

הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

אסף חמדני*, שרון חנס**

חוק החברות קובע הליכי אישור מיוחדים לעסקות של חברות ציבוריות בנסיבות שבהן בעל השליטה מצוי בניגוד עניינים (להלן: עסקות בעלי-עניין). אולם חוק החברות אינו מספק מענה לשאלה מתי ראוי שבתיהם המשפט יתערבו בעסקות בעלי-עניין אשר קיבלו את כל האישורים הנדרשים. גם הפסיקה טרם נדרשה לשאלה חשובה זו. מטרתה של רשימה זו היא להתוות עקרונות מנחים לביקורת שיפוטית על עסקות בעלי-עניין. הרשימה תטען כי לביקורת שיפוטית יש תפקיד חיוני בהגנה על המשקיעים בתאגיד עם בעל שליטה, וזאת לנוכח העדרם של מנגנוני שוק לפיקוח על מוסדות התאגיד בכל הנוגע לאישורן של עסקות בעלי-עניין, ובמיוחד בשל תלותם האינהרנטית של הדירקטורים בבעל השליטה. יתר על כן, גם אישור האספה הכללית ברוב מיוחס אינו מהווה תחליף גאות לביקורת שיפוטית המתמקדת בהליכי האישור בדירקטוריון. רשימה זו תצביע על שלושה עניינים מרכזיים שעל בתי-המשפט לבחון בטרם יחליטו אם לדון בהגינות העסקה: ראשית, אם נעשה ניסיון, במידת האפשר, להפעיל "מבחן שוק" ביחס לתנאי העסקה; שנית, אם נוהל משא-ומתן בהליך שמדמה משא-ומתן אפקטיבי בין צדדים בלתי-תלויים, וזאת על-ידי ועדה המורכבת אך ורק מדירקטורים עצמאיים, אשר הועמדו לרשותה סמכויות ומשאבים מתאימים בהתאם לנסיבות העסקה העומדת על הפרק; שלישית, אם בעל השליטה והפועלים מטעמו מסרו את כל המידע הרלוונטי לדירקטוריון ולאספה הכללית. בהתקיים תנאים אלה, ובהינתן האישורים הנדרשים בחוק, על בית-המשפט להימנע ככלל מבחינת הגינות תנאיה של העסקה. הרשימה דנה גם במסגרת המשפטית המתאימה ליישומם של עקרונות הביקורת השיפוטית בדין הישראלי. לגישתנו, המסגרת הנאותה היא שילוב של חובות הנאמנות של הדירקטורים (חובת האמונים או הזהירות, לפי ההקשר).

* פרופסור-חבר, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית בירושלים.

** פרופסור-חבר, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל-אביב.

המחברים מודים לפרופסור עומרי ידלון, לעו"ד ענר ברגר, לד"ר דוד האן, לעו"ד יובל הורן ולעו"ד ירון הרמן על הערותיהם המועילות, ולאביטל שטרן על עזרתה המצוינת במחקר.

וחובת ההגינות של בעל השליטה. מכל מקום, אין להסתפק בהטלת האחריות לעסקה פוגענית על הדירקטורים של החברה בלבד. יש להטיל אחריות גם על בעלי השליטה, וזאת אף אם הם אינם מכהנים בתפקיד כלשהו בחברה.

מבוא

פרק א: הצורך בביקורת שיפוטית

1. כלל שיקול-הדעת העסקי: רציונלים

2. מבחן ההגינות המלאה בארצות-הברית

פרק ב: האם די במנגנוני האישור של חוק החברות?

1. האם ניתן להסתפק באישורה של האספה הכללית?

2. האם די באישורה של ועדת הביקורת?

3. איכות המידע המובא לפני האספה הכללית

פרק ג: עקרונות מנחים לביקורת שיפוטית

1. מבחן השוק

2. הליך משא-ומתן המדמה משא-ומתן בין צדדים בלתי-לויים

3. אישור רוב מקרב המיעוט על בסיס מידע מלא

4. ההשלכות הדיוניות: העברת נטל ההוכחה או כלל שיקול-הדעת העסקי?

פרק ד: המודל המוצע והתשתית המשפטית

1. עיקרי המודל המוצע

2. חובותיהם של נושאי-משרה

3. חובותיהם של בעלי שליטה

4. קיפוח

5. תביעה ישירה או תביעה נגזרת

פרק ה: סיכום

מבוא

מחקר שנערך לאחרונה בישראל מצא כי ל-70% מהחברות המשתייכות למדד תל-אביב 100 יש בעל שליטה.¹ תופעה זו של שליטה ריכוזית בחברות ציבוריות רווחת ברוב מדינות העולם,

1 ראו קונסטנטין קוסנקו "התפתחותן של קבוצות עסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק" (טרם פורסם, 2008) (מחקר זה מגדיר "בעל שליטה" כמי שמחזיק 25% מהון התאגיד). יש להניח כי שיעור בעלי השליטה בפועל גדול אף יותר, לנוכח קיומם של גרעיני שליטה המושתתים על הסכמי הצבעה בין בעלי מניות עם החזקות משמעותיות. מחקר מוקדם יותר מצא כי בשנת 1996 רק 22% מההחזקות בבורסה בתל-אביב היו בידי הציבור, וכי בכמצחית

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

פרט לארצות-הברית ובריטניה.² מבנה השליטה בשוק ההון משליך על המטרות המרכזיות של דיני התאגידים בישראל. ההחזקות המשמעותיות של בעל השליטה בהון התאגיד מקנות לו תמריץ ויכולת לפקח על ההנהלה המקצועית. לפיכך "בעיית הנציג" בין ההנהלה לבעלי המניות חריפה פחות בתאגיד עם בעל שליטה.³ עם זאת, קיומו של בעל שליטה מעלה חשש מפני פגיעה בבעלי מניות המיעוט במצבים שבהם קיים ניגוד עניינים בין התאגיד (או בעלי מניות המיעוט) לבין בעל השליטה.⁴ במילים אחרות, תפקיד מרכזי של דיני התאגידים בשוק עם שליטה ריכוזית הוא להתמודד עם בעיית הנציג שבין בעל השליטה לבין המיעוט. ניגוד העניינים של בעל השליטה בולט במיוחד בעסקות של התאגיד עם בעל השליטה או בעסקות של התאגיד שלבעל השליטה יש עניין אישי בהן,⁵ לרבות עסקות בין תאגידים שונים המוחזקים במסגרת אותה פירמידה של חברות (להלן: עסקות בעלי-עניין).⁶ החשש

החברות היה בעל מניות שאחו לבדו (או יחד עם משפחתו) ביותר מ-50% מזכויות ההצבעה של התאגיד. ראו שרון חנס "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עויינות על חברות בישראל" עיוני משפט כו 819, 836 (2003).

2 ראו, לדוגמה: Mara Faccio & Larry H.P. Lang, *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, 65 J. FIN. ECON. 365 (2002); Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. FIN. 471 (1999).

3 ראו זוהר גושן "בעיית הנציג כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר גואלטיארו פרוקצ'יה 239 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ'יה ומרדכי א' ראבילו עורכים, תשנ"ז). הניתוח הראשוני של בעיית הנציג בספרות מיוחס ל-Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 323 (1976).

4 הבחנה זו בין שני הסוגים של בעיית הנציג, כפועל יוצא ממבנה הבעלות בחברה, ניתן למצוא גם אצל מרק רו (Roe), אשר הבחין בין בעיית נציג אנכית - בין הנהלת החברה לבעלי מניותיה - לבין בעיית נציג אופקית, החלה במערכת היחסים שבין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט. ראו: Mark J. Roe, *The Institutions of Corporate Governance*, in: HANDBOOK OF NEW INSTITUTIONAL ECONOMICS 371 (Claude Menard & Mary M. Shirley eds., 2004).

5 רשימה זו לא תתמקד בעסקות של הקצאת מניות שבהן קיים ניגוד עניינים בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט. לניתוח מקיף של עסקות מסוג זה ראו עמרי ידלין "זכות הצעת זכויות" משפטים 1 (2007); Vladimir Atanasov, *Unbundling and Measuring Tunneling* (University of Texas Law, Law and Economics Research Paper No. 117, January 2008).

6 לניתוח החשש מפני העברת משאבים בין תאגידים הנשלטים על-ידי אותה קבוצת שליטה ראו: Simon Johnson et al., *Tunneling*, 90 AM. ECON. REV. 22 (2000). להסבר תיאורטי על מבני החזקה פירמידליים ראו: Lucian Arye Bebchuk, Reinier Kraakman & George G. Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 295 (Randell K. Morck ed., 2000).

הוא שבעל השליטה יפעיל את השפעתו על-מנת להביא לידי אישור עסקה אשר תיטיב עימו על-חשבון התאגיד או בעלי מניות המיעוט. אכן, המדד המקובל כיום לבחינת איכות ההגנה שמערכת המשפט מספקת למשקיעים מתמקד במנגנונים לבקרה על עסקות בעלי-עניין.⁷ לאחרונה זכה נושא זה גם בהתייחסות מקיפה במסגרת דוח ועדת גושן לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל.⁸

דיני התאגידים של מדינת דלוור⁹ מתמודדים עם ניגוד העניינים של בעלי השליטה באמצעות הכפפת עסקות בעלי-עניין לביקורת שיפוטית מחמירה במסגרת מבחן ההגנות המלאה (entire fairness).¹⁰ מבחן זה, שהינו יציר הפסיקה,¹¹ בודק אם תנאי העסקה והליך אישורה היו הוגנים. הנטל של הוכחת הגינות העסקה מוטל ברגיל על בעל השליטה (או הדירקטוריון),¹² אולם ניתן להעבירו לתובע אם העסקה אושרה על-ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט או אם המשא-ומתן על העסקה נוהל כהלכה על-ידי ועדה מיוחדת של הדירקטוריון שהורכבה מדירקטורים עצמאיים בלבד.¹³

בישראל, חוק החברות, התשנ"ט-1999,¹⁴ מתמודד עם החשש מפני ניגוד עניינים בעסקות בעלי-עניין בחברה ציבורית באמצעות דרישה להליכי אישור מיוחדים. עסקה

- 7 ראו: Simeon Djankov et al., *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 J. FIN. ECON. 430 (2008); Pierre-Henri Conac, Luca Enriques & Martin Gelter, *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy* (ECGI Law Working Paper No. 88/2007, October 2007), available at ssrn.com/abstract=1023890; Gerard Hertig & Hideki Kanda, *Related Party Transactions*, in *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW* 101 (Reinier R. Kraakman et al. eds., 2003).
- 8 ראו רשות ניירות ערך דו"ח הועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל (2006) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_45.pdf (להלן: דוח גושן).
- 9 דלוור נחשבת כמייצגת את דין החברות האמריקאי מהסיבה הפשוטה שכמחצית התאגידים הציבוריים בארצות-הברית מאוגדים בה, וש-80% מהחברות המשנות את מקום התאגדותם בוחרים בה כביתם. ראו, למשל: Roberta Romano, *Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle*, 1 J. L. ECON. & ORG. 224, 225 (1985); Lucian Arye Bebchuk & Assaf Hamdani, *Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Debate on State Competition over Corporate Charters*, 112 YALE L.J. 553 (2002).
- 10 לתאור כללי של מבחן ההגנות המוחלטת בדלוור ראו: Zohar Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 CAL. L. REV. 393, 426-429 (2003).
- 11 ס' 144 לקוד החברות של מדינת דלוור קובע הסדר חקיקתי בנוגע לניגודי עניינים של נושאי-משרה ודירקטורים. ראו: Delaware General Corporation Law § 144. הסדר זה דומה לזה של מבחן ההגנות המלאה שאומץ בפסיקה של דלוור בנוגע לעסקות שבהן בעל השליטה נתון בניגוד עניינים.
- 12 ראו, לדוגמה: Kahn v. Lynch Communication Sys., 638 A.2d 1110 (Del. 1994) (להלן: עניין Lynch).
- 13 שם.
- 14 חוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח 1711 (להלן: חוק החברות או החוק).

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

חריגה של חברה ציבורית עם בעל שליטה או עסקה חריגה שבה לבעל השליטה יש עניין אישי טעונה אישור של ועדת הביקורת, של הדירקטוריון ושל שלישי לפחות מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור ההחלטה.¹⁵ אולם חוק החברות אינו מעניק לעסקה שזכתה באישורים הנדרשים חסינות מפני ביקורת שיפוטית. כך, סעיף 270 לחוק החברות קובע כי עסקות בעלי-עניין טעונות אישורים כמפורט בפרק החמישי, "ובלבד שהעסקה אינה פוגעת בטובת החברה".¹⁶ על רקע זה נשאלת השאלה מהם התנאים שבהם יתערבו בתי-המשפט בעסקות בעלי-עניין של חברות ציבוריות אשר קיבלו את כל האישורים כנדרש בחוק.

למיטב ידיעתנו, אין בנמצא פסיקה ישראלית שבחנה לגופן טענות נגד הגינות של עסקת בעלי-עניין בחברה ציבורית,¹⁷ ומשכך לא נקבעו עדיין העקרונות המנחים לביקורת שיפוטית בתחום חשוב זה. עם זאת, על גישתה של הפסיקה באשר למדיניות הראויה בנוגע לבחינה שיפוטית של עסקות בעלי-עניין ניתן ללמוד מפסק-דינו של בית-המשפט העליון בעניין נצבא.¹⁸

הסכסוך במקרה זה התמקד בחברה פרטית, נצבא, אשר ייעודה היה להחזיק נכסים כמקור לתשלום פנסיה לגמלאי אגד.¹⁹ היות שמדובר בחברה פרטית, לא חלות עליה הדרישות של חוק החברות לאישורים מיוחדים בשל ניהוד עניינים המערב את בעל השליטה, ובפרט הדרישה לאישור על-ידי שלישי מהמיעוט. עם זאת, פסק-הדין משקף את חוסר הוודאות בדין הישראלי באשר לעקרונות הביקורת השיפוטית על עסקות בניגוד עניינים. לענייננו חשוב לציין את המחלוקת בין השופטים באשר להשלכות של העובדה שניציגי נצבא במשא-ומתן לגיבוש העסקה היו נגועים בניגוד עניינים. ניהוד העניינים התבטא בניהול המשא-ומתן מטעם נצבא על-ידי בכירים בחברת אגד, אשר מצד אחד החזיקה

15 ראו ס' 268-284 לחוק החברות, לעיל ה"ש 14. ההסדר המצוי שם כולל פרטים נוספים שלא נרחיב לגביהם ברשימה זו.

16 ובלשונו של בית-המשפט העליון בע"א 3379/06 ברנוביץ נ' נתנוון (טרם פורסם, 11.7.2006): "יזוכר כי סעיף 270 לחוק החברות מכיר בקיומן של עסקאות 'הטעונות אישורים מיוחדים' - אך תנאי מקדמי הוא, 'ובלבד שהעסקה אינה פוגעת בטובת החברה'."

17 בעניין ערד, למשל, עסק בית-המשפט בפרשנות הראויה למנגנון אישור העסקה, להבדיל מסטנדרט הביקורת שיפועל בנוגע לעסקה שזכתה באישור מסודר. בפרט, נדרש בית-המשפט העליון להכריע בשאלה אם בעלי מניות שהצביעו בעד העסקה היו צריכים להיות מסווגים כבעלי עניין אישי. ראו ע"פ 3891/04 ערד השקעות ופיתוח בע"מ נ' מדינת ישראל, פ"ד ס(1) 294 (2005) (להלן: עניין ערד). לביקורת על הרשעת התאגיד בפרשה זו ראו אסף חמדני "עסקות בעלי עניין ואחריות התאגיד לתרמית בניירות ערך" מחקרי משפט כג 769 (2008).

18 ראו ע"א 2773/04 נצבא חברה להתנחלות בע"מ נ' מאיר עטר (טרם פורסם, 14.12.2006) (להלן: עניין נצבא).

19 ראו שרון חנס ואיתי פיגנבאום "על פתיחות-חסר של דיני התאגידים: פסק-דין נצבא והתחנה הבאה של הלכת קרן גמלאות של חברי אגד" תאגידים (4) 20 (2005).

