על מנת להשיב על שאלה סבוכה זו, ראוי להציג בקצרה את עיקרי מסמך גילוי הדעת ואת מהותו. גילוי הדעת קובע כי הליך בדיקת הנאותות עשוי לכלול חשיפה של מידע (לצורך קבלת תמונה מלאה על אודות העסקה) שכולל לרוב מידע מסחרי אשר בשגרה ראוי שיישמר "הרחק מעין זר".³³ חשיפת מידע מסחרי וסודי שכזה מעוררת שאלות הנוגעות לחשש בפגיעה בתחרות. יודגש כי הרשות עומדת על כך שמתחרים המנהלים ביניהם בדיקת נאותות מחויבים לכלכל צעדיהם בקפדנות ובזהירות יתרה. כן, רשות התחרות קובעת במסמך גילוי הדעת כי בדיקת הנאותות מהווה נדבך חיוני ומרכזי בהליכי מיזוגים ורכישות, וזאת לצורך קבלת החלטה מושכלת באשר לכדאיותה של העסקה; וכן לכדי זיהוי גורמי הסיכון הגלומים בה. יתרה מכך, רשות התחרות קובעת כי חשיפת מידע בין מתחרים, כחלק מהליך של בדיקת נאותות, מפחיתה את אי-הוודאות שבה נמצאים אותם המתחרים. מצב זה עלול להפחית את מאמצי התחרות בשוק כולו, באופן כזה שמא כאשר נחשף מידע, אגב ביצועה של בדיקת נאותות, יכול שיהיה במידע הנחשף כדי להשפיע על התנהלות עסקית של אותו מתחרה, וכן להפחית

21 ליכט "יחסי אמנאות", לעיל ה"ש 16, בעמ' 288–289.

22 שם.

23 עמיר ליכט "חובת אמון – אימתי?" *חובות אמון בדין הישראלי* 35, 39 (רות פלאטו-שנער ויהושע (שוקי) שגב עורכים (2016)).

24 ע"א 817/79 קוסי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח(3) 253, 277 (1984); ליכט "יחסי אמנאות", לעיל ה"ש 16, בעמ' 241.

25 ע"א 741/01 קוט נ' עיובון איתן. פ"ד נז(4) 171, 187 (2003). להרחבה ראו לאה פסרמין-יוזפוב דיני ניירות ערך: *חובת הגילוי* (2009).

26 עניין קוט, שם, בעמ' 189.

27 ליכט "יחסי אמנאות", לעיל ה"ש 16, בעמ' 270.

28 עניין קוט, לעיל ה"ש 25, בעמ' 184.

29 ליכט "יחסי אמנאות", לעיל ה"ש 16, בעמ' 240.

30 שם, בעמ' 270.

31 ע"פ 3506/13 הבי נ' מדינת ישראל (אר"ש 12.1.2016).

32 ליכט "יחסי אמנאות", לעיל ה"ש 16, בעמ' 269, ה"ש 136.

33 גילוי הדעת, לעיל ה"ש 3, בעמ' 1.

את מאמצי התחרות מצדו (קרי, המידע חשוף בפניו ולכן קיימת אפשרות לנתח את מצב השוק באופן אופורטוניסטי שפוגע בתחרות הכללית).³⁴

עוד קובע גילוי הדעת את הגדרת "מידע רגיש מבחינה תחרותית", ולפיה מדובר בכל מידע שבדרך כלל אינו פומבי ואינו ניתן לאיתור בקלות יחסית. מידע כזה, אם יודע למתחרה העסקי בעל המידע (ובכלל לצד האחר בעסקה היפותטית), יוביל בפועל להגברת היכולת של המתחרה "לחזות מראש" את אסטרטגיית התמחור או הייצור של בעל המידע, ובכך לחשוף את תגובתו הצפויה של בעל המידע ליוזמות מחיר וכמות מצד המתחרה. הרשות אף קבעה מספר קטגוריות הטומנות בחובן פוטנציאל רגישות "גבוה במיוחד" בהקשר בדיקת הנאותות: (1) מידע עדכני ומפורט על אודות מחירים, נוסחאות תמחור ועלויות ייצור ורווחיות; (2) מידע על אודות מהלכים אסטרטגיים עתידיים; (3) וכן, מידע פרטני הנוגע ללקוחות או לספקים (קיימים ופוטנציאליים). הקטגוריות האלה, לפי רשות התחרות, מספיק שבידי צד תהיה יכולת "ברמה סבירה של וודאות בפירוט" המאפשרת להעריך על מנת שהן יחשבו פסולות.³⁵ לגישת רשות התחרות, מקור החשש העיקרי, בהקשר של תחרות, הוא ביכולת העברתו של מידע רגיש מבחינה תחרותית בין מתחרים.