בכ-40% בחברה שתכננה לרכוש את נצבא, ומן הצד האחר הייתה כנראה גם בעלת השליטה בנצבא עובר לעסקה המתוכננת.²⁰

השופט מרים נאור קבעה כי העובדה שהעסקה עמדה בכל דרישות האישור הקבועות בחוק, ובמיוחד העובדה שהאספה הכללית אישרה את העסקה ברוב גדול, מרפאות פגמים אפשריים הנובעים מניהול המשא-ומתן על-ידי נושאי-משרה הנגועים בניגוד עניינים.²¹ הנשיא ברק, לעומת זאת, קבע בדעת מיעוט כי אישור האספה הכללית אינו יכול, כשלעצמו, לרפא את החשש מפני פגיעת העסקה בבעלי מניות המיעוט. בהקשר זה הפנה הנשיא ברק גם למבחני ההגינות המלאה הנוהגים בפסיקת בתי-המשפט של מדינת דלוור.²² רשימה זו תתווה עקרונות מנחים ראשוניים לביקורת שיפוטית על עסקות בניגוד עניינים, תוך התמקדות בחברות ציבוריות.²³ נקודת המוצא שלנו היא שלביקורת השיפוטית יש תפקיד חיוני בהגנה על המשקיעים, וזאת לנוכח העדרם של מנגנוני שוק לפיקוח על מוסדות החברה בכל הנוגע לאישור עסקות שבהן בעל השליטה נתון בניגוד עניינים. לשיטתנו, גם אישור האספה הכללית אינו מייתר ביקורת שיפוטית על תפקוד הדירקטוריון – במיוחד כל עוד החוק דורש תמיכה של שלישי בלבד מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה – וזאת על-מנת להבטיח כי בעלי המניות יזכו שתונח לפנייהם לאישור הצעת ההחלטה הטובה ביותר שיכלו לקבל בנסיבות העניין. עם זאת, יש להביא בחשבון כי בחינה מהותית של תנאיה של כל עסקה על-ידי בתי-המשפט תטיל עלויות משמעותיות על חברות ציבוריות, מה-גם שספק אם בית-המשפט – גם זה המתמחה בדיני חברות – מצויד במומחיות הנדרשת על-מנת להגיע לתוצאה הראויה.

20 לעניין היותה של אגד בעלת השליטה בנצבא מן הראוי לנקוט לשון זהירה, בשל חוסר הבהירות העובדתית באשר להחזקות של אגד בנצבא עובר לעסקה. ראו עניין נצבא, לעיל ה"ש 18, פס' 2 ו-3 לפסק-דינו של ברק (התייחסות לאגד כאל בעלת השליטה). כך או כך, ניגוד העניינים בולט משום שהעוסקים במשא-ומתן בפועל מטעם נצבא היו בכירים בתאגיד שהיה בעל עניין בצד האחר לעסקה.

21 שם, פס' 17-18 לפסק-דינה של השופטת נאור. בהקשר של חברה פרטית חוק החברות אינו מחייב מנגנון מיוחד לאישור עסקות שבהן בעל השליטה נגוע בניגוד עניינים, וניגוד עניינים של נושא-משרה בחברה כזו מחייב לכל-היותר את אישורה של האספה הכללית. ראו ס' 268-284 לחוק החברות, לעיל ה"ש 14.

22 שם, פס' 2-3 לפסק-דינו של הנשיא ברק.

23 ההתמקדות בחברות ציבוריות נובעת משני טעמים מרכזיים. ראשית, ביחס לחברות פרטיות יש נכונות גדולה יותר של הפסיקה בישראל להפעיל את עילת הקיפוח, אשר מאפשרת לבית-המשפט גמישות בבחינת העסקה ובמתן סעד. ראו ע"א 2699/92 בכר נ' ת.מ.מ. תעשיות מזון מטוסים (נתב"ג) בע"מ, פ"ד (נ1) 238 (1996). שנית, מנגנוני האישור הקבועים בחוק החברות חלים בהקשר זה רק על חברה ציבורית. ראו ס' 270(4) לחוק החברות, לעיל ה"ש 14. נדגיש כי אנו מניחים שמדובר בעסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל שליטה או בעסקה חריגה שבה לבעל השליטה יש עניין אישי, כך שאין ספק בדבר תחולתם של מנגנוני האישור הקבועים בפרק החמישי לחוק. לדיון בשאלת מהותו של עניין אישי ראו דוד האן "נקי יהיה מביתו – עניין אישי באישור עסקה של חברה" הפרקליט מט 93 (תשס"ז).

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

הפתרון הראוי מתבסס, אפוא, על מתכונת דומה לזו של מבחן ההגינות המלאה שאימצה הפסיקה של מדינת דלוור. על בתי המשפט לקבוע מדיניות שלפיה הם ייטו לא לבחון את תנאי העסקה כאשר בעל השליטה ונושאי המשרה הקפידו על הליכים נאותים בגיבוש העסקה, על ניהול משא ומתן הוגן בדבר תנאיה, ולבסוף על אישור העסקה ברוב של בעלי מניות המיעוט על בסיס מלוא המידע הרלוונטי. מדיניות זו ראויה, למצער, כאשר מדובר בעסקה בעלת חשיבות רבה לחברה או לבעלי מניות המיעוט.

כפי שנסביר בהמשך, התנהלותן של חלק ניכר מהחברות הציבוריות בישראל, ככל שמדובר בהתקשרויות בניגוד עניינים, רחוקה מרחק רב מן הנורמות שעליהן נצביע להלן. אנו סבורים כי עובדה זו מחזקת את הצורך בהצבעה על מנגנוני האישור הראויים לעסקות בעלי עניין, אשר חלקם כבר נהפכו למוכנים מאליהם מעבר לים. עם זאת, במישור היישומי, ייתכן שיהיה על בתי המשפט לנקוט מהלך הדרגתי כדי לעודד חברות לעמוד בעקרונות היסוד שאנו מתווים ברשימה זו, ובכך להטמיע נורמות ראויות בשוק ההון.

המשך המאמר יהיה כדלקמן. פרק א יטען כי ביקורת שיפוטית על החלטות הדירקטוריון בתאגיד עם בעל שליטה הינה חיונית, במיוחד בכל הנוגע לעסקות בעלי עניין. זאת, בשל תלותם האינהרנטית של הדירקטורים בבעל השליטה. פרק ב יסביר מדוע אישור האספה הכללית, אף אם מדובר באישור ברוב מיוחד הכולל חלק מן המיעוט, אינו יכול להיות תחליף מספק לניהול הליך נאות על ידי הדירקטוריון בהתוויה של עסקות בכלל ושל עסקות בעלי עניין בפרט. מן הראוי לכן להקפיד על שני היבטים הנוגעים בפעולת הדירקטוריון: ראשית, יש להקפיד להביא לפני בעלי המניות את מלוא המידע הנדרש לשם אישור מושכל של העסקה; שנית, לפני הבאת העסקה לאישורה של האספה הכללית, יש להקפיד על קיום הליך משא ומתן המדמה ככל האפשר משא ומתן בין צדדים בלתי תלויים.

על רקע זה יתווה פרק ג כמה עקרונות מנחים לבחינה שיפוטית של הליכי האישור של עסקות בעלי עניין. על בתי המשפט לבחון שלושה עניינים מרכזיים: ראשית, אם נעשה ניסיון, במקרים המתאימים, להפעיל "מבחן שוק" ביחס לתנאי העסקה; שנית, אם נוהל משא ומתן בהליך שמדמה משא ומתן אפקטיבי בין צדדים בלתי תלויים, וזאת על ידי ועדה המורכבת אך ורק מדירקטורים עצמאיים, אשר הועמדו לרשותה סמכויות ומשאבים מתאימים בהתאם לנסיבות העסקה העומדת על הפרק; שלישית, אם בעל השליטה והפועלים מטעמו מסרו את כל המידע הרלוונטי לדירקטוריון ולאספה הכללית. בהתקיים תנאים אלה, ובהינתן האישורים הנדרשים בחוק, על בית המשפט להימנע ככלל מבחינת הגינות תנאיה של העסקה.

פרק ד ידון באכסניה המשפטית המתאימה להחלת עקרונות אלה בדין הישראלי, ובסוגיות נוספות העוסקות בתשתית המשפטית הרלוונטית. בין היתר יסביר פרק זה כי יש להכניס גם את בעל השליטה למעגל האחראים בהקשר זה.

פרק א: הצורך בביקורת שיפוטית

מקובל להניח כי בתי-המשפט צריכים להימנע מלהתערב בהחלטות עסקיות של נושאי-משרה של תאגידים. עמדה זו זכתה בעיגון בארצות-הברית במסגרת כלל שיקול-הדעת העסקי (Business Judgment Rule).²⁴ קיים אומנם ספק אם הכלל, במתכונתו המקובלת, נקלט במלואו בדין הישראלי.²⁵ אולם בתי-המשפט בישראל הביעו מפורשות את רתיעתם מהתערבות בהחלטות עסקיות של נושאי-משרה במסגרת עקרון "אי-ההתערבות".²⁶ חוק החברות אינו אוסר על חברות ציבוריות להתקשר בעסקות בעלי-עניין,²⁷ אלא מתנה עסקות אלה במנגנוני אישור, שתכליתם להבטיח כי עסקה כזו תצא אל הפועל רק אם היא לטובת החברה. הקביעה אם עסקה מסוימת כדאית לחברה היא קביעה עסקית במהותה, ומחייבת את ועדת הביקורת והדירקטוריון לבחון את תנאי העסקה לאור מצב השוק, האסטרטגיה הכוללת של החברה ושיקולים דומים נוספים. לכאורה, אפוא, כלל שיקול-הדעת העסקי אמור להגן גם מפני התערבות שיפוטית בהחלטות של ועדת הביקורת והדירקטוריון לאשר עסקות בעלי-עניין. אף-על-פי-כן, פרק זה יסביר בקצרה מדוע אין להחיל את כלל שיקול-הדעת העסקי כאשר מדובר בפעולה של הדירקטורים אל מול אינטרס של בעל השליטה.

1. כלל שיקול-הדעת העסקי: רציונלים

שני טעמים מרכזיים תומכים במדיניות שיפוטית של אי-התערבות בשיקול-הדעת העסקי

- 24 הפסקה הבאה, הלקוחה מהחלטה של בית-המשפט בדלוור, משקפת היטב את רוח הכלל: "[T]he Court gives great deference to the substance of the director's decision and will not invalidate the decision, will not examine it's reasonableness, and will not substitute its views for those of the board if the latter's decision can be attributed to any rational business purpose." *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34, 45. כלל זה משקף עמדה אשר רווחת בבתי-המשפט בארצות-הברית כבר מאה ושמונים שנה. ראו: *Percy v. Millaudon* 8 Mart. (n.s.) 68, 77-78 (La. 1829).
- 25 ראו שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" (עתיד להתפרסם בעיוני משפט לא(3), 2008).
- 26 ראו, לדוגמה, ע"א 131/88 ישראל דן רוגובסקי ואח' נ' עדנה סביר, פ"ד מד(2) 622, 625 (1990): "בית המשפט לא יתערב בהחלטת המנהלים, ולא ימיר את שיקול דעתם בשיקול דעתו – אפילו היה הוא עצמו מגיע לתוצאה אחרת; ואף אם הוא משוכנע כי המנהלים טעו, בשקלם את אינטרס החברה... דין זה הוא פועל יוצא של כלל היסוד בדיני החברות, שלפיו... הגיהול הפנימי של ענייני התאגיד נתון בידי מנהליו ובעלי מניותיו...".
- 27 מצב-דברים זה אינו מובן מאליו. כך, למשל, הדין בארצות-הברית שולל מחברה הציבורית את האפשרות להעניק הלוואה לבכיריה, למעט בנסיבות מצומצמות ביותר. ראו: Larry C. Baker, *The Sarbanes-Oxley Act: Federalizing Norms for Officer, Lawyer and Accountant Behavior*, 76 ST. JONES L. REV. 897 (2002).

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

של הדירקטוריון.²⁸ ראשית, בתי-המשפט אינם כשירים לבחון החלטות עסקיות. טיעון זה תקף במיוחד לבתי-משפט שאינם מתמחים בתחום העסקי או בדיני התאגידים, דוגמת בתי-המשפט בישראל. אולם ניהול הליך שיפוטי במטרה לבחון את הגינותן של עסקות הינו עניין מורכב ויקר גם בעבור בתי-משפט עם מומחיות בתחום העסקי. הליך שיפוטי כזה יחייב מן הסתם חוות-דעת ועדויות של מומחים מטעם הצדדים, ובמקרים מסוימים גם מטעם בית-המשפט. אכן, הניסיון במדינת דלוור מראה כי הליכים משפטיים לקביעת מחיר הוגן – במסגרת סעד הערכה, למשל – יכולים להתמשך על-פני תקופה ארוכה. לבד מהתארכות הדיון והעלויות הכרוכות בכך, חוסר הוודאות לגבי תוצאת ההליך (חוסר ודאות אשר מוחרף כאשר אין לבית-המשפט מומחיות בתחום) עלול לגרום לריבוי של תביעות-סרק, ומכאן גם לשמרנות-יתר מצד הנהלת החברה.

טעם זה נגד התערבות שיפוטית בשיקול-דעתו של הדירקטוריון יפה גם ביחס לעסקות בעלי-עניין. העובדה שהעסקה נכרתה בתנאים של ניגוד עניינים אינה מפחיתה מן העלויות הישירות והעקיפות הכרוכות בניהול הליך שיפוטי לבחינת הגינותם של תנאי העסקה.²⁹ טעם מרכזי שני נגד התערבות בהחלטות הדירקטורים הוא ההנחה כי לדירקטורים יש תמריצי שוק לקבלת החלטות עסקיות ראויות. בין היתר סביר להניח שדירקטורים אשר יקבלו החלטות כושלות מבחינה עסקית יוחלפו בסופו של דבר על-ידי בעלי המניות בהצבעה באספה הכללית על מינוי דירקטורים או במסגרת השתלטות עוינת.³⁰ אכן, בתי-המשפט בדלוור מדגישים לא-אחת כי אין זה מתפקידו של בית-המשפט לבקר את שיקול-דעתם העסקי של מוסדות התאגיד, וכי הערוץ המרכזי להתמודדות עם החלטות כושלות הוא החלפת הדירקטוריון על-ידי בעלי המניות.³¹

- 28 טעמים נוספים מצדיקים אי-הטלת אחריות אישית על נושאי-משרה בכירים ודירקטורים. ראו: Assaf Hamdani & Reinier Kraakman, *Rewarding Outside Directors*, 105 MICH. L. REV. 1677 (2007), וכן חנס, לעיל ה"ש 25, פרק ג. בפועל ניתן לראות כי רק במקרים נדירים ברחבי העולם הוטלה אחריות אישית על דירקטורים באופן שהיית אותם לשלם מכספם בגין הנוקים שנגרמו לתאגיד עקב החלטותיהם העסקיות. ראו: Bernard S. Black, Brian R. Cheffins & Michael Klausner, *Outside Director Liability*, 58 STAN. L. REV. 1055, 1062–1074 (2006); Brian R. Cheffins & Bernard S. Black, *Outside Director Liability Across Countries*, 84 TEX. L. REV. 1385, 1395 (2006); Joseph W. Bishop, Jr., *Sitting Ducks and Decoy Ducks: New Trends in the Indemnification of Corporate Directors and Officers*, 77 YALE L.J. 1078, 1099–1100 (1968).
- 29 נציין כי טעם זה נגד התערבות בתי-המשפט משכנע פחות כאשר הביקורת השיפוטית מתמקדת רק בהליכים לאישור העסקה, כגון קיומו של הליך משא-ומתן הוגן ואיכות המידע שהועבר לבעלי המניות.
- 30 ראו: *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A.2d 693, 698 (Del. Ch. 2005) ("redress for [directors'] failures... must come... through the actions of shareholders... and not from this Court").
- 31 ראו: *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 959 (Del. 1985) ("[i]f the stockholders are displeased with the action of their elected representatives, the powers

נימוק אחרון וכבד-משקל זה אינו תקף ביחס לדירקטורים בכל הנוגע לאישור עסקות בעלי-עניין. בתאגיד עם בעל שליטה, "שוק הדירקטורים" אינו מספק לדירקטורים תמריץ לפעול להגנתם של החברה ובעלי מניות המיעוט מפני פעולה בניגוד עניינים של בעל השליטה. בעל השליטה הוא בעל הכוח האפקטיבי למנות דירקטורים, לנוכח הרוב המובטח לו באספה הכללית.³² תאגיד עם בעל שליטה אף אינו חשוף לחשש מפני השתלטות עוינת אשר תוביל לפיטורי הדירקטורים. לדירקטורים בתאגיד עם בעל שליטה יש תמריץ שוק חד-משמעי לרצות את בעל השליטה על-מנת להישאר בתפקידם או לזכות במינוי בתאגיד אחר המצוי בשליטתו של בעל השליטה.