נוסף על כך, קובע גילוי הדעת, באופן שמעורר קושי מבחינה לוגית (בהקשר של חובת האמונות), כי "ככל שהמידע הנחשף פרטני ועדכני יותר, כך עשויה לגבור יכולתו של מקבל המידע לצפות את התנהלותו התחרותית של בעל המידע".³⁶ כיצד יכול נושא משרה למלא את חובת האמונות המוטלת עליו על פי חוק החברות וההלכה הרווחת; וכנגזרת מכך אף את חובתו להליך גילוי מלא, זאת בהתיישוב עם קביעה זו של רשות התחרות?

בסיום גילוי הדעת מסייגת רשות התחרות במקצת את הדרישה לאיגילוי של מידע בהליך בדיקת הנאותות. רשות התחרות קובעה כי כל צד יכול "לשחרר" יותר מידע תוך שאלת "סיכויי מימוש העסקה". קרי, ככל שסיכוי העסקה נמוכים יותר, שאז ניתן לחשוף פחות מידע (ולהפך), כלומר שהעסקה מצויה בשלביה הראשוניים, כך זו תיטה להיתפס כעסקה שסיכויי מימושה נמוכים יותר.³⁷ יתרה מכך, מבחן סיכויי אישור המיוזג הוא מבחן "בלעדיו אין", אולם אליו יש לצרף מספר כללי התנהגות ראויים נוספים במסגרת בדיקת נאותות בין מתחרים: (1) בחינת עצמת החשש לפגיעה בתחרות בין הצדדים לעסקה ובינם לצד שלישי, כל זאת כתוצאה מחשיפת המידע הרגיש; (2) הטלת "חזקה על צדדים לעסקה... כי יכירו את מצב השוק ואת יתר הנסיבות הרלוונטיות להערכת הסיכון הכרוך בחשיפת המידע";³⁸ (3) קביעת "כללי התנהלות בחשיפת מידע", כפי שקבעה רשות התחרות, שכוללים, בין היתר, כי פריטי מידע רגישים מבחינה תחרותית יחשפו לעינו של המבקש (כלומר מבצע בדיקת הנאותות) אם אלה יהיו חיוניים לתכליתה של בדיקת הנאותות, ובהתחשב, כאמור לעיל, בשלב המשא ומתן בעסקה; (4) הסתפקות בהעברתו של מידע "מצרפי", כלומר מידע שאינו מאפשר, לגישת רשות התחרות, לדלות מידע פרטני וממוקד. בהתאם לכך, רשות התחרות קובעת כי ההוראה תחול גם על "עדכניות המידע הנחשף". כלומר, לגישתה, יש להעדיף חומר ברמת עדכנות "נמוכה יותר"; (5) "העדפה כי בקשות עיון במידע תבוצענה ככלל באמצעות "גורם חיצוני" מטעם מבקש העיון באופן שהגורם המעייין לא יהיה קשור ישירות למבקש העיון או עובד מטעמו"; (6) סייג המאפשר תמרון רב וכמעט אבסולוטי לפיו "כללים אלה אינם ממצים ותכליתם להתוות קווים מנחים לעמידה בדרישות הדין, בנסיבותיו הפרטניות של כל מקרה".³⁹ בלשון אחר – שיקול דעת כמעט בלעדי לחלוטין לרשות התחרות.

יישאל השואל (בפעם השלישית): כיצד נושא משרה בחברה שנדרש לבחון עסקת M&A יכול לעמוד הן בחובות

34 שם, בעמ' 1-3.

35 שם, בעמ' 3.

36 שם, בעמ' 5 (ההדגשה נוספה).

37 שם, בעמ' 6.

38 שם (ההדגשה נוספה).

39 שם, בעמ' 7-9.

האמונאות והגילוי המלא החלות עליו מחד גיסא; ובהוראותיו הנוקשות של גילוי הדעת של רשות התחרות מאידך גיסא? אקדים את המאוחר ואציין כי תשובה ברורה לשאלה זו לא עלה בידי למצוא.

בעניין **ברדיצ'ב** נקבע כי על מוכר שליטה מוטלות חובות, אשר אחת מהן היא החובה לערוך בירור במידת-מה באשר לזהותו של הקונה ולמניעיו.⁴⁰ נוסף לכך, נקבע כי כאשר נמנע נושא משרה בודון מבירור תקין, הרי שמעשיו עלולים להוביל למסקנה שמא עצם את עיניו ואף נהג באדישות.⁴¹ משכך, ניתן להסיק כי הקביעה בעניין **ברדיצ'ב** מהווה חידוש בעצם הקביעה ש"חובה לבצע בדיקות נאותות לרוכש קובעת תקן של התנהגות סבירה בגדר חובת הזהירות, כאשר אחריות קמה רק מחמת 'התרשלות זדונית' (שאצל אמונאי מבססת גם הפרת חובת אמן)."⁴² יתרה מכך, מחדל התנהגות, כשלעצמו בלבד, אינו מהווה עצימת עיניים כלשהי או אדישות. דא עקא ש"חריגה קיצונית מהתקן עשויה לשמש ראייה ליסוד הנפשי" אשר מלמד על התנהגות פסולה.⁴³ כך, בהיעדר "שמץ תודעה" לנסיבות בעייתיות – לגבי הרוכש או לגבי הזנחת החובה של אדם המוגדר "בעל משרה" בחברה – אין חוסר תום לב ולא מתקיים "האשם" הנדרש.⁴⁴ יש לציין כי על עניין **ברדיצ'ב** הוגש ערעור לבית המשפט העליון.⁴⁵ בניגוד לפסק הדין שניתן בבית המשפט המחוזי, הרכב השופטים בבית המשפט העליון, ובראשם השופטת וילנר, פסק שמרכז הכובד בהקשר לתחולתה של חובת הזהירות המוטלות על אנשי אמן צריך להתמקד דווקא בתוצאות המכירה ולא דווקא ביסוד הנפשי של האמונאי.⁴⁶ ברם, ועל אף השוני בדרך הניתוח, הן פסק הדין שניתן בבית המשפט המחוזי והן פסק הדין שניתן בערעור עליו מטילים חובת זהירות כלשהי; אף אם מוגבלת ותלויה נסיבות, ללא כל קשר לנפקות כיבוד תחולתה על אמונאי, עת הוא משתתף בהליך הרכישה או המכירה.

פרופ' ליכט מצידו סבור כי בניגוד למסקנה שנתקבלה בעניין **ברדיצ'ב**, חובת זהירות מלאה קיימת ונחוצה במצבים של בדיקת נאותות. לגישתו, אין להחיל את תיאוריית "החובה המוחלטת" שאומצה בעניין **ברדיצ'ב** בשאלה של בדיקת נאותות. כלומר, לעמדתו, עצם הטלת החובה לבצע בדיקות נאותות לרוכש השליטה מהווה בפועל "חייב לפעול לטובת החברה".⁴⁷ כך, בעצם קיומה של החובה הזו, ייתכן שנושא המשרה בהקשר זה אף הופך למעין אמונאי במלוא מובן המילה; ובכך חלה עליו חובת אמן מלאה כהלכתה. לא זו אף זו, בעניין אחר עומד ליכט על כך שקיים קושי מהותי באיתורה של מידת היסודיות שבה יש לקיים את בדיקת הנאותות על מנת לצאת מידי חובת ההגינות.⁴⁸ שהרי, כפי שקבעה השופטת דפנה ברקארז בעניין **ברדיצ'ב**, "אין לקבל בחירה גורפת בהימנעות מלקיים כל בדיקה",⁴⁹ וזאת אף שאין מדובר לגישתה בתקן מחייב של חובת זהירות של נושא משרה.⁵⁰

כעת אנסה לתמרן בין דרישת חובת האמן (והגילוי המלא) ובין הדרישות הקשיחות העולות מגילוי הדעת. ראשית, קשה לקבוע איזה ערך גובר על רעהו: ניכר כי על פי הלכת **ברדיצ'ב**, לכאורה, ניתן להחיל את דרישות גילוי הדעת כל עוד אין "שמץ תודעה" לנושאי המשרה בחברה הרוכשת. ברם, כיצד מתיישב הדבר עם הגישה לפיה עצם קיומה של בדיקת נאותות מטילה חובה מעין "אמונאית" על נושא המשרה?⁵¹ שנית, ובהנחה שאכן חובת אמן חלה על נושא (או נושאי) המשרה