תיאור זה יפה אף ביחס לדירקטורים חיצוניים בישראל. דרישות סעיף 240 לחוק החברות, בדבר העדר זיקה בין דירקטור חיצוני לבין בעל השליטה או התאגיד, מסייעות אולי בריכוך עוצמת ההשפעה של בעל השליטה על הדירקטור החיצוני, אך אינן משנות את העובדה שגם מינויו של הדירקטור החיצוני תלוי ברצונו של בעל השליטה. חוק החברות מקנה אומנם מעמד מסוים לבעלי מניות המיעוט באישור הכהונה של דירקטור חיצוני,³³ אולם גם דירקטורים חיצוניים זקוקים לתמיכתו של בעל השליטה כדי לזכות במינוי או להאריכו.³⁴

לסיכום, לדירקטורים בתאגיד עם בעל שליטה אין תמריצי שוק של ממש לעמוד נגד בעל

"of corporate democracy are at their disposal to turn the board out") . נימוק נוסף נגד התערבות שיפוטית הוא קיומם של תמריצי שוק במסגרת הסדרי תגמול המותנים בביצועי התאגיד. יש הטוענים כי היקף הבחינה השיפוטית של החלטות הדירקטורים צריך להיקבע לפי שיעור ההחזקות של הדירקטורים במניות התאגיד. ראו: Charles M. Elson & Robert B. Thompson, *Van Gorkom's Legacy: The Limits of Judicially Enforced Constraints and the Promise of Proprietary Incentives*, 96 Nw. U. L. Rev. 579, 577-589 (2002) . אחד מאיתנו טען בעבר כי תגמול מבוסס-מניות לנושאי-המשרה עשוי להביא לידי ריסון של בעלי השליטה באישור עסקות בעלי-עניין שאינן לטובת התאגיד. ראו שרון חנס "אופציות למנהלים בשוק הון עם בעלות מרוכזת: הערכה מחודשת ודיון במקרה הישראלי" משפטים לו 49 (2006).

32 לצורך הדיון ברשימה זו, אנו מניחים כי בעל השליטה אוהו ברוב הנחוץ למינוי דירקטורים. חוק החברות, לצורך תחולת הפרק החמישי, מגדיר בעל שליטה כמי שמחזיק ב-25% לפחות מזכויות ההצבעה כאשר אין אחר האוחז ביותר ממחצית זכויות ההצבעה (ראו ס' 268 לחוק החברות). השוו עם המבחן בדלוור, אשר בוחן את מידת ההשפעה של בעל מניות דומיננטי על הדירקטוריון. ראו עניין *Lynch*, לעיל ה"ש 12.

33 ס' 239(ב) לחוק החברות, לעיל ה"ש 14, דורש כי במניין קולות הרוב באספה הכללית ייכללו שליש לפחות מכלל קולותיהם של בעלי המניות בחברה שאינם בעלי השליטה בחברה או מי מטעמם.

34 לאחרונה המליצה ועדה שמינה הממונה על שוק ההון במשרד האוצר על הענקת הכוח למיעוט בלבד למנות דירקטורים חיצוניים. ראו משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון דו"ח הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל (27 בנואר 2008) www.mof.gov.il/hon/2001/gemel/memos/hamdani2008.pdf (להלן: דוח חמדני).

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

שליטה המבקש להתקשר עם התאגיד בעסקת בעלי-עניין.³⁵ מסיבה זו, ועל רקע הדומיננטיות של בעל השליטה, אין מנוס לשיטתנו מהפעלת ביקורת שיפוטית על-מנת להניע את הדירקטורים להגן על המשקיעים במצבים שבהם בעל השליטה מצוי בניגוד עניינים.³⁶ כפי שנטען בהמשך, גם אישור של המיעוט מקרב בעלי המניות – ובוודאי אישור של שליט בלבד מהמיעוט, כנדרש כיום בחוק – אינו מבטל את הצורך בביקורת שיפוטית.

2. מבחן ההגינות המלאה בארצות-הברית

על רקע זה אין זה מפתיע שדווקא בארצות-הברית – ערש-הולדתו של כלל שיקול-הדעת העסקי – בתי-המשפט אינם מחילים את הכלל במקרה של עסקות עם בעל שליטה. תחת זאת הם מכפיפים עסקות כאלה לביקורת שיפוטית קפדנית במסגרת מבחן ההגינות המוחלטת או המלאה (entire fairness).³⁷ מבחן זה דורש מהטוען לתקפות העסקה להוכיח את הגינותה המלאה כלפי החברה (והמיעוט). המבחן מורכב משלושה נדבכים: גילוי מלא על-אודות ניגוד העניינים, הליך הוגן (fair dealing) ומחיר הוגן (fair value).

עם זאת, הפסיקה בדלוור קובעת כי אפשר להעביר את הנטל אל הטוענים נגד תקפות העסקה אם נעשה שימוש באחד משני מנגנונים:³⁸ (1) העסקה הוכפפה לאישור על-ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט; או (2) המשא-ומתן על העסקה נוהל על-ידי ועדה מיוחדת של הדירקטוריון שכל חבריה היו בלתי-תלויים בבעל השליטה, וניתנו לוועדה הכלים לנהל משא-ומתן עצמאי, לרבות היכולת לשכור את שירותיהם של יועצים מקצועיים שאינם תלויים בבעל השליטה. ככלל, על הליך המשא-ומתן לדמות ככל האפשר משא-ומתן בתנאי שוק בין צדדים בלתי-תלויים. לפיכך יש חשיבות לכך שבעל השליטה לא ינסה ללחוץ על חברי הוועדה להסכים לתנאים שהוא מעוניין בהם, להשפיע על המידע המועבר לידי חברי הוועדה או לצמצם בכל דרך שהיא את יכולתה של הוועדה לנהל משא-ומתן בחופשיות ואף לסרב להתקשרות כלשהי.

חשוב להדגיש, עם זאת, כי גם השימוש במנגנונים אלה אינו מקנה לעסקה חסינות מלאה מפני ביקורת שיפוטית בדלוור. כאשר מדובר בעסקה שבה רק נושאי-המשרה מצויים

35 יש הטוענים כי דירקטורים ממלאים את תפקידם לאור שיקולים כגון נורמות חברתיות ומוניטין. ראו: Lynn A. Stout, *In Praise of Procedure: An Economic and Behavioral Defense of Smith v. Van Gorkom and the Business Judgment Rule*, 96 Nw. U. L. Rev. 672 (2002); Edward B. Rock & Michael L. Wachter, *Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation*, 149 U. Pa. L. Rev. 1619 (2001).

36 לסקירה על-אודות חשיבותה של הביקורת השיפוטית לשם מניעת פגיעה במיעוט בחברה עם בעל שליטה, ראו דוח גושן, לעיל ה"ש 8, בעמ' 43-44.

37 אמת-המידה לזיהוי ניגוד עניינים של בעל שליטה אשר מחייב את בחינתה של פעולה מסוימת במסגרת מבחן ההגינות המלאה נקבעה בעניין Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

38 ראו עניין Lynch, לעיל ה"ש 12; Kahn v. Tremont Corp, 694 A.2d 422 (Del. 1997).

בניגוד עניינים, שימוש באחד המנגנונים שתוארו לעיל אכן יביא לידי כך שבתי-המשפט יבחנו את העסקה במסגרת כלל שיקול-הדעת העסקי.³⁹ אולם במקרים שבהם לבעל השליטה יש עניין אישי בעסקה, השימוש במנגנונים הללו רק יעביר את הנטל אל התובע להראות כי העסקה אינה הוגנת, ולא ישנה את המבחן הבסיסי לבדיקת העסקה.⁴⁰ זאת, בשל ההנחה כי למנגנונים אלה יש יכולת מוגבלת בלבד להתמודד עם הדומיננטיות של בעל השליטה, וכי בתי-המשפט חייב לשמור על תפקידו כססתום-ביטחון לעסקות המדוברות.⁴¹

פרק ב: האם די במנגנוני האישור של חוק החברות?

הדיון בפרק הקודם הסביר מדוע אין זה ראוי להחיל את כלל שיקול-הדעת העסקי ביחס לעסקות בעלי-עניין. חוק החברות מכיר בסכנות הטמונות בעסקות בעלי-עניין, ולכן מכפיף עסקות אלה – במיוחד כאשר מדובר בחברה ציבורית – למנגנונים שנועדו להבטיח כי העסקה תאושר רק אם היא לטובת החברה. האם מנגנוני האישור הקבועים בחוק החברות מייתרים את הביקורת השיפוטית בדבר הגינותן של עסקות אלה?

פרק זה יטען כי התשובה לשאלה זו שלילית. המנגנונים הקבועים בחוק החברות מעניקים הגנה חלקית בלבד לתאגיד ולבעלי מניות המיעוט. לפיכך, לבתי-המשפט יש תפקיד חשוב בעידוד השימוש במנגנונים אשר יעניקו הגנה טובה יותר לתאגיד ולבעלי מניות המיעוט, ובהקפדה על גילוי מלא לבעלי המניות הנדרשים לאשר את העסקה.

בפתח הדברים חשוב להדגיש כי חוק החברות מתנה את אישור העסקה בתמיכה של שלישי מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה. במילים אחרות, חוק החברות אינו קובע מנגנון של "רוב מקרב המיעוט" (majority of minority) לאישור העסקה. ההסתפקות באישור של שלישי בלבד מקרב בעלי המניות הבלתי-תלויים מעמידה בספק את יכולתו של מנגנון האישור הקבוע בחוק להבטיח כי התאגיד יתקשר בעסקות יעילות בלבד, שהרי גם עסקות שרוב בעלי המניות הבלתי-תלויים מתנגדים להן יכולות לקבל אישור. על רקע זה המליצה ועדת גושן לאחרונה להעמיד את הרוב הנדרש על רוב

39 ראו Del. Code Ann. tit. 8, § 144.

40 ראו עניין *Lynch*, לעיל ה"ש 12.

41 ראו ה"ש 91 להלן. אולם אין משמעות הדבר בהכרח שדירקטור אשר אישר עסקה שלא עמדה במבחן ההוגנות המלאה ייאלץ לשלם פיצויים בשל הנוק שנגרם. אם אי-אפשר כבר לעצור את העסקה באמצעות צו מניעה, שאלת תשלום דמי הנוק תידון בשלב השני של הברור המשפטי, לאחר העיון בשאלת הוגנות העסקה. בשלב זה תיתכן חסינות לדירקטור מתשלום פיצויים, אם יוכיח כי מדובר בהתרשלות גרידא שאינה עולה כדי הפרת חובת אמונים מצידו, וכי התקנון של החברה הרלוונטית כולל הוראת פטור מתשלום דמי נוק בגין הפרת חובת הוהירות. ראו: *Emerald Partners v. Berlin*, 787 A.2d 85, 98 (Del. 2001).

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

רגיל מקרב בעלי מניות המיעוט.⁴² עם זאת, מסקנות הניתוח שלהלן יהיו תקפות גם בהנחה שבסופו של דבר ישונה הדין ויידרש אישור של רוב מקרב בעלי המניות שאינם נגועים בעניין אישי.⁴³

1. האם ניתן להסתפק באישורה של האספה הכללית?

בחלק זה נטען כי אישור בעלי המניות מקרב המיעוט – גם אם ניתן על-סמך כל המידע המהותי הנוגע בעסקה – אינו מהווה תחליף נאות להליך של משא-ומתן בין נציגים עצמאיים של הדירקטוריון לבין בעל השליטה.

ראשית, יש להבהיר מהן חובות הדירקטורים והציפיות מהם בעסקה עם בעל שליטה. לשיטתנו, החובות הנגזרות מחובות הנאמנות של הדירקטורים בהקשר זה אינן שונות מן החובות המוטלות עליהם במשא-ומתן על עסקה עם צד בלתי-תלוי.⁴⁴ לצורך הדיון נשתמש בדוגמה הפשטנית הבאה. הניחו כי בעל השליטה מציע למכור לתאגיד נכס גדל"ן שבבעלותו תמורת 100 מיליון ש"ח. הניחו כי לתאגיד יש שימוש עסקי בנכס, וכי העסקה כדאית לגביו כל עוד מחיר הרכישה אינו עולה על 100 מיליון ש"ח. לבסוף, הניחו כי לנוכח שימושים חלופיים של בעל השליטה בנכס, העסקה עם החברה כדאית לגביו כל עוד המחיר שבו הוא מוכר את הנכס לחברה עולה על 50 מיליון ש"ח.

לצורך הדיון ניתן להבחין בין שתי דרגות של חובת הדירקטוריון באישור העסקה. תחילה על הדירקטוריון להבטיח כי העסקה יעילה מבחינת התאגיד, דהיינו, שיש היגיון עסקי ברכישת נכס הנדל"ן על-ידי התאגיד. בהיבט זה אישור הרכישה על-ידי הדירקטוריון במחיר המוצע על-ידי בעל השליטה עולה בקנה אחד עם חובת הדירקטוריון.

אולם לנוכח ההנחה שהתאגיד יכול לנצל את הנכס בצורה טובה יותר מאשר בעל השליטה, טמון בעסקה רווח מסוים לשני הצדדים, אשר למען הפשטות ניתן לכנותו "רווחי סינרגייה". הפן השני של חובת הדירקטורים נוגע בחלוקת רווחי הסינרגייה בין הצדדים. טובת החברה (ולפיכך גם חובת האמונים של הדירקטור) בהקשר זה מחייבת את הדירקטוריון לפעול על-מנת לנסות להשיג את הנכס במחיר הנמוך ביותר האפשרי, ממש כאילו מדובר במוכר זר לתאגיד.⁴⁵ לשם כך על הדירקטוריון לנהל משא-ומתן על-מנת לנסות למקסם את

42 ראו דוח גושן, לעיל ה"ש 8, בעמ' 29–31.

43 כפי שיובהר בהמשך, המלצותינו באשר לעקרונות הביקורת השיפוטית שונות במקצת ממתכונת המבחן הנהוגה בדלוור.

44 לשימוש באנלוגיה לעסקות עם צדדים בלתי-תלויים כאמת-מידה לעיצוב ההסדרים הראויים לעסקות עם בעלי שליטה, ראו גם: Guhan Subraminian, *Fixing Freezeouts*, 115 YALE L.J. 2, 49–51 (2005) (להלן Subminim). במאמר זה נכנה אמת-מידה זו "The arms length approach to fundamental transactions".

45 מבחינה נורמטיבית, אמת-המידה לבחינת עסקות שמאמר זה מסתמך עליה שונה במקצת מזו המוצעת במאמרו של זוהר גושן. גושן עוסק בשאלה כיצד ניתן להבטיח עסקות יעילות. ראו זוהר גושן "הצבעה תוך ניגודי אינטרסים" משפטים כט 17 (תשנ"ח). הנחת-המוצא שלנו

חלקה של החברה ברווחי הסינרגייה המופקים מן העסקה. בנתוני הדוגמה המספרית שלנו יש לצפות אפוא שמחיר העסקה יהיה בטווח שבין 50 מיליון ל-100 מיליון ש"ח, כאשר מחיר בחלק הנמוך יותר של הטווח משקף אפקטיביות רבה יותר של הדירקטוריון. על רקע זה עולה השאלה אם אישור האספה הכללית – לרבות אישור על-ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט – מהווה תחליף נאות לניהול משא-ומתן על-ידי הדירקטוריון. האספה הכללית הינה בעיקרה גוף פסיבי, אשר מצביע בעד או נגד הצעת החלטה המובאת לפניו. באופן מעשי, האספה הכללית אינה יכולה ליזום הצעות החלטה, ואינה יכולה לנהל משא-ומתן אפקטיבי על תנאי העסקה או להתנות את אישור העסקה בתנאים.⁴⁶ מבחינה זו, ההצעה המונחת על סדר-יומה של האספה הכללית דומה מבחינות רבות לאולטימטום. במקרים מסוימים ייתכן שלבעלי מניות דומיננטיים מקרב המיעוט תהיה אפשרות (לא-פורמלית) לנהל משא-ומתן לטובת כלל בעלי מניות המיעוט. אפשרות זו מושפעת, בין היתר, מיכולתם של בעלי מניות המיעוט, ובמיוחד של הגופים המוסדיים, לפעול באופן מתואם על-מנת להניע את הנהלת התאגיד להביא להצבעה הצעת החלטה בתנאים הטובים ביותר בעבור החברה ובעלי מניות המיעוט. בהקשר זה יש לציין את עמדתה של הרשות להגבלים עסקיים בישראל, המטילה ספק באשר ליכולתם של גופים מוסדיים לפעול בתיאום.⁴⁷ יתר על כן, על-אף חובות הדיווח, לעיתים קרובות אין לבעלי המניות המידע הדרוש על-מנת להעריך את נאותות ההצעה המונחת לפניהם, במיוחד מבחינת המחיר שהיה אפשר להשיג מבעל השליטה במשא-ומתן אפקטיבי, מבחינת התשואה החלופית שהתאגיד יכול להפיק מעסקות אחרות, ואף מבחינת המחיר המרבי שבו העסקה כדאית עדיין לתאגיד. קשיים אלה של האספה הכללית מצטרפים לבעיות הכלליות המאפיינות הצבעה על-ידי בעלי המניות, שהן בעיקרן בעיות הפעולה המשותפת והעדר התמריצים להשקיע באיסוף מידע.