40 ת"א (מחוזי מר') 8746-10-09 הנאמן על הסדר הנושים של פויכטונגר תעשיות בע"מ נ' פויכטונגר (נבו 2.7.2017) (להלן: ת"א ברדיצ'ב).
 41 שם, בפס' 87.
 42 עמיר ליכט "מכירת חיסול – אחריות בעל שליטה בשל מכירתה לאדם שפגע בחברה" נקודה בסוף משפט (9.7.2017) (להלן: ליכט "מכירת חיסול").
 43 שם.
 44 שם.
 45 ע"א 7657/17 הנאמן על הסדר הנושים של פויכטונגר תעשיות בע"מ נ' פויכטונגר (אר"ש 18.6.2020) (להלן: ע"א ברדיצ'ב).
 46 שם, בפס' 90 לפסק הדין של השופטת וילנר.
 47 ליכט "מכירת חיסול", לעיל ה"ש 42.
 48 עמיר ליכט "אל תתנני בנפש צרי – חובת ההגינות במכירת שליטה וכלל שיקול הדעת העסקי" נקודה בסוף משפט (26.6.2020).
 49 ע"א ברדיצ'ב, לעיל ה"ש 45, בפס' 12 לפסק הדין של השופטת ברקארז.
 50 שם.
 51 להרחבה על חובה "מעין אמונאית" או חובת אמן מוחלטת ראו והשוו ליכט "מכירת חיסול", לעיל ה"ש 42; עמיר ליכט "מוחלטת, מוחלטת, מוחלטת? – הערות אגב חובת ההגינות של בעל שליטה" נקודה בסוף משפט (16.1.2017) וההפניות שם.

שמשותפים בהליך בדיקת הנאותות, מהי רמת ה"מידור" הנדרשת (בהתאם לדרישות גילוי הדעת) כלפיהם? **שלישית**, האם הפתרון של clean team מאפשר לבצע בדיקת נאותות כראוי מחד גיסא; ובאופן שנושאי המשרה לא מפרים את חובת האמונים שלהם (ובכך, בפועל, גם את חובת הגילוי שלהם) לחברה מאידך גיסא. **לבסוף**, בהנחה שאכן נקבל את התזה, לפיה בהתאם לדרישות גילוי הדעת יש לבצע מידור מסוים לנושאי המשרה (למען מניעת הפגיעה בתחרות בשוק), שאז מהי המידה הראויה של המידור? וכן כיצד נחיל את החובה האמונאית החדשה הזו בהתאם לאמור בחוק החברות?

עוד בטרם אדון בהצעתי לפתרון, ראוי לציין את המצב המשפטי באשר להבדל בין הוראות "חוק" לעומת "תקנה". כך, בהתאם לסעיף 1 בפקודת הפרשנות שעוסק ב"פירושם של מונחים רווחים", "תקנה" היא "תקנה" כלל, חוק עזר, מנשר, אכרזה, צו, הוראה, הודעה, מודעה, או מסמך אחר, שניתנו מאת כל רשות בארץ ישראל או בישראל".⁵² בחוק הפרשנות התשמ"א-1981 שינה המחוקק את הגדרת הסעיף וקבע, בסעיף 3 לחוק הפרשנות, כי "תקנה" היא "הוראה שניתנה מכוח חוק והיא בת-פעל תחיקתי". אם כך, ניתן להסיק כי מסמך גילוי הדעת של רשות התחרות מהווה, לכל הפחות, "תקנה" כהגדרתה, משום שמסמכי גילוי הדעת של רשות התחרות ניתנים בהתאם להוראה מכוח חוק (בהתאם לסעיף 3 לעיל): סעיף 43א לחוק התחרות קובע כי "הממונה רשאי ליתן חוות דעת מקדמיות וכן לקבוע ולפרסם נוהל למתן חוות דעת כאמור". לעומת זאת, ברי כי חוק החברות שביטל את פקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983 מהווה "חוק" כהגדרתו בפקודה.⁵³ יתר על כן, סעיף 16(4) לפקודה קובע כי "לא תהא תקנה סותרת הוראותיו של כל חוק". חיזוק לכך ניתן למצוא בהנחיות היועץ המשפטי לממשלה באשר לנושאי "חקיקת משנה: נוהל והנחיות".⁵⁴