לפיכך הדרישה לאישור האספה הכללית אינה יכולה להבטיח כשלעצמה כי החברה תתקשר בעסקה בתנאים הטובים ביותר שניתן להשיג בנסיבות העניין. גם בהנחה שובא לפנייהם מידע מלא, ייטו בעלי המניות – בהתחשב במגבלות כוחם לנהל משא-ומתן – לאשר עסקה כדאית שאינה פוגעת בחברה גם אם היה אפשר לשפר באופן משמעותי את כדאיותה. בדוגמה שלנו ניתן לצפות כי האספה הכללית תאשר כל עסקה שבה מחיר

היא שעל מנגנוני הבקרה של התאגיד לנסות להבטיח לא רק שהעסקה תהיה יעילה (דהיינו, שהיא לא תפגע בתאגיד), אלא גם שהתאגיד יזכה לקבל נתח גדול ככל האפשר מהערך הנוצר על-ידי העסקה.

46 ראו: Subraminian, לעיל ה"ש 44.

47 ראו דוח חמדני, לעיל ה"ש 34. בארצות-הברית, לעומת זאת, יש מנגנוני שוק המקילים את הפעולה המשותפת של הגופים המוסדיים, דוגמת ארגון ה-Institutional Shareholders Services, אשר מקיים לעיתים מגעים עם החברות וממליץ למשקיעים כיצד להצביע באספה הכללית. ראו בהקשר זה: Cindy R. Alexander et. al., *The Role of Advisory Services* in Proxy Voting (December 2006), available at ssrn.com/abstract=966181. בסופו של דבר, השאלה אם לגופים המוסדיים יש יכולת אפקטיבית לנהל משא-ומתן על תנאי העסקה הינה שאלה אמפירית.

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

הרכישה של הנכס אינו עולה על 100 מיליון ש"ח או למצער על סכום שנמוך במעט מ-100 מיליון ש"ח. אומנם גם עסקה כזו היא עסקה יעילה לחברה, אולם אין זו העסקה הטובה ביותר שהיה אפשר להשיג בנסיבות העניין. התנהלות מעין זו עלולה לאורך זמן להסב גם נזקים עקיפים, כגון ויתור על עסקות אחרות עם צדדים בלתי-תלויים אשר הרווח מהן לחברה עשוי להיות גבוה יותר, שכן מידע על חלופות עסקיות אינו מצוי בדרך-כלל בידי בעלי המניות.⁴⁸

טובת התאגיד מחייבת אפוא, לשיטתנו, קביעת מנגנונים אשר יניעו את הדירקטוריון לנהל משא-ומתן על-מנת להניח לפני האספה הכללית את ההצעה הטובה ביותר שניתן להשיגה בנסיבות העניין.

בשולי הדברים נציין כי עיקרון זה אינו ייחודי לעסקות שבהן בעל השליטה נתון בניגוד עניינים, אלא חל גם לגבי עניינים נוספים שבהם נדרשת החלטה משותפת של הדירקטוריון ובעלי המניות. ככלל, דרישת אישור של האספה הכללית לעסקה מסוימת אינה מייצרת את הביקורת השיפוטית על החלטת הדירקטוריון לאשר את העסקה ולהביאה להצבעה באספה הכללית. הדוגמה הבולטת בהקשר זה היא הדוקטרינות שאימצו בתי-המשפט של מדינת דלוור בכל הנוגע לחובת הדירקטוריון של החברה הנרכשת במיזוג לנקוט מאמץ מתמשך על-מנת להבטיח את השלמת העסקה במחיר הגבוה ביותר האפשרי.⁴⁹ חובה זו של הדירקטוריון מקבלת משנה תוקף כאשר הצד שכנגד אינו בעל השליטה. בנסיבות אלה על דיני התאגידים לספק לדירקטוריון את התמריצים לניהול משא-ומתן שבו ייוצג האינטרס של התאגיד בצורה טובה ככל האפשר בהתחשב במעמדו הדומיננטי של בעל השליטה.

דיון זה, אגב, אינו עומד בסתירה למודל שהציע פרופ' זוהר גושן לניתוח מנגנונים לפיקוח ובקרה על עסקות בניגוד עניינים. המודל של פרופ' גושן מבחין בין הגנה קניינית, המתנה עסקות בניגוד עניינים באישור המיעוט, לבין הגנה של כלל אחריות, אשר מאפשרת לבית-המשפט לבחון את תנאיה של העסקה לגופם.⁵⁰ לפי מודל זה, ניתן לכאורה לטעון כי בחירתו של המחוקק הישראלי בהגנה קניינית – באמצעות הדרישה לאישור שלישי בלבד מקרב בעלי המניות הלא-נגועים – פירושה שאין מקום לביקורת שיפוטית על פעולת הדירקטוריון. אולם גם במסגרת מערכת של הגנה קניינית מפני עסקות בעלי-עניין יש חשיבות לפיתוח מנגנונים אשר יבטיחו כי בעלי המניות יזכו שתובא לפניהם הצעת ההחלטה הטובה ביותר שניתן להשיגה בנסיבות העניין. במקביל, במסגרת ההגנה הקניינית, על הביקורת השיפוטית להימנע ככל האפשר מבחינת תנאיה של עסקה שזכתה באישור

48 המשמעות העקיפה הנוספת היא לפיכך פגיעה בתשואה הצפויה מן החברה, ובעקבותיה הפחתת האטרקטיביות של ההשקעה בחברה ופגיעה ביכולתה לגייס כסף בשוק ההון.

49 ראו, לדוגמה: Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914 (Del. Supr. 2003).

50 ראו: Goshen, לעיל ה"ש 10. ההבחנה בין כללי אחריות לבין כללי קניין שאולה ממאמרם פורץ-הדרך של קלברוי ומלמד. ראו: Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089 (1972).

המיעוט לאחר הליך נאות של אישור על-ידי הדירקטוריון והפעלת המנגנונים שפותחו. כפי שנסביר בהמשך, הגישה המוצעת על-ידינו ברשימה זו עולה בקנה אחד עם עיקרון זה.

2. האם די באישורה של ועדת הביקורת?

בתי-המשפט של מדינת דלוור מעודדים שימוש בוועדות מיוחדות של הדירקטוריון המורכבות אך ורק מדירקטורים בלתי-תלויים (independent), על-מנת לנהל משא-ומתן עם בעלי-שליטה בעסקות בעלי-עניין.⁵¹ חוק החברות הישראלי מחייב את אישורם של ועדת הביקורת והדירקטוריון. ככלל, החוק דורש כי דירקטורים שיש להם עניין אישי באישור העסקה לא יהיו נוכחים בדיון ולא ישתתפו בהצבעה בוועדת הביקורת ובדירקטוריון.⁵² כפי שנסביר להלן, המנגנונים הקבועים בחוק החברות אינם מספקים, כשלעצמם, הגנה נאותה לחברה או לבעלי מניות המיעוט. ראשית, החוק אינו מסדיר מפורשות את הליך ניהולו של המשא-ומתן בין בעל השליטה לבין התאגיד.⁵³ לפי לשון החוק, כל שנדרש הוא שהעסקה תאושר על-ידי ועדת הביקורת. אין כל דרישה בחוק שוועדת הביקורת היא שתנהל את המגעים עם בעל השליטה או נציגיו. לכאורה, אין כל מניעה שתפקידה של ועדת הביקורת יוגבל לאישור תנאיה של עסקה אשר גובשו על-ידי בעל השליטה או אנשי הפנים בתאגיד (כגון המנכ"ל) שתלותם בבעל השליטה גדולה במיוחד. כפי שהסברנו לעיל, מצב-דברים זה אינו ראוי, שכן להליכי המשא-ומתן יש חשיבות מכרעת בכל הנוגע לטיב ההצעה אשר תונח בסופו של תהליך על שולחנם של מקבלי ההחלטות.

שנית, ספק אם הרכבה של ועדת הביקורת על-פי חוק החברות מספק הגנה נאותה לאינטרסים של החברה בעסקות בעלי-עניין. לכאורה, על-אף שתיקתו של חוק החברות באשר לגורם המופקד על ייצוג החברה בהליכי המשא-ומתן, ניתן לצפות כי ועדת הביקורת היא שתנהל את המשא-ומתן עם בעל השליטה. אולם חוק החברות מאפשר גם לדירקטורים המזוהים עם בעל השליטה להיות חברים בוועדת הביקורת. סעיף 115 לחוק החברות דורש

51 המבחן המכריע בהקשר זה הוא אם לדירקטורים יש זיקה לבעל השליטה אשר אינה מאפשרת להם לשקול את טובת התאגיד באופן עצמאי, והביטוי המשמש לתיאור דירקטור שאינו יכול למלא תפקיד זה הוא beholden. ראו: Beam ex. rel. Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. v. Stewart, 845 A.2d 1040, 1045 (Del. 2004).

52 ראו ס' 278(א) לחוק החברות, לעיל ה"ש 14.

53 בפרקטיקה הנוהגת בישראל אכן אין מוסכמה אחידה שלפיה המעורבים בניהול המשא-ומתן חייבים להיות צדדים בלתי-תלויים. כך, למשל, בת"א (מחוזי ת"א) 1931/01 שמעון שטרית נ' אריסון השקעות בע"מ, פס' 1 (טרם פורסם, 20.8.2002), מתאר בית-המשפט את מעורבותם במשא-ומתן למכירת חברה של שני נושאי-משרה שהיו באותה עת גם בצד הרוכש: "את המו"מ למכירת שיכון ובנוי ניהולו, בין השאר, ואין על כך מחלוקת, מנהלה מר עוזי ורדי"ור (המשיב 2) ויו"ר מועצת המנהלים שלה מר אפרים צדקה (משיב 3) שהיו למעשה, 'המוציאים והמביאים', בין ההסתדרות שביקשה למכור חלק מנכסיה בשל מצבה הכלכלי הקשה, לבין המשיבה 1 ועובדי החברה שגילו עניין ברכישה."

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

אומנם כי כל הדירקטורים החיצוניים יהיו חברים בוועדת הביקורת, אך אינו מגביל את חברותם בוועדה של דירקטורים התלויים בבעל השליטה.⁵⁴ באופן תיאורטי אין כל מניעה שיהיה רוב בוועדת הביקורת גם לדירקטורים שאינם חיצוניים.

משא-ומתן שנוטלים בו חלק מטעם התאגיד גם גורמים המזוהים עם בעל השליטה הוא הליך בעייתי. כשם שבהליך משא-ומתן בין צדדים בלתי-תלויים לא יעלה על הדעת שנציגיו של צד אחד ייטלו חלק במשא-ומתן מטעם הצד האחר, גם בהקשר של עסקות בעלי-עניין חשובה ההפרדה בין גורמים המזוהים עם בעל השליטה לבין הגורמים המייצגים את התאגיד במשא-ומתן, וזאת משתי סיבות מרכזיות: הטעם הראשון הוא מניעת לחץ ישיר או עקיף מטעם בעל השליטה על הגורמים האמורים לייצג את עניינו של התאגיד בלבד, או אף רצון עצמאי של גורמים תלויים אלה לרצות את בעל השליטה. נוכחותם בדיון של נציגים המזוהים עם בעל השליטה מגבירה את החשש – הקיים ממילא – שחברים בוועדת הביקורת יחששו מנקיטת עמדה תקיפה מדי נגד בעל השליטה. בתנאים אלה קשה לייצר דינמיקה יעילה של התמודדות עם עמדתו של בעל השליטה.

הטעם השני הוא חשיבות ההקפדה על אי-העברת מידע בין צדדים למשא-ומתן. מידע על-אודות צד מסוים, כגון אסטרטגיית המשא-ומתן שלו או מידת נכונותו לויתורים, יכול להקנות יתרון משמעותי לצד שכנגד. הניחו, לדוגמה, כי במסגרת בחינת עסקה לרכישת נכס מבעל השליטה, מבקשת ועדת הביקורת חוות-דעת של מומחה חיצוני בנוגע לאטרקטיביות של תנאי העסקה. במקרה זה אין ספק שהעברת המידע על-אודות חוות-הדעת לידי בעל השליטה או נציגיו תפגע באופן משמעותי ביכולתם של נציגי החברה לנהל משא-ומתן אפקטיבי עם בעל השליטה. לפיכך אין זה ראוי, לדעתנו, שדירקטורים מטעם בעל השליטה או דירקטורים שתלותם בבעל השליטה רבה ייצגו את התאגיד בהליכי המשא-ומתן על עסקה עם בעל השליטה.⁵⁵ זאת, גם אם דירקטורים אלה לא ייטלו מאוחר יותר חלק בדיון או בהצבעה על אישור העסקה, לאחר שפרטיה כבר נרקמו. ספרות ענפה מתחום הפסיכולוגיה הארגונית ומתחום הכלכלה ההתנהגותית (behavioral economics) מלמדת כי אין לצפות מהדירקטורים להתנהגות עצמאית לאחר שמוצגת לפניהם עסקה מגובשת.⁵⁶

54 ס' 115(ג) לחוק החברות, לעיל ה"ש 14, אוסר אומנם על בעל השליטה או קרובו להיות חברים בוועדת הביקורת, אך אינו מונע גורמים אחרים התלויים בבעל השליטה – למשל, מעצם מעמדם כעובדי החברה – מלהקן בוועדה.

55 ס' 278(א) לחוק החברות, לעיל ה"ש 14, קובע כי דירקטור שיש לו עניין אישי באישור עסקה המובאת לאישורם של ועדת הביקורת או הדירקטוריון לא יהיה נוכח בדיון ולא ישתתף בהצבעה בוועדת הביקורת ובדירקטוריון. סעיף זה מעלה שאלות אחדות. ראשית, הסעיף חל לכאורה רק על הדיון באישור העסקה וההצבעה עליה, דהיינו, מלשון הסעיף לא עולה מסקנה חד-משמעית לגבי תחולתו במקרה שבו ועדת דירקטורים עוסקת במשא-ומתן עם בעל השליטה או נציגיו, להבדיל מעצם אישורה של העסקה. שנית, לא ברור מה טיב הזיקה בין הדירקטור לבעל השליטה אשר תיחשב "עניין אישי" לצורך סעיף זה. מכל מקום, כלל זה אינו מוחלט. ס' 278(ב) לחוק החברות קובע כי גם דירקטור בעל עניין אישי יוכל להשתתף ולהצביע אם לרוב החברים בוועדת הביקורת יש עניין אישי באישור העסקה.

56 בין היתר ניתן לציין את נטייתם של אנשים לתואמנות (קונפורמיזם), את נטייתם לומר

לסיכום, מנגנוני האישור הקבועים בחוק אינם מספקים, כשלעצמם, מענה נאות לצורך להגן על החברה ועל המשקיעים מקרב המיעוט בעסקות בעלי-עניין. מסקנה זו תישאר בעינה גם אם יתוקן חוק החברות כך שבוועדת הביקורת יהיה רוב לדירקטורים שאינם תלויים בבעל השליטה או לדירקטורים חיצוניים.⁵⁷ לפיכך יש צורך במעורבות של בתי- המשפט על-מנת להניע את בעלי השליטה ונושאי-המשרה של התאגיד להפעיל מנגנונים אשר יבטיחו את ההגנה על המשקיעים בעסקות בעלי-עניין.

3. איכות המידע המובא לפני האספה הכללית

על-מנת שבעלי המניות יוכלו לקבל החלטה מושכלת, על נושאי-המשרה של התאגיד לספק להם את כל המידע המהותי הנוגע בהחלטה העומדת על הפרק. לבתי-המשפט יש תפקיד חשוב באכיפת עיקרון זה,⁵⁸ אשר דומה כי אף הפסיקה בישראל אימצה אותו לאחרונה.⁵⁹ כפי שנסביר בהמשך, הדרישה להעברת המידע צריכה לחול גם במישור של העברת המידע לדירקטורים העצמאיים המופקדים על ניהול המשא-ומתן עם בעל השליטה. בהקשר זה יש לציין כי תקנות ניירות-ערך קובעות חובות דיווח מפורטות לקראת כינוס אספה לאישור עסקה בין החברה לבין בעל השליטה בה.⁶⁰ סביר להניח כי תקנות אלה מכסות חלק ניכר מהמידע הנדרש לבעלי המניות לשם קבלת החלטה. עם זאת, היקף המידע וטיבו משתנים בהתאם לתנאי העסקה ולנסיבותיה. לפיכך לבתי-המשפט יש תפקיד חשוב במסגרת המאמץ להבטיח כי בעלי המניות יקבלו לידיהם את מלוא המידע הרלוונטי, גם אם גילוי של פריט מידע מסוים אינו נדרש מפורשות בתקנות ניירות-ערך.

כן ולא לסרב, את הנטייה לעגון על נתונים קיימים ואת הקושי לחרוג ממצב שהינו בגדר סטטוס-קוו. לעניין התואמנות ראו: STEVEN P. ROBBINS, ORGANIZATIONAL BEHAVIOR 257 — (Prentice Hall, 1998) 258; לעניין הנטייה הטבעית של אנשים להסכים ולא לסרב ("yea-saying") ראו: Arthur van Soest & Michael Hurd, *A Test for Anchoring and Yea-Saying* (Working paper, 2004), available at www.nber.org/papers/w10462; לעניין הטיית העגינה (anchorage bias) ראו: Scott Plous, *Thinking the Unthinkable: The Effects of Anchoring on Likelihood Estimates of Nuclear War*, 19 J. APP. SOC. PSYCH. 67 (1989); ולעניין ההטיה לטובת הסטטוס-קוו ראו: William F. Samuelson & Richard Zeckhauser, *Status Quo Bias in Decision Making*, 1 J. RISK & UNCERTAINTY 7 (1988).

57 ראו תזכיר חוק החברות (תיקון מס' 10), התשס"ח-2008.

58 ראו: Lawrence A. Hamermesh, *Calling Off the Lynch Mob: The Corporate Director's Fiduciary Disclosure Duty*, 49 VAND. L. REV. 1087 (1996).

59 ראו ע"א 741/01 קוט נ' עזבון ישעיהו איתן ז"ל, פ"ד נו(4) 171 (2003).

60 ראו תקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התשס"א-2001, ק"ת 430.

פרק ג: עקרונות מנחים לביקורת שיפוטית

הפרקים הקודמים הסבירו מדוע אין די בדרישות הקבועות בחוק החברות להבטיח הגנה נאותה על חברות ובעלי מניות המיעוט בכל הנוגע לעסקות בעלי-עניין. ניתוח זה הצביע על צורך עקרוני בביקורת שיפוטית שתכליתה להבטיח כי הדירקטוריון ימלא את חובתו כלפי החברה ויביא להצבעה באספה הכללית את העסקה הטובה ביותר שניתן להשיג בנסיבות העניין, תוך גילוי המידע הרלוונטי לבעלי המניות לצורך קבלת החלטה מושכלת. על רקע זה יתווה הפרק הנוכחי עקרונות מנחים באשר לביקורת השיפוטית של בתי-המשפט בישראל בנוגע לעסקות בעלי-עניין.

העקרונות שעליהם נצביע בפרק זה דומים – אך אינם זהים – לאלה שאומצו על-ידי הפסיקה בדלור. בדומה לגישה המקובלת בבתי-המשפט של דלור, אנו סבורים כי על בתי-המשפט לעודד חברות לאמץ מנגנונים נאותים לאישור עסקות בעלי-עניין באמצעות העברת נטלי ההוכחה באשר להגינות העסקה. העדר המומחיות העסקית של בתי-המשפט והעלויות הנכבדות הכרוכות בהליכים שיפוטיים לבחינה מהותית של הגינות עסקות תומכים במדיניות שיפוטית של הימנעות ככל האפשר מבחינה של תנאי עסקות לגופן. הדבר נכון במיוחד כאשר העסקה אושרה ברוב מקרב בעלי מניות המיעוט לאחר הליך משא-ומתן ראוי, וכאשר לרשותם של בעלי המניות וועדת המשא-ומתן של הדירקטוריון עמד מלוא המידע הנדרש לשם קבלת החלטה מושכלת.

נציין כי בתי-המשפט בישראל אימצו במידה מסוימת מדיניות זו של העברת נטלים במסגרת בחינת טענות בדבר קיפוח של בעלי מניות, וזאת בעיקר בסכסוכים הנוגעים בהקצאת מניות בחברה פרטית.⁶¹ יש אף התבטאויות בפסיקה שניתן להסיק מהן כי המבחן חל גם בהקשרים אחרים.⁶² רשימה זו קוראת להחלת עיקרון דומה גם בנוגע לעסקות בעלי-עניין בחברות ציבוריות.

61 ראו ע"א 667/76 גליקמן בע"מ נ' ברקאי חברה להשקעות בע"מ, פ"ד לב(2) 281, 287 (1978); ה"פ (מחוזי ת"א) 1225/05 אפק נ' חיי שרה בע"מ (טרם פורסם, 18.1.2007). ככלל, נטל ההוכחה מוטל על הצד המבקש לתקוף את חוקיות פעולתם של הדירקטורים. ראו ע"א 54/96 יוסי הולנדר נ' המימד החדש תוכנה בע"מ, פ"ד נב(5) 673, 703 (1998): "אין להטיל את הנטל על הדירקטורים להוכיח, כי פעלו מתוך שיקולים לגיטימיים, אלא רק באותם מקרים שבהם עולה חשד ממשי באשר למניעיהם של הדירקטורים בהחלטתם." על רקע זה קובעת אירית חביב-סגל כי מבחן ההגינות המוחלטת נקלט אל המשפט הישראלי. ראו אירית חביב-סגל דיני חברות 524-528 (התשס"ז).

62 ראו עניין בכר, לעיל ה"ש 23, בעמ' 248-249 (נטל ההוכחה בדבר העדר קיפוח עובר לנתבע כאשר התובע מצביע על קיומו של הסכם ניהול בין התאגיד לבין בעל השליטה); פש"ר (מחוזי ת"א) 261/97 אשכולי נ' ברקוביץ, פדאור 369 (6)04 (2004) (השופטת אלשיך קובעת 'בפס' 9 להחלטה), ביחס לעסקה של מכירת נכסים של חברה בקשיים לחברה אחרת של אותו בעל שליטה, כי "על בעל השליטה מוטל הנטל להוכיח את היות העסקה הגונה, ונושאת תמורה דומה לזו שהיתה מתקבלת, בסבירות גבוהה, במשא ומתן בין שני צדדים זרים".

הגישה שאנו מציעים שונה בהיבטים אחדים מזו הנוהגת בדלוור: ראשית, לפי המתווה המוצע, תנאי להעברת הנטל לתובעים יהיה שימוש בוועדה מיוחדת של הדירקטוריון לשם ניהול המשא-ומתן וגם אישור של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט;⁶³ שנית, לגישתנו, על בתי-המשפט בישראל להעניק משקל משמעותי גם לקיומו או להעדרו של מבחן השוק;⁶⁴ לבסוף, מטעמים שנפרט להלן, קשה להתוות במדויק את ההשלכות המעשיות של עמידה בכל ההליכים המוצעים. עם זאת, אנו סבורים כי ראוי שבתי-המשפט יעניקו לעסקות שעמדו בהליכים אלה הגנה מפני התערבות שיפוטית בהיקף משמעותי יותר מזה הנוהג בבתי-המשפט בדלוור. בכלים המשפטיים ליישום העקרונות המוצעים בפרק זה נעסוק בהרחבה בפרק הבא.

העניינים שנפרט להלן מהווים קווים מנחים בלבד לביקורת שיפוטית. אחד היתרונות של הטמעת הליכי אישור במסגרת ביקורת שיפוטית (להבדיל מעיגון הליכי אישור בחקיקה כופה) הוא שיקול-הדעת המוקנה לבית-המשפט. בית-המשפט יכול להתאים את העקרונות המוצעים להלן לנסיבות, לרבות מהות העסקה, השפעתה הצפויה על החברה ושיקולים דומים נוספים.

1. מבחן השוק

בהקשרים שאינם נוגעים דווקא בעלי-עניין, כגון עסקות מיזוג, מקובל להניח כי אינדיקציה חשובה להגיונותה של עסקה היא הכפפתה למבחן שוק, דהיינו, ניסיון אמיתי של התאגיד למצוא עסקות מתחרות, באמצעות מכרז או בכל דרך אחרת. עיקרון זה מקובל במסגרת הביקורת השיפוטית על עסקות רכישה בדלוור, ואף זכה בהכרה מסוימת בפסיקה בישראל.⁶⁵

עיקרון זה יפה גם לעסקות בעלי-עניין,⁶⁶ דהיינו, סביר להניח כי עסקה שנכרתה עם בעל השליטה לאחר תהליך שקוף שבו נעשה ניסיון אמיתי להשיג הצעות מתחרות והסתבר

63 רשימה זו לא תעסוק בשאלה המעניינת אם יש להבחין בין מצב שבו החברה מתנה מראש את אישור העסקה בתמיכה של רוב מקרב המיעוט באספה הכללית (majority of minority condition) לבין מצב שבו אישור של רוב מקרב המיעוט אינו מהווה תנאי מקדמי לאישור העסקה, אלא משמש את בעל השליטה כדיעבד לשם העברת הנטל.

64 כפי שיוסבר בהמשך, גם בתי-המשפט בדלוור מקנים נפקות לקיומו של מבחן השוק. הצעתנו היא להעניק למבחן זה מקום מרכזי יותר.

65 ראו ע"א 9491/04 שטרית נ' אריסון השקעות בע"מ, פס' 12 לפסק-דינו של השופט גרוניס (טרם פורסם, 23.8.2006): "חוות דעת אינה מהווה תחליף לקונה שמוכן לרכוש את הנכס המוצע למכירה. הערכת שווי אינה שוות ערך להצעת מחיר."

66 ראו: *In re Cysive, Inc. Shareholders Litigation*, 836 A.2d 531 (Del. Ch. 2003) (להלן: עניין *Cysive*). במקרה זה, העובדה שבעל השליטה אפשר לוועדה מיוחדת של הדירקטוריון לנסות להשיג הצעות מתחרות בעסקה של מיזוג מסוג *going private* שימשה ראייה מהותית להגיונותה של העסקה.

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

כי הצעתו של בעל השליטה היא הטובה ביותר – אכן מהווה עסקה הוגנת. עם זאת, לא תמיד ניתן ליישם עיקרון זה ביחס לעסקות עם בעל השליטה.

לעיתים קיים קושי אובייקטיבי המונע מהחברה את האפשרות להשיג הצעות מתחרות. קושי זה מתעורר בעיקר כאשר מדובר בעסקה שבה התאגיד רוכש שירות או נכס ייחודי אשר מצוי בידי בעל השליטה בלבד. לשם המחשה, הניחו כי מדובר בעסקה שבה בעל השליטה מציע לתאגיד שבשליטתו לרכוש את מניותיה של חברה פרטית שבבעלותו, בטענה שקיימת סינרגייה בין תחומי פעילותן של שתי החברות. בנסיבות אלה לא יהיה אפשר תמיד ליצור הליך משמעותי של בחינת הצעות מתחרות. מצבי הדברים שונה כאשר התאגיד מציע נכס מסוים למכירה או כאשר מדובר ברכישה של נכס או שירות שאינם ייחודיים.

קיימים גם מקרים שבהם העמדת העסקה למבחן שוק תחייב שינוי של ממש במהותה העסקית. לדוגמה, בעסקת מיזוג מסוג going private, בעל השליטה נדרש בדרך-כלל לקנות נתח קטן יחסית ממניות התאגיד שאינן מצויות עדיין בידיו.⁶⁷ צד שלישי, לעומת זאת, המעוניין להתחרות בבעל השליטה, יידרש לקנות כ-100% ממניות התאגיד. יתר על כן, יישומו של מבחן השוק בנסיבות אלה בעייתי, שכן אי-אפשר לכרות עסקה עם צד שלישי ללא שיתוף-פעולה של בעל השליטה. בדוגמת המיזוג שהבאנו, העסקה טעונה אישור של האספה הכללית, שבה בעל השליטה מחזיק ברוב זכויות ההצבעה. קושי זה עלול להתעורר גם בהקשרים דומים אחרים כאשר השלמת העסקה עם צד שלישי מחייבת את הסכמת בעל השליטה למכור את החזקותיו.⁶⁸

לבסוף, החשש של מציעים פוטנציאליים כי ההליך לבחינת הצעות מתחרות יהיה מוטת לטובת בעל השליטה עלול אף הוא להכשיל הפעלה אפקטיבית של מבחן השוק. במסגרת מבחן השוק, דירקטוריון החברה מנסה למעשה לקבל מצדדים שלישיים הצעות מתחרות לזו של בעל השליטה, על-מנת להכריע מהי ההצעה הטובה ביותר. אולם בעל השליטה נהנה מיתרונות מידע ברורים, ומעמדו עלול להשפיע על שיקול-דעתם של נציגי התאגיד. מעמדו הדומיננטי של בעל השליטה עלול אפוא להרתיע צדדים שלישיים מנטיילת חלק בתהליך או מלהציע הצעות המשקפות הערכה כנה של שווי העסקה.⁶⁹

עם מקצת הקשיים בהפעלתו של מבחן שוק ניתן להתמודד על-ידי ביקורת שיפוטית קפדנית. לדוגמה, בית-המשפט יכול לעודד בעלי שליטה להסכים להפעלת מבחן שוק אפקטיבי (לרבות התחייבות לא להטיל וטו על הצעות מתחרות אם נדרשת הצבעה באספה

67 הדרך להגשמת עסקה זו היא מיזוג משולש הופכי, שבמסגרתו בעל השליטה מקים חברה בבעלותו המלאה, המתמזגת עם החברה הציבורית שבה שלט, כך שלאחר המיזוג הוא נהפך לבעלים היחיד של החברה שהייתה ציבורית עד לרגע המיזוג. ראו אסף חמדני "מיזוג והצעת רכש מלאה לאור תיקון מס' 3 לחוק החברות" תאגידים ב(3) 110, 120 (2005); שרון חנס ועמרי ידלין "על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות" הפרקליט מז 104 (2004). דרך זו להפיכת חברה ציבורית לפרטית זכתה לאחרונה באישורו של בית-המשפט בארץ. ראו ה"פ (מחוזי ת"א) 786/07 נפתלי שני נ' מלם מערכות בע"מ (טרם פורסם, 21.10.2007).

68 ראו: *In re Digex, Inc. Shareholders Litigation*, 789 A.2d 1176 (Del. Ch. 2000).

69 מציעים פוטנציאליים נרתעים מלהשקיע משאבים לצורך הצעת הצעות לרכישת חברות כאשר קיים חשש שהצעתם תשמש את חברת-היעד אך ורק להשגת הצעות מתחרות.

הכללית) על-ידי קביעה כי הכפפת העסקה למבחן שוק אפקטיבי תהווה ראייה בעלת משקל מכריע כמעט במסגרת בחינתה של הגינות העסקה. כמו-כן, בית-המשפט יכול לבחון את ההליך שבו נוהל מבחן השוק על-ידי החברה, על-מנת לוודא כי לא הוענקו לבעל השליטה יתרונות על צדדים אחרים וכי ניתנה הזדמנות הוגנת לצדדים נוספים.⁷⁰ מכל מקום, אין בכוונתנו לטעון כי יש להחיל את מבחן השוק על כל עסקות בעלי-העניין באשר הן. הנקודה המרכזית שלנו היא שמקום שאכן עמדה העסקה במבחן שוק הוגן ואפקטיבי, על בית-המשפט לתת לכך משקל נכבד במסגרת שיקוליו אם להידרש לבחינת הגינותה של העסקה לגופו של עניין. מבחן השוק אינו מהווה תחליף למנגנוני האישור הנדרשים בחוק או למנגנונים שנדון בהם להלן, אבל לשיטתנו עליו להקנות עד-מאוד את הביקורת השיפוטית על העסקה.

2. הליך משא-ומתן המדמה משא-ומתן בין צדדים בלתי-תלויים

העובדה שבעל השליטה מצוי משני צידי העסקה מעמידה את הגורמים המופקדים על אישור העסקה מטעם התאגיד בפני ניגוד עניינים אינהרנטי. כאמור לעיל, דרך אפשרית אחת להתמודד עם החשש מפני השפעתו של ניגוד העניינים על תנאי העסקה היא הכפפת העסקה למבחן השוק. דרך אפשרית נוספת לרכך את השפעתו של ניגוד העניינים על תנאי העסקה היא יצירת הליך משא-ומתן אשר ידמה ככל האפשר עסקה בתנאי שוק, דהיינו, בין צדדים בלתי-תלויים (arms length).

בהינתן מעמדו הדומיננטי של בעל השליטה, כיצד ניתן ליצור הליך המדמה משא-ומתן בתנאי שוק? ככלל, יש להקים ועדה של הדירקטוריון שיוטל עליה לנהל משא-ומתן עם בעל השליטה או נציגיו במתכונת דומה לזו שבה היה מתנהל משא-ומתן עסקי בין צדדים בלתי-תלויים. יש להבטיח כי השפעתו של בעל השליטה על הגורמים המופקדים על ניהול המשא-ומתן מטעם התאגיד תהיה חלשה ככל האפשר, וכי תוקנה להם הסמכות לנהל משא-ומתן נאות עם בעל השליטה, תוך שימוש ביועצים חיצוניים בלתי-תלויים במקרה הצורך. להלן נעמוד על כמה היבטים הכרוכים בהקפדה של ועדת הדירקטוריון, בסמכויותיה ובהליך ניהולו של המשא-ומתן בעזרתה.