משכך, נראה כי מבחינה משפטית נורמטיבית, בכל הקשור למעמדו של "חוק" מול "תקנה", ניתן להסיק כאילו הוראות סעיף 254 לחוק החברות גוברות על הוראותיו של גילוי הדעת. לכאורה, ניתן היה לסיים את הדיון כאן ולפסוק, בחגיגות, שהוראותיו של סעיף 254 גוברות באופן בלעדי על הוראותיו של גילוי הדעת, ועל כן חובת האמונאות המוטלת על נושא המשרה בהקשרים של בדיקת נאותות מחייבים אותו לקבל ולהיחשף לכל המידע. זאת, כאמור, למען קבלת החלטה מושכלת שלא, חלילה, תעמיד את נושא המשרה חשוף לתביעה בשל כשל בקיום חובת האמון שלו לחברה.⁵⁵ אף על פי כן, ועל-פי אמרתו הידועה של מישל דה מונטיין (Michel de Montaigne) "אנו שואלים שאלה אחת ומקבלים תשובות רבות עד אין מספר".⁵⁶ כך ניתן לתאר כי לו היה מגיע העניין לפתחו של בית המשפט, הדיון לא היה מסתיים בקביעה הפרשנית "היבשה" שהוצגה לעיל. שהרי כבר הוזכרה הקביעה בעניין **ברדיצ'ב** כי ישנו מעין טווח שנתפס תקין (על אף אי-עמידה מלאה בחובת האמונאות). לעומת זאת, במקום אחר נטען כי קיימת הגדרה אחת לאמונאות "אמיתית" (true fiduciary), שאמורה להביא לידי ביטוי את חובתו של נושא משרה למקם את האינטרס של החברה "מעל הכל" (above everything).⁵⁷

נראה כי ניתן לנסות ולמצוא את האיזון בין דרישת ה-true fiduciary (הנקשרות באופן ישיר לחובת האמון העולה מכוח ההלכה והחקיקה) ובין דרישות גילוי הדעת של רשות התחרות. **ראשית**, נוסף על העובדה שטרם ניתן פסק דין מנחה בעניין, יש לעגן בחקיקה את עצם העובדה שבמקרים של בדיקת נאותות נושא המשרה אינו יכול (ואף אינו רשאי) להיות מודע **לכל הפרטים**. כלומר, יש לייצר מעין מודל של נאמנות חלקית (partial fiduciary), שבמסגרתו ניתן יהיה להניח כי בעל חובת האמונים אינו מסוגל למלא את החובה האידיאלית המוגדרת, כאמור כ-true fiduciary. כמו כן, יש לצאת

52 [פקודת הפרשנות \[נוסח חדש\]](#) (להלן: הפקודה).

53 ובהתאם לס' 1 [לפקודת החברות](#) הקובע כי "חוק" – דבר חקיקה של הכנסת ולרבות כל פקודה".

54 הנחיית היועץ המשפטי לממשלה 2.3100 "חקיקת משנה: נוהל והנחיות" 6 (9.11.2003).

55 עופר גרוסקופף ויפעת נפתלי בן ציון "[תפשת מרבה, לא תפשת, האומנם? על נורמות התנהגות, מנגנונים פרודורליים וביקורת שיפוטית](#)

[בדיני התאגידים](#)" ספר דניצ'גר, לעיל ה"ש 9, 133, 136.

56 מישל דה מונטיין [המסות](#) ספר שלישי, פרק 13 (אביבה ברק (הומי) מתרגמת 2016).

57 Mark S. Cardoza, [Fiduciaries and Due Diligence](#), RERCNA (2020).

מנקודת הנחה רעיונית כי בעל חובת האמונאות במצב של partial fiduciary יוכל, על אף חובת האמון הנרחבת (לגישתו של ליכט לעיל), לקיים באופן חוקי את חובותיו כנאמן תוך קבלת גושפנקה לסטות מחובת האמון המלאה המוטלת עליו לכאורה.⁵⁸ אדגיש כי התייחסות רעיונית לגישת ה-partial fiduciary, חרף האמור לעיל, מצויה באופן מסוים אף בהגותו של ליכט, שמקבל את התזה המכירה, במקרים מסוימים, באפשרות להעניק פרשנות "דרמצבית" לחובת ההגינות/האמון באופן שיאזן בין דרישות האמון הנרחבת ("התנהגות מלאכית" לפיו) ובין נסיבות חיצוניות וייחודיות למקרה, שייקבעו, בהיעדר חקיקה ברורה כבענייננו, באמצעות פסיקה מנחה.⁵⁹