אי-תלות – כאמור לעיל, המנגנונים הקיימים בחוק החברות למינוי דירקטורים אינם מתגברים על התלות האינהרנטית של כל הדירקטורים, לרבות הדירקטורים החיצוניים, בבעל השליטה. עם זאת, יש להפקיד את ניהול המשא-ומתן בידי ועדה של דירקטורים שבה יכהנו רק דירקטורים ללא זיקה "עודפת" לבעל השליטה. הדירקטורים החיצוניים הם כמובן מועמדים טבעיים למלא תפקיד זה. כמו-כן, בהנחה שייושמו המלצותיה של ועדת גושן לכהונתם של דירקטורים עצמאיים בדירקטוריון ובוועדת הביקורת, גם הם יהיו

70 גם בהקשר זה יש חשיבות לניהול ההליך על-ידי ועדה המורכבת רק מדירקטורים שאינם נציגיו של בעל השליטה. כאשר נציגיו של בעל השליטה נוטלים חלק מטעם החברה בהליך להשגת הצעות מתחרות, צדדים שלישיים יחששו מזליגת מידע על-אודות הצעותיהם לבעל השליטה.

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

כשירים לכהן בוועדה המיוחדת שתנהל את המשא-ומתן.⁷¹ מכל מקום, גם דירקטור אשר אינו מהווה דירקטור חיצוני או עצמאי, אך מתברר כי הוא אינו תלוי בבעל השליטה, יכול למלא תפקיד זה. לעומת זאת, דירקטורים שהם קרובי-משפחה של בעל השליטה, עובדי החברה, עובדי תאגיד אחר בבעלותו של בעל השליטה או בעלי זיקה קרובה אחרת לבעל השליטה אינם מועמדים ראויים לתפקיד.

סמכויות – לוועדה המופקדת על ניהול המשא-ומתן צריך להיות כוח אפקטיבי להחליט נגד ביצוע העסקה (ובמקרה זה יש להבטיח שלא יחליפו את הוועדה בוועדה אחרת כל עוד לא השתנו הנסיבות) או להתנות את אישורה בתנאים. הדבר מחייב לא רק הענקת סמכות פורמלית לוועדה במסגרת ייפוי-הכוח המוענק לה על-ידי דירקטוריון החברה, אלא גם הליך עבודה נקי מכפייה או מאיומים של בעל השליטה.⁷²

ניהול משא-ומתן בפועל – על-מנת למנוע את החשש שתוקם ועדה למראית-עין בלבד, על בית-המשפט לבחון היטב אם התקיים הליך אמיתי של ניהול משא-ומתן בין נציגיו של בעל השליטה לבין הדירקטורים החברים בוועדה. בהקשר זה חשוב להדגיש כי הערכות שוויון (שמן הראוי לדרוש את קיומן ברוב המקרים) אינן מהוות תחליף למשא-ומתן. גם בהנחה שמעריך השוויון אינו קשור לבעל השליטה (ובכך נדון להלן), יש לזכור שהערכות שוויון נוטות לעיתים קרובות לנקוב את הגבול התחתון בלבד, ואינן משקפות בהכרח את המחיר שניתן להשיגו בניהול משא-ומתן.⁷³ לפיכך העובדה שתנאי העסקה עולים בקנה אחד עם הערכת שוויון כזו או אחרת אינה מהווה תחליף נאות לביקורת שיפוטית בדבר קיומו של הליך המשא-ומתן.

העדר נציגים של בעל השליטה – בהליך של משא-ומתן בין צדדים בלתי-תלויים לא יעלה על הדעת כי נציגיו של צד אחד ייטלו חלק במשא-ומתן מטעם הצד שכנגד. היגיון זה מחייב הפרדה דומה גם במסגרת הטיפול בעסקות בעלי-עניין. לפיכך חשוב להקפיד כי גורמים המזוהים עם בעל השליטה לא ייצגו את התאגיד במשא-ומתן, לא ייטלו חלק

71 ראו דוח גושן, לעיל ה"ש 8. ההבדל העיקרי בין דירקטורים חיצוניים לפי חוק החברות לבין דירקטורים עצמאיים הוא שהליך מינויים של דירקטורים חיצוניים מחייב גם תמיכה מינימלית של בעלי מניות המיעוט. ראו ס' 239(ב) לחוק החברות, לעיל ה"ש 14.

72 בעניין *Lynch*, לעיל ה"ש 12, למשל, נקבע כי איום של בעל השליטה לפנות למסלול של הצעת רכש במהלך משא-ומתן לעסקת מיזוג במטרה להפוך את החברה לפרטית מהווה כפייה. נציין כי חוק החברות מקנה לוועדת הביקורת סמכות למנוע את ביצוע העסקה. לפיכך, אם יוחלט להפקיד בידי ועדת הביקורת את ניהול המשא-ומתן, תהיה לוועדה זו סמכות סטוטורית לא לאשר את העסקה. עם זאת, יש עדיין חשיבות למנגנון אשר יבטיח כי הוועדה תפעיל שיקול-דעת עצמאי, ללא הפעלה ישירה או עקיפה של לחצים על-ידי בעל השליטה.

73 ראו: Arye Bebchuk & Marcel Kahan, *Fairness Opinions: How Fair are They and What Can Be Done About It?* 1989 DUKE L.J. 27 (1989); Steven M. Davidoff, *Fairness Opinions*, 55 AM. U. L. REV. 1557, 1562 (2006): "[the fairness opinion] will always be an inferior substitute for a market-based approach to determine the fairness of the consideration in a corporate control transaction"

בהתייעצויות שתכליתן לגבש טקטיקה למשא-ומתן, לא יהיו כמגע עם המומחים שמונו על-מנת לסייע לחברה ולא יעשו כל פעולה דומה אחרת.

מומחים ויועצים – ככלל, יש לאפשר לוועדה להשתמש במומחים וביועצים שאינם תלויים בבעל השליטה. בהקשר זה חשוב להדגיש כי הצורך בשימוש במומחים תלוי בנסיבות, ובכלל זה במהות העסקה ובהשפעתה הצפויה על התאגיד או על בעלי מניות המיעוט. לדוגמה, סביר להניח כי בעסקה מסוג going private יהיה צורך ביעוץ של מומחים פיננסיים, אשר ילוו את הוועדה המיוחדת במשא-ומתן על מחיר העסקה ויחוו את דעתם על-אודות הגינות המחיר. ייתכן אף שיהיה צורך ביעוץ משפטי עצמאי, על-מנת לנהל משא-ומתן עם בעל השליטה על התנאים של הסכם המיזוג. עם זאת, בעסקה בהיקף נמוך יחסית ספק אם יש הצדקה לעלויות הכרוכות בשימוש במגוון של יועצים חיצוניים. לפיכך נראה כי יש להשאיר את שאלת השימוש ביועצים חיצוניים לשיקול-דעתם של הדירקטורים, תוך בחינה בדיעבד על-ידי בתי-המשפט.⁷⁴

בהנחה שהדירקטורים מוצאים לנכון לשכור את שירותיהם של יועצים חיצוניים, כגון מעריכי שווי, מן הראוי שיועצים אלה יהיו בלתי-תלויים בבעל השליטה. לכל-הפחות יש להקנות לוועדה המיוחדת של הדירקטוריון את הסמכות להחליט בדבר שכירת שירותיהם של יועצים חיצוניים לפי שיקול-דעתה. ככל שהעסקה משמעותית יותר בעבור החברה כן נראה כי יש להקפיד יותר על העדר זיקה בין היועצים החיצוניים לבין בעל השליטה.⁷⁵ לשם המחשה, בעסקות משמעותיות במיוחד (ובכלל זה עסקות מסוג going private) ניתן לדרוש כי ועדת המשא-ומתן תפנה רק ליועצים שאינם מספקים שירותים לחברה או לבעל השליטה כעניין שבשגרה.

גילוי מלא – לבסוף, יש לדרוש שעובדי החברה הבכירים יספקו את כל המידע הרלוונטי לוועדת הדירקטוריון. דרישת העצמאות של חברי הוועדה מכתובה שדירקטורים שהינם עובדי החברה לא ייכללו בוועדת המשא-ומתן, ומכאן שאין להקל ראש בצורך של אותם דירקטורים עצמאיים – אשר אינם מעורבים בניהול השוטף של החברה – בקבלת כל מידע רלוונטי מהחברה. בפרט יש להקפיד על זכותו של הדירקטור לבקש כל מידע או מסמך רלוונטיים. בעניין *Emerging Communications*, לדוגמה, קבע בית-המשפט בדלוור כי העובדה שבעל השליטה לא העביר תחזיות כספיות לידי הוועדה המיוחדת בעסקת going private פגעה ביכולתה של ועדת הדירקטוריון לנהל משא-ומתן אפקטיבי מבחינתם של בעלי מניות המיעוט.⁷⁶

74 גם בהקשר של עסקות מיזוג הפסיקה אינה מחילה דרישה אוטומטית להערכת שווי, אלא מחייבת את הדירקטורים לשקול את הצורך בהערכת שווי. ראו: *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. S.Ct. 1985).

75 הפסיקה בדלוור בוחנת גם את מידת עצמאותם של היועצים המקצועיים של הוועדה המיוחדת. ראו: *In re Tele-Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 2005 WL (Del. Ch. (2005). בעניין זה נקבע כי בחירתה של הוועדה המיוחדת להשתמש בשירותיהם של היועצים המשפטיים והפיננסיים "הרגילים" של החברה מטילה בספק את עמידתה של העסקה במבחן ההגינות המוחלטת.

76 ראו: *In re Emerging Communications*, 2004 Del. Ch. LEXIS 70, 129.

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

עניין זה מעלה את השאלה אם בעל השליטה חייב לגלות מידע אשר יחשוף את ה-reservation value שלו (כלומר, את ערך-הסף שבו הוא מוכן להיכנס לעסקה). אין בכוננתו להכריע בשאלה במסגרת רשימה זו. נציין רק שלשיטתנו יש חובה לגלות לוועדת הדירקטוריון מידע מלא ככל שמקורו של המידע בתאגיד, גם אם האוחז במידע הוא בעל השליטה.

לבסוף, נציין כי ספק אם ועדה מיוחדת של הדירקטוריון יכולה, כשלעצמה, להוות מנגנון בקרה אפקטיבי. כאמור לעיל, גם דירקטורים ללא זיקה מיוחדת לבעל השליטה תלויים בהצבעתו לשם השגת המינוי לדירקטוריון. יתר על כן, בשוק קטן וריכוזי כמו ישראל, ספק אם דירקטור אשר יטפח מוניטין כמי שמנהל משא-ומתן קשות על עסקות בעלי-עניין יוזמן להצטרף לדירקטוריונים נוספים. סיבות אחרות שיכולות להניע גם דירקטורים בלתי-תלויים לתמוך בבעל השליטה נעוצות במעמדו החברתי והמקצועי של הדירקטור, בתחושות המחויבות והכרת-הטובה לבעל השליטה אשר הביא לידי מינויו, ובעבודה המשותפת עם בעל השליטה ועם נציגיו בדירקטוריון לאורך זמן.⁷⁷ גם הבקרה של בית-המשפט בדיעבד על קיומו של הליך משא-ומתן אינה מספקת, משום שניתן לקיים הליכים מעין אלה למראית-עין בלבד וללא תוכן ממשי. לפיכך אנו סבורים כי שימוש בוועדה מיוחדת הוא אומנם תנאי הכרחי להעברת הנטל להוכחת הגינות העסקה מעם בעל השליטה, אך לא תנאי מספיק, זאת, בניגוד לעמדת הפסיקה בדלור.

המנגנון של ועדת משא-ומתן אינו מהווה אומנם תרופת-פלא לניגוד העניינים האינהרנטי המאפיין עסקות בעלי-עניין, אולם הוא יכול להגביר את השקיפות בנוגע לתהליך קבלת ההחלטות ולשיקולים שהניעו את התאגיד לבצע את העסקה עם בעל השליטה, להקשות נסיבות של בעלי שליטה לדרוש תנאים לא-הוגנים, ולסנן בצורה טובה יותר את ההצעות שיובאו בסופו של דבר לאישורה של האספה הכללית. מסיבות אלה אנו מצדדים בשימוש בוועדת המשא-ומתן לאור העקרונות שהתוונו לעיל, וזאת לצד הליך ראוי של אישור העסקה על-ידי בעלי המניות מן המיעוט.

3. אישור רוב מקרב המיעוט על בסיס מידע מלא

נוסף על הדרישה לניהול משא-ומתן על-ידי ועדה מיוחדת של הדירקטוריון, יש לדרוש, לשיטתנו, כתנאי להעברת נטל ההוכחה אל התובעים, גם שהעסקה תאושר על-ידי רוב מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה (ואשר משתתפים בהצבעה). סעיף 275(א)(3) לחוק החברות מתנה כיום את אישורה של עסקה חריגה של חברה ציבורית אשר לבעל שליטה יש עניין אישי בה בתמיכה של שלישי לפחות מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה. לאחרונה המליצה ועדת גושן על שינוי כלל ההכרעה, תוך קביעה כי במניין קולות הרוב באספה ייכלל רוב מקרב בעלי המניות שאין

77 ראו: Lucian Bebchuk & Jesse Fried, Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation 203 (2004).

להם עניין אישי באישור העסקה.⁷⁸ זאת, כיוון שאישור ברוב מקרב בעלי מניות המיעוט הינו מבחן השוק האמיתי ליעילות העסקה.⁷⁹

אין בכוונתנו לקרוא ברשימה זו לשינויה בדרך של פסיקה של הוראת החוק הקיימת, אשר מתנה כיום את תקפותן של עסקות בעלי-עניין בתמיכה של שלישי "לא-נגוע" בלבד. עם זאת, אנו סבורים כי בית-משפט אשר ידרש לבחינת הגינותה של עסקה מסוג זה לא יוכל להתעלם, במסגרת שיקול-הדעת שלו, מן ההבדל המהותי בין אישור עסקה על-ידי רוב בעלי המניות ה"לא-נגועים" לבין אישורה על-ידי שלישי בלבד מביניהם.⁸⁰

שלטון הרוב בדיני החברות מושתת על ההנחה כי החלטה של רוב בעלי המניות משקפת את הערכת השוק לגבי כדאיות העסקה.⁸¹ כאשר הרוב מצוי בניגוד עניינים, אי-אפשר להסתמך על אופן ההצבעה שלו כאמת-מידה ליעילות העסקה. לפיכך הערכת השוק לגבי כדאיות העסקה תיקבע במצב כזה לפי עמדת הרוב מקרב בעלי מניות המיעוט.⁸² תמיכה של שלישי בלבד מקרב בעלי מניות המיעוט אינה מהווה אינדיקציה משכנעת דייה לכך שהעסקה כדאית לחברה, שכן היא מאפשרת גם עסקות שבעלי רוב זכויות ההצבעה שאין להם עניין אישי בעסקה בחרו להצביע נגדה.

ככלל, כאשר בעלי מניות המיעוט האוחזים ברוב זכויות ההצבעה שאינן נגועות בניגוד עניינים תומכים באישור העסקה, ובהנחה (הבלתי-מובנת מאליה) כי הונחה לפני האספה הכללית ההצעה הטובה ביותר שהיה אפשר להשיג בנסיבות העניין כשבצידה המידע הרלוונטי לשם קבלת החלטה מושכלת, קשה להצביע על יתרון משמעותי של הערכת בית-המשפט לגבי הגינות העסקה על הערכת השוק. לא כך הדבר כאשר רק שלישי מקרב בעלי מניות המיעוט תומך באישור העסקה, בעוד רובו מתנגד לה. כאשר בעל השליטה אינו מצליח להשיג תמיכה של רוב מקרב המיעוט לאישור העסקה, בית-המשפט אינו יכול לצאת מתוך הנחה כי מדובר בעסקה כדאית.⁸³

כאמור, אישור העסקה על-ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט מהווה אינדיקציה משמעותית בדבר הגינות העסקה. אולם, מן הטעמים שעליהם עמדנו לעיל, אין די באישור המיעוט בלבד, אלא נדרש כי לפני האספה הכללית תובא עסקה שתנאיה סוכמו לאחר הליך משא-ומתן המדמה משא-ומתן בתנאי שוק או שהעסקה תועמד למבחן השוק. נוסף על כך, במסגרת שיקול-הדעת בעניין העברת נטל ההוכחה, על בית-המשפט לבחון שני עניינים שלגביהם לא נרחיב ברשימה זו: ראשית, כפי שכבר ציינו, על הדירקטוריון

78 ראו דוח גושן, לעיל ה"ש 8, בעמ' 29.

79 ראו: Goshen, לעיל ה"ש 10.

80 כאמור לעיל, איננו עוסקים ברשימה זו בשאלה אם על החברה ו/או על בעל השליטה להתנות מראש את תקפות העסקה בתמיכה של רוב מקרב המיעוט.

81 ראו: Goshen, לעיל ה"ש 10, בעמ' 399: "[T]he voting mechanism is based on the assumption that the majority opinion expresses the 'group preference,' that is, the optimal choice for the group as a whole"

82 שם, בעמ' 402.

83 עם זאת, כאשר מדובר במיעוט קטן מאוד, קיים חשש לסחטנות. ברשימה זו אין בכוונתנו לדון במנגנונים המיטביים להתמודדות עם החשש מסחטנות של בעלי מניות המיעוט.

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

להביא לפני האספה הכללית את מלוא המידע הרלוונטי לאישור העסקה;⁸⁴ שנית, יש להקפיד כי לא תיעשה מניפולציה בהליך ההצבעה, ובפרט שבעלי מניות שיש להם עניין אישי באישור העסקה אכן לא יימנו בכלל הרוב ה"לא-נגוע".⁸⁵

4. ההשלכות הדיוניות: העברת נטל ההוכחה או כלל שיקול-הדעת העסקי?

הדיון עד עתה הצביע על שלושה מנגנונים עיקריים שביכולתם לרכז את החשש מפני השפעה של ניגוד העניינים שבעל השליטה מצוי בו על תנאי העסקה. במסגרת הביקורת השיפוטית, על בתי-המשפט לשיטתנו לעודד חברות ובעלי שליטה לעשות שימוש במנגנונים אלה, וזאת על-ידי העברת הנטל להוכיח את הגינות העסקה אל בעל השליטה ודירקטוריון החברה.

מבחינה מעשית, השאלה המרכזית היא מה יהיו ההשלכות הדיונית המדויקות של שימוש במנגנונים אלה כאשר יגיע הסכסוך לבית-המשפט. במילים אחרות, האם הכפפת העסקה למבחן השוק (בהנחה שמבחן זה רלוונטי), ניהול משא-ומתן עם בעל השליטה על-ידי ועדה בלתי-תלויה של הדירקטוריון ואישור העסקה ברוב מקרב המיעוט מבטיחים כי בית-המשפט יימנע מלבחון את תנאי העסקה לגופם?

בנוגע לעסקות שיש בהן ניגוד עניינים המערב את בעל השליטה,⁸⁶ שררה בדלור במשך שנים אחדות אי-בהירות באשר ליתרונות שיצמחו לבעל השליטה משימוש במנגנוני האישור המיוחדים. הפסיקה התלבטה בשאלה אם מנגנונים אלה יגרמו להחלת כלל שיקול-הדעת העסקי, אשר מחסן כוזב את רובן המובהק של העסקות מביקורת שיפוטית. בסופו של דבר קבע בית-המשפט העליון בדלור כי שימוש בוועדה מיוחדת של הדירקטוריון או אישור העסקה ברוב מקרב בעלי מניות המיעוט אינם מביאים לידי החלתו של כלל שיקול-הדעת העסקי, אלא רק לידי העברת הנטל להוכיח את הגינות העסקה אל התובעים.⁸⁷ המשמעות המעשית של החלת כלל שיקול-הדעת העסקי בדלור היא שבת-המשפט יבחנו את תנאי העסקה לגופם בנסיבות חריגות בלבד. לפיכך החלת כלל שיקול-הדעת העסקי מקנה יתרון דיוני ומהותי של ממש לנתבעים. לעומת זאת, קיימת אי-בהירות בדבר היתרונות הדיוניים לבעל השליטה במקרים שבהם מבחן ההגינות המלאה ממשיך לחול תוך העברת נטל ההוכחה בלבד אל התובעים. יש הטוענים כי העברת הנטל גרידא אינה מקנה

84 קביעת היקפו של המידע הרלוונטי עשויה להיות משימה מורכבת. ראו, לדוגמה, את התלכטותם של בתי-המשפט בדלור באשר לחובת הגילוי של המידע העומד ביסוד הערכות השווי שהוצגו לדירקטוריון במסגרת ההליך לאישור העסקה. ראו: *In re Netsmart Technologies, Inc.*, 924 A.2d 171 (Del. Ch. 2007).

85 ראו עניין ערד, לעיל ה"ש 17.

86 בעסקות שבהן יש עניין אישי לנושא-משרה בלבד, אישור העסקה על-ידי ועדה בלתי-תלויה של הדירקטוריון או ברוב של בעלי המניות ה"לא-נגועים" יביא לידי החלתו של כלל שיקול-הדעת העסקי. ראו: Del. Code Ann. tit. 8, § 144.

87 ראו: עניין *Lynch*, לעיל ה"ש 12.

יתרון דיוני של ממש לבעלי השליטה, אינה חוסכת בעלויות המשפטיות שלהם⁸⁸ ואינה מספקת להם תמריץ של ממש להשתמש במנגנוני האישור המיוחדים.⁸⁹ ההצדקה הרווחת להשארת מבחן ההגיונות המוחלטת על כנו היא ההכרה בייעילותם המוגבלת של מנגנונים כגון ועדה מיוחדת של הדירקטוריון או אישור של בעלי מניות המיעוט לנוכח מעמדו הדומיננטי של בעל השליטה.⁹⁰ אנו סבורים כי טיעון זה משכנע ביחס לוועדה המיוחדת של הדירקטוריון, אך ספק אם הוא חל במקרה שנוסף על אישור זה גם אישור של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט במסגרת האספה הכללית.⁹¹ כפי שהסברנו לעיל, בהינתן כוח ההצבעה של בעל השליטה והשפעתו על מינוי הדירקטורים, גם דירקטורים ללא זיקה מיוחדת לבעל השליטה תלויים באופן אינהרנטי בבעל השליטה. לפיכך יש טעם בעמדה שלפיה ניהול משא-ומתן על-ידי דירקטורים בלתי-תלויים אינו מחסן עסקה מפני ביקורת שיפוטית. לעומת זאת, חששות מסוג זה אינם קיימים בדרך-כלל ביחס למיעוט בעלי המניות המצביע במסגרת האספה הכללית. הטענה המקובלת נגד הענקת מעמד "מטהר" להצבעת המיעוט מתמקדת בחשש מפני כפיית ההחלטה על המיעוט על-ידי בעל השליטה, ובכלל זה הסכנה שהצבעת המיעוט תושפע מהחשש מפני נקמות של בעל השליטה. לעניות דעתנו, אין בחששות אלה – אשר בית-המשפט יכול

88 לדיון בהיבטים המעשיים של העברת הנטל ראו עניין Cysive, לעיל ה"ש 66, בעמ' 548–549. בעניין זה קבע השופט Strine, מבית-המשפט המתמחה בדיני חברות בדלור, כי המשמעות המעשית של העברת הנטל הינה דלה יחסית. היתרון הצומח לנתבע אינו גדול כאשר מלכתחילה מדובר בדרישת הוכחה בהתאם למאזן ההסתברויות, שכן הסיכוי שמשקל ראיותיהם של שני הצדדים יהיה זהה הינו נמוך. לעמדה נוגדת ראו: Faith Stevelman, *Going Private at the Intersection of the Market and the Law*, 62 Bus. Law. 775, 851–854 (2007).

89 טענה נוספת נגד ההלכה המעבירה את נטל ההוכחה היא שיש כאן עידוד שלילי של עורכי-דין להגיש תביעות ייצוגיות או נגזרות חסרות בסיס, כאשר שכר-הטרחן משולם להם בסופו של דבר על חשבון כלל בעלי המניות של התאגיד. ראו: *In Re Cox Communications, Inc.*, 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005).

90 ראו: Leo Strine, *The Inescapably Empirical Foundation of the Common Law of Corporations*, 27 DEL. J. CORP. L. 499, 512 (2001): "[w]hen an 800-pound gorilla wants the rest of the bananas, little chimpanzees, like independent directors and minority stockholders, cannot be expected to stand in the way, even if the gorilla putatively gives them veto power"

91 ראו: William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine, *Function over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 56 Bus. Law. 1287, 1307–1308 (2001): "In today's environment there is insufficient justification for giving less than full cleansing effect to a self-interested merger that is conditioned on approval of a majority of the minority stockholders" כי המחברים מציינים שהמעבר לכלל שיקול-הדעת העסקי ירוכך לנוכח העובדה שבחלק גדול מהמקרים בעלי מניות המיעוט זכאים לסעד ההערכה.

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

להתמודד עימם באופן נקודתי - כדי להצדיק קביעה גורפת שלפיה גם עסקות שזכו באישור של רוב מקרב המיעוט יהיו כפופות לביקורת שיפוטית כדבר שבשגרה. יתר על כן, בעוד לבית-המשפט יש תפקיד חשוב בבחינת תקינותם של ההליכים לאישורה של העסקה, קשה להצביע על יתרון יחסי שיש לו בבחינת הגינותם של תנאי העסקה על החלטת רוב מקרב בעלי מניות המיעוט, ובלבד שהיא התקבלה לאחר שהוצג לפני האספה מלוא המידע הרלוונטי. לכן, לגישתנו, יש לתת משקל נכבד מאוד לאישור של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט במסגרת האספה הכללית, בכפוף לכך שקדם לאישור האספה ניהול משא-ומתן על-ידי ועדת דירקטורים עצמאית בהתאם לעקרונות שהתוונו לעיל.

היתרונות הדיוניים של כלל שיקול הדעת העסקי בולטים במיוחד בעסקאות שמשמעותן אינה גורלית לבעלי המניות, להבדיל מעסקות מסוג going private, שבהן המיעוט נדרש לוותר על החזקותיו בחברה.⁹² בעסקות אחרונות אלה, שבהן יש מורכבות מיוחדת הן בשל הוראות החוק המיוחדות החלות לגביהן והן בשל הדרכים השונות העומדות לפני בעל השליטה להגשמת העסקה, אנו דנים בהרחבה ברשימה נפרדת.⁹³

אנו סבורים גם שאי-אפשר בשלב זה - ואולי אף לא רצוי - "לייבא" במלואן דוקטרינות שיפוטיות מדלוור, במיוחד לנוכח העדר מסורת שיפוטית בישראל של בחינת עסקות בבתי-המשפט. לדוגמה, בישראל טרם הוחל כלל שיקול-הדעת העסקי במתכונתו המקובלת בארצות-הברית, על השלכותיו הדיוניות שם. על רקע זה, אפילו לקביעה פוזיטיבית כי יש להחיל את כלל שיקול-הדעת העסקי על עסקות שזכו באישור הולם לא תהיה משמעות של ממש. לכן, בשלב זה של התפתחות הפסיקה הישראלית, אנו ממליצים להתוות את העקרונות המנחים בלבד, ולהשאיר לבתי-המשפט את שיקול-הדעת לקבוע את המתכונת המדויקת של תרגום עקרונות אלה לכללים דיוניים.

אם נסכם אפוא את עמדתנו, ככל שהאישור מתקבל בדרג נטול פניות ולאחר קבלת מידע מלא והליך משא-ומתן ראוי, בתי-המשפט צריכים לנטות לכבד את העסקה. מאידך גיסא, בתי-המשפט צריכים לשמור לעצמם את יכולת ההתערבות גם בעסקה אשר עונה מבחינה פרוצדורלית על כל דרישות החוק והפסיקה, במיוחד כאשר יש בה סימנים מחשידים.

92 לטענה שלפיה יש להבחין בין עסקות של going private לבין עסקות אחרות ראו: Steven M. Haas, *Towards a Controlling Shareholder Safe Harbor*, 90 VA. L. REV. 2445 (2004).

93 ראו אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" משפט ועסקים ח 401 (2008).

פרק ד: המודל המוצע והתשתית המשפטית

הדיון עד עתה עמד על העקרונות המנחים לביקורת שיפוטית של עסקות בעלי-עניין. פרק זה יסכם את עקרונות הגישה המוצעת וידון בשאלת המסגרת המשפטית הנאותה לביקורת בתי-המשפט בהתאם לעקרונות שהותוו לעיל.

בפתח הדברים נבקש להדגיש כי לבחירת הדוקטרינה אין חשיבות אינהרנטית כל עוד יפעילו בתי-המשפט בסופו של דבר את העקרונות שתוארו בהרחבה בחלק הקודם. דיוגנו בפרק זה יתמקד לפיכך בעיקר במידת התאמתן של הדוקטרינות השונות – על רקע מעמדם בחוק ובפסיקה בישראל – לשמש מכשיר לביקורת שיפוטית על עסקות בניגוד עניינים של חברות ציבוריות. כפי שנסביר בפרק זה, אנו סבורים כי האפיק המשפטי הראוי לביקורת שיפוטית הוא חובות הנאמנות של נושאי-המשרה וחובת ההגינות של בעל השליטה, וזאת במקרה הרגיל במסגרת הליך של תביעה נגזרת.

1. עיקרי המודל המוצע

בטרם נדון במסגרת המשפטית להחלת עקרונות הביקורת השיפוטית בדין הישראלי, נבקש לסכם את עיקריה של הגישה המוצעת ברשימה זו. נדגיש כי רשימה זו עוסקת בביקורת שיפוטית על עסקות שלגביהן אין ספק בדבר ניגוד העניינים שבעל השליטה מצוי בו. ככלל, נטל השכנוע בדבר הגינות העסקה יחול על דירקטוריון החברה ובעל השליטה. אולם הנטל יועבר אל הטוענים נגד תקפות העסקה אם העסקה אושרה על-ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט על-סמך מלוא המידע הרלוונטי ובהליך הוגן.

במקרה שבו הופעל מבחן השוק, נעשה שימוש בוועדה מיוחדת כמתואר לעיל לצורך ניהול המשא-ומתן והתקבל אישור האספה הכללית ברוב מקרב בעלי מניות המיעוט – על בתי-המשפט להימנע ככלל מלהתערב, אלא אם כן מדובר במקרה של תרמית או עיוות אחר הניכר לעין.

במקרה שבו לא היה אפשר לעשות שימוש במבחן שוק, אך נעשה שימוש נאות בוועדה מיוחדת והעסקה אושרה ברוב מקרב המיעוט על-סמך מלוא המידע הרלוונטי – יעבור הנטל אל התובעים. התובעים יצטרכו להצביע על טעמים כבדי-משקל המצדיקים בחינה מהותית של תנאי העסקה, ובכלל זה, במקרה הרגיל, גם הגשת חוות-דעת מומחה מטעמם לשם הכרעה בדבר הגינות העסקה. ככלל, על בית-המשפט לסרב לבחון את תנאי העסקה אלא אם כן התובע מציג סיבות של ממש לעשות כן, כגון הצבעה על תנאים יוצאי-דופן של העסקה או על אלמנטים יוצאי-דופן בדרך שבה העריכה החברה את שווי העסקה.

על בית-המשפט להתחשב גם במהותה של העסקה ובהיקפה. עצם ההעברה של נטל השכנוע אינה תלויה בהיקף העסקה ובמהותה, אולם בבדיקת השאלה אם התובע עמד בנטל המוטל עליו, על בית-המשפט לגלות גישה ליברלית יותר בכל הנוגע לפתיחה בהליך של בירור הגינותה של העסקה כאשר מדובר בעסקות בהיקף חריג או בעסקות שניגוד העניינים

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

בהן חריף במיוחד (ובמיוחד בעסקות going private). במידת הצורך בית המשפט יכול למנות מומחה מטעמו, כפי שהוא רשאי לעשות בכל עניין אחר שכרוכה בו מומחיות.⁹⁴ לבתי המשפט נכונה עוד מלאכה רבה בעיצוב המסגרת הדיונית הראויה לביקורת שיפוטית על עסקות בניגוד עניינים. כך, לדוגמה, בהנחה שתקיפת העסקה תהיה בהליך של תביעה נגזרת, עולה השאלה אם ראוי לבחון את תקינות ההליך – קרי, את אופן ניהולו של מבחן השוק, את מהלך עבודתה של הוועדה המיוחדת ואת היקף המידע שעמד לפני האספה הכללית – בשלב הבקשה לאישור התביעה כתביעה נגזרת או רק לאחר-מכן. לדוגמה, ייתכן שהמסלול הדיוני המתאים הוא ניהול הליך מוקדם עוד בשלב אישור הבקשה עם צו לגילוי מסמכים הנוגע בהליכי האישור בלבד. מכל מקום, אנו מניחים כי בתי המשפט ימצאו את המסגרות הדיוניות המתאימות להוצאתם של עקרונות אלה אל הפועל.

2. חובותיהם של נושאי-משרה

חוק החברות דורש את אישורם של ועדת הביקורת והדירקטוריון לעסקות חריגות עם בעל השליטה. לפיכך אפיק מרכזי לתקיפת עסקה מסוג זה הוא הטענה כי הדירקטורים אישרו את העסקה תוך הפרת חובותיהם כלפי התאגיד.⁹⁵ בהקשר זה עולה השאלה אם אי-ניהול משא-ומתן נאות מהווה הפרה של חובת האמונים או חובת הזהירות של הדירקטורים. ההבחנה בין חובת הזהירות לחובת האמונים אינה חשובה אולי כאשר התובע מבקש לקבל סעד של צו מניעה או ביטול העסקה (בהנחה ששאר התנאים הקבועים בחוק מתקיימים),⁹⁶ אולם היא מקבלת חשיבות כאשר התובע מבקש פיצוי בדיעבד על עסקה פוגענית (לרבות במקרה שבו בית המשפט קובע כי בנסיבות הקיימות אין לחברה אפשרות לבטל את העסקה). אם לדירקטורים יש מנגנוני הגנה מפני אחריות – פטור, ביטוח או שיפוי – יהיה קשה יותר

94 רשימה זו אינה דנה בעקרונות הראויים לחישוב "שווי הוגן" במסגרת עסקת going private ככלל ובהקשר של סעד ההערכה בפרט. לדיון נרחב יותר בסוגיות שונות המתעוררות בדיון הישראלי בנוגע לעסקות להפיכת חברה ציבורית לחברה פרטית, ראו שם.