שנית, וכחלק מחובת הגילוי המוטלת על נושאי משרה, ראוי כי אלה יצהירו, ולו כדי "לצאת ידי חובה", כי במהלכו של הליך של בדיקת נאותות, ובהתאם להוראותיו של גילוי הדעת, אין הם זכאים לבחון את כל המידע שברשות הצד האחר, מטעמים של הגנה על התחרות כאמור. **שלישית**, ראוי לאפשר לצוות ה-clean team מטעם הרוכש לקבל את מרב המידע שרק ניתן (בהתאם להוראות רשות התחרות), וכן להטיל על הצוות הזה חובת אמון גבוהה ביותר בהתאמה (ייתכן כי במצב כזה ראוי להגדיר כי חברי הצוות "הנקי" יהיו מצויים תיאורטית בין סטטוס של true fiduciary ובין partial fiduciary). **רביעית**, יש לאפשר לחשוף מידע רגיש יותר ככל שתהליך הרכישה מתקדם, בהתאם להוראותיו של גילוי הדעת, לפיהן ניתן יהיה לחשוף לעיונו של המבקש מידע רב יותר בהתחשב בשלב שבו נמצא ההליך ובתלות בכך שהמשא ומתן מצוי לקראת סיומה של העסקה.⁶⁰

חמישית, ובניגוד לאמור בנקודה הרביעית, יש לנסות ולמנוע מצבים שבהם הצדדים לעסקה, עקב חשש להימצא במצב של partial fiduciary, מבקשים להעביר את בדיקת הנאותות "לרגעים האחרונים" בטרם החתימה על העסקה המוגמרת.⁶¹ מצב זה, שמתקיים כיום, מהווה "עיוות" לצורך בבדיקת נאותות בשלבים הראשונים של העסקה; ודווקא כך, באופן פרדוקסלי, מציב את נושאי המשרה במצב "בעייתי" עוד יותר מבחינת חובת האמון שלהם (שהרי, מוטלת עליהם חובה לבחון את העסקה בכל שלבי החוזה ולא רק בשלב האחרון טרם החתימה).⁶² **שישית**, על רשות התחרות מוטל הנטל הכבד של מתן הנחיות ספציפיות וממוקדת יותר לעניין בדיקת הנאותות, תוך התייחסות ישירה לשאלה בדבר חובת האמון המוטלת על נושאי המשרה בתאגיד.

לסיכום דברים: המצב דהיום – שבו קיים חוסר ודאות באשר לאיזון שבין דרישת גילוי הדעת ובין הפגיעה האפשרית בחובת האמון שמוטלת על נושאי המשרה בחברה – מצריך מענה ברור ומעמיק יותר מצידה של רשות התחרות. מסמך גילוי הדעת, טוב ככל שיהיה, אינו מספק פתרון ראוי לסוגיה זו ולשאלות שבלב רשימה זו – אמונאות או נאותות.⁶³

58 ש.ם.
59 עמיר ליכט "כוח גדול ואחריות גדולה: קווים לאחריותו של בעל שליטה בחברה בעקבות ע"פ 3506/13 הבי נ' מדינת ישראל (12.1.2016)" **ספר דנציגר**, לעיל ה"ש 9, 663, 669-668.
60 גילוי הדעת, לעיל ה"ש 3, בעמ' 7.
61 טולידאנו, לעיל ה"ש 11.
62 כבר נאמר בהקשר זה כי "ברור שהסיכוי להשלמת העסקה גדול יותר לאחר תום שלב בדיקת הנאותות ('due diligence')" (צבי גבאי ודון סוסנוב "אקרויטיקה משפטית 'בשבחו של מבחן התוחלת' – הערות וביקורת" **אתר משפט ועסקים** (13.5.2015)).
63 רשות התחרות בעצמה מבהירה בגילוי הדעת, לעיל ה"ש 3, בעמ' 9, כי "כללים אלה אינם ממצים ותכליתם להתוות קווים מנחים לעמידה בדרישות הדין, בנסיבותיו הפרטניות של כל מקרה".