95 עקרון יסודי בדיני התאגידים הוא שלדירקטור יש חובת נאמנות כלפי החברה, ולא כלפי בעל המניות שמינה אותו. ראו בש"א (הגבלים עסקיים) 916/03 הממונה על ההגבלים העסקיים נ' בראון פישמן תקשורת בע"מ, פס' 19 לפסק-הדין (טרם פורסם, 13.1.2004): "חובת האמונים של הדירקטור מופנית כלפי החברה, ולא כלפי בעל המניות אשר מטעמו מונה הדירקטור."

96 ס' 280 לחוק החברות, לעיל ה"ש 14 קובע כי לעסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל שליטה בה לא יהיה תוקף כלפי החברה וכלפי בעל השליטה אם העסקה לא אושרה בהתאם להוראות הפרק השמיני, לרבות אם נפל בהליך האישור פגם מהותי. לגישתנו, יש להחיל סעיף זה גם לגבי עסקה שאינה עומדת במבחן "טובת החברה" לפי ס' 270 לחוק החברות. פרשנות זו עלולה להיות בעייתית יותר בנוגע לס' 281 לחוק החברות, העוסק ביכולתה של החברה לבטל עסקה עם אדם אחר. זאת, מכיוון שסעיף זה אינו מאפשר לכאורה לחברה לבטל עסקה כאמור אם נפלו פגמים בהליך האישור. אם ס' 281 לחוק החברות אינו חל, אזי לחברה יש לכאורה זכות לבטל את העסקה רק אם ייקבע שנושאי-המשרה הפרו את חובת האמון, וזאת מכוח ס' 256(ג) לחוק החברות.

לחייב אותם בפיצוי בגין הפרת חובת הזהירות.⁹⁷ לעומת זאת, אם ייקבע שמדובר בהפרת חובת האמונים, לא תהיה תחולה לסעיפי הפטור, הביטוח והשיפוי.⁹⁸ לשיטתנו, אם קבע בית-המשפט כי העסקה אינה לטובת החברה (בתום הליך שהתבסס על עקרונות-היסוד שהצענו ברשימה זו), אזי יש לבחון את התנהגותו של כל דירקטור בהתאם לנסיבות העניין, על-מנת לקבוע אם ניתן להטיל עליו אחריות אישית בגין הפרת חובת האמונים או הפרת חובת הזהירות. לדוגמה, דירקטור שהיה מעורב בהליכי המשא-ומתן אף שהוא נגוע בניגוד עניינים, ובכך תרם לאישור עסקה פגומה, ייחשב כמי שהפר את חובת האמון, במיוחד אם הוא נמנע מלדווח על ניגוד העניינים שלו או יצר את הרושם שהוא בלתי-תלוי וכשיר לכהן בוועדה לניהול המשא-ומתן עם בעל השליטה, אשר הוגדרה ועדה בלתי-תלויה.⁹⁹ לעומת זאת, דירקטור אשר אין לו כל עניין אישי באישור העסקה, אך התרשל בכך שלא ניהל משא-ומתן אפקטיבי כנדרש או אישר את העסקה מבלי שהפעיל שיקול-דעת ראוי כמתחייב מהנסיבות, הפר ככל כנראה רק את חובת הזהירות המוטלת עליו, על כל המשתמע מכך.¹⁰⁰

3. חובותיהם של בעלי שליטה

לצד חבות אפשרית של הדירקטורים עולה גם שאלת חבותו של בעל השליטה בגין עסקה בניגוד עניינים שלא זכתה באישור כדון, לרבות עסקה אשר זכתה באישור הפורמלי הנדרש בחוק אך כשלה במבחן המהותי בבית-המשפט. המסגרת הנורמטיבית בדלור לבחינת עסקות בעלי-עניין היא חובת האמונים של בעל השליטה, וזאת לנוכח ניגוד העניינים בינו לבין התאגיד באישור העסקה.¹⁰¹ בישראל, סעיף 193 לחוק החברות מטיל על בעל השליטה (וכן על כל בעל מניות אחר היודע כי אופן הצבעתו יכריע בעניין החלטת האספה) חובת הגינות.

97 ס' 263(2) לחוק החברות לעיל ה"ש 14, קובע כי לא יהיה תוקף להוראת פטור, ביטוח או שיפוי ביחס להפרת חובת זהירות שנעשתה בכוונה או בפזיזות. כעיקרון, הסדרי הפטור או הביטוח מבטיחים לדירקטור הגנה מפני חבות בגין הפרת חובת הזהירות, ומנגנון השיפוי יכול לסייע לו בכיסוי הוצאותיו המשפטיות במקרה שמתנהל נגדו הליך בגין הפרת חובת הזהירות.

98 כחריג, ס' 261(2) לחוק החברות, שם, מאפשר לרכוש ביטוח אחריות לנושא-משרה גם בגין הפרת חובת אמונים, ובלבד שנושא-המשרה פעל בתום-לב והיה לו יסוד סביר להניח שהפעולה לא תפגע בטובת החברה.

99 לדרישות חוק החברות באשר להשתתפות בדיונים של דירקטורים בעלי "עניין אישי" באישור העסקה, ראו ס' 278 לחוק, שם.

100 במילים אחרות, אנו סבורים כי ההטיה המבנית הנובעת מן העובדה שהדירקטורים תלויים בבעל השליטה לשם מינויים לדירקטוריון אינה הופכת כל כשל של הדירקטורים בנוגע לאישורן של עסקות בעלי-עניין להפרה של חובת האמון.

101 ראו: MELVIN ARON EISENBERG, CORPORATIONS AND OTHER BUSINESS ASSOCIATIONS 706–707 (8th ed. 2000): "it is easier for the plaintiff and the courts to focus on the liability of the controlling shareholder, who does have a traditional conflict, than on the directors... who have only positional conflicts"

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

גבולותיה של חובת ההגינות אינם ברורים,¹⁰² אולם מוצאה מפסיקה של בית-המשפט העליון אשר הבהירה כי גם בעל השליטה של החברה הוא נאמן של החברה בהקשרים מסוימים, ומתוקף כך חב כלפיה חובת אמון.¹⁰³ בתי-המשפט הבהירו כי חובת ההגינות נופלת בהיקפה מן החובה המוטלת על נושאי-המשרה של החברה.¹⁰⁴ ניתן לכן לומר כי חובת ההגינות הינה "חובת אמון מוחלטת",¹⁰⁵ וכי קיימים ספקות באשר להיבטים המעשיים הנובעים מהפחתת עוצמת החיוב כלפי החברה.

אולם בשים לב ליתרון הלא-מבוטל שיש לבעל השליטה כאשר הוא מתקשר עם התאגיד, אנו סבורים כי יש להטיל חבות על בעל השליטה בגין עסקה בניגוד עניינים שלא עמדה בביקורת שיפוטית. למעשה, בעל השליטה הוא המועמד הטבעי ביותר לשאת בחבות זו, ויש לראות בבעל שליטה אשר מעודד את החברה לקיים עימו עסקה בניגוד עניינים כמי שנטל על עצמו את סיכון הנשיאה בחבות זו. ההתמקדות באחריות הדירקטורים בלבד מתעלמת ממעמדו של בעל השליטה ומהשפעתו על מוסדות החברה. אין זה סביר שהאחריות על עסקה שאינה לטובת החברה תוטל אך ורק על הדירקטורים, ולא על בעל השליטה, שהוא במקרים רבים הרוח החיה בעסקות מסוג זה והנהנה הראשי מהן.¹⁰⁶

יש לשים לב כי החוק אינו כולל אמירה מפורשת המקנה לחברה זכות לבטל עסקה עם צד שלישי רק בגין הפרה של חובת ההגינות של בעל השליטה, אך במצב כזה, אם נגרם לחברה נזק, אפשר לתבוע פיצויים מבעל השליטה לפי סעיף 193(ב), הקובע כי דינה של הפרת חובת ההגינות כדין הפרת חוזה.

102 לדיון כללי ראו יוסף גרוס "מגמות בחובות של בעלי שליטה בחברה" משפט ועסקים א 271 (תשס"ד); ציפורה כהן בעלי מניות בחברה: זכויות תביעה ותרופות כרך א 315-355 (מהדורה שנייה, התשס"ו); אוריאל פרוקצ'יה דיני חברות חדשים לישראל 354-355 (התשנ"ד).

103 ע"א 817/79 קוסי נ' בנק פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח(3) 253, 258-266, 277-289 (1984).

104 ראו ע"א 345/03 שמש נ' רייכרט, פס' 15 לפסק-דינה של השופטת ביניש (טרם פורסם, 7.6.2007): "חובותיו של בעל השליטה הן חלשות יותר מאלו החלות על הדירקטור ועל נושא המשרה." ראו גם כהן, לעיל ה"ש 102, בעמ' 316: "כינוי החובה בשם 'חובת הגינות'... נועד להבליט, כי החובה המוטלת על בעלי מניות השליטה נופלת בדרגתה מזו שמוטלת על נושאי משרה בחברה."

105 ראו גרוס, לעיל ה"ש 102, בעמ' 284.

106 הדיון ברשימה זו נועד להביע את עמדתנו העקרונית בדבר הצורך בהכנסת בעל השליטה אל מעגל האחריות במקרה של עסקות בעלי-עניין. הוצאתה של מדיניות זו אל הפועל כרוכה כמובן בשאלות לא-פשוטות. לשם המחשה, נציין שתי שאלות מסוג זה. ראשית, האם יש מקום להטיל אחריות על בעל השליטה גם אם אין מדובר בעסקה חריגה עם בעל השליטה, אלא בעסקה שבה יש לבעל השליטה עניין אישי בלבד? ככל שהפרשנות הניתנת ל"עניין אישי" בהקשר זה רחבה יותר, עלול להתעורר קושי בהטלת אחריות על בעל השליטה. שנית, האם יש מקום להטיל אחריות על בעל מניות העומד בראש פירמידת שליטה בגין עסקות המתבצעות בין תאגידים המשתייכים לקבוצה עסקית זו? אנו משאירים את הדיון בסוגיות אלה למקום אחר.

4. קיפוח

האם ניתן להפעיל את המבחן המוצע ברשימה זו במסגרת עילת הקיפוח? עילת הקיפוח של בעלי מניות הינה עילה גמישה, המקנה לכית המשפט שיקול-דעת רחב להעניק סעד לשם הסרת הקיפוח. לכאורה, דווקא גמישותה של עילה זו מכבידה את השימוש בה כאשר מדובר בחברות ציבוריות, שלגביהן הוודאות חשובה במיוחד. על-אף האמור לעיל, איננו רואים מניעה עקרונית לשימוש בעילת הקיפוח גם ביחס לחברות אלה, כל עוד בתי-המשפט יפעילו אותה באופן עקבי, שיטתי ובהתאם לעקרונות שעליהם עמדנו בהרחבה בפרק הקודם.

אולם במישור הדין הנוהג נראה כי בתי-המשפט בישראל סתמו את הגולל על האפשרות המעשית להסתמך על עילת הקיפוח על-מנת לתקוף עסקות בעלי-עניין בחברות ציבוריות. בשורה של החלטות מן השנים האחרונות נקבע כי עילת הקיפוח אינה המסגרת המתאימה לבידול תביעות של בעלי מניות בנוגע לעסקות של החברה שבהן היה לבעל השליטה עניין אישי.¹⁰⁷ לכאורה, פסיקה זו משאירה בידי בעלי מניות מקרב הציבור את האפשרות לתבוע בגין קיפוח רק מקום שבעל השליטה מבקש לפגוע בזכויותיהם באופן ישיר – למשל, על-ידי הקצאת מניות הפוגעת בזכויות ההצבעה שלהם.¹⁰⁸ אולם ברובן המכריע של עסקות בעלי-העניין אי-אפשר ככל הנראה להסתמך כיום על עילת הקיפוח.

בשולי הדברים נציין כי בתי-המשפט נקטו גישה שונה באשר לתחולתה של עילת הקיפוח בחברות פרטיות. בעניין בכר, למשל, קיבל בית-המשפט העליון טענת קיפוח שהועלתה על-ידי בעל מניות בחברה פרטית בגין עסקה של החברה הפרטית עם בעלת השליטה בה.¹⁰⁹ חוק החברות אינו כולל מנגנוני אישור מיוחדים לעסקות של חברות פרטיות שבהן בעל השליטה נתון בניגוד עניינים. ייתכן שגמישותו של מסלול הקיפוח תעלה בקנה אחד עם גישתו זו של המחוקק לגבי חברות פרטיות. בהנחה שעילת הקיפוח חלה באופן עקרוני על מגזר זה של חברות בהקשר של עסקות בניגוד עניינים, השאלה היא כיצד יפעיל בית-המשפט את שיקול-דעתו בנוגע לחברות פרטיות. לגישתנו, ספק אם העקרונות המנחים לביקורת שיפוטית שהתוונו לעיל יפים לכל החברות הפרטיות באשר הן. לדוגמה,

107 ראו ע"א 3051/98 דרין נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פ"ד נט(1) 673, 698 (2004). הנשיא ברק קובע כי תקיפת פעולה עסקית בנכסי החברה צריכה להתברר במסגרת תביעה של החברה עצמה (לרבות תביעה נגזרת), ולא במסגרת עילת הקיפוח. ראו גם ת"א (מחוזי ת"א) 2509/05 קליאוט ישראל נ' חברת הלוואה וחסכון בע"מ, פדאור 07(35) 864 (2007).

108 כאשר מדובר בהקצאת מניות בערך נמוך משוויין הכלכלי, עילת התביעה תוקנה ככל הנראה לחברה. ראו: Tooley v. Donaldson, 845 A.2d 1031 (Del. 2004). אולם לבעלי המניות יש לכאורה זכות תביעה אישית כאשר הפגיעה בהם נוגעת בזכויות ההצבעה. שאלה מעניינת היא אם עילת הקיפוח תהווה מסגרת נאותה לליבון טענות בדבר פגיעה אפשרית בבעלי מניות המיעוט במסגרת מיזוג מסוג going private, שכן מיזוג זה כופה גם על בעלי המניות המתנגדים לעסקה להיפרד ממניותיהם. אנו דנים בשאלה זו בהרחבה במקום אחר. ראו חמדני וחנס, לעיל ה"ש 93.

109 ראו עניין בכר, לעיל ה"ש 23.

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

סביר להניח שרק לעיתים נדירות יימצאו בחברות פרטיות דירקטורים עצמאיים. כמו־כן, בחברות פרטיות יש פיזור נמוך יותר של ההחזקות במניות, ולכן קיים חשש כבד יותר שדרישה לאישור העסקה על־ידי רוב מקרב המיעוט תביא לידי סחטנות. לפיכך נראה כי יש להקנות לבתי־המשפט גמישות ושיקול־דעת רחבים יותר לגבי חברות פרטיות מאשר לגבי חברות ציבוריות.

5. תביעה ישירה או תביעה נגזרת

גם בהנחה שאישור בהליך לא־תקין (שהניב עסקה לא־הוגנת) מהווה הפרה של חובות נאמנות והגינות, נותרת עדיין השאלה אם ההפרה יוצרת זכות תביעה ישירה של בעלי המניות (שניתן לקבצה כתביעה ייצוגית) או זכות תביעה של החברה, הניתנת למימוש במקרה הרגיל כתביעה נגזרת. התשובה לשאלה זו קלה לכאורה. חובות הנאמנות של הדירקטורים וחובת ההגינות של בעל השליטה, הנוכרות בחוק החברות, מכוונות לחברה.¹¹⁰ יתר על כן, הפסיקה הבהירה היטב כי הדרך הרגילה לממש זכויות אלה בהקשר של עסקות בניגוד עניינים היא דרך תביעה של החברה, לרבות תביעה נגזרת.¹¹¹

תשובה זו הינה תשובה מספקת כל עוד החברה ממשיכה להתקיים וגם המיעוט ממשיך להיות חבר בה. אולם קיימים מקרים שבהם משמעותה של עסקה בניגוד עניינים היא הדרה חלקית או מלאה של רגלי המיעוט מהחברה. המקרה הבולט הוא עסקת going private, שבה החברה מתמוזגת עם חברה אחרת שבבעלותו של בעל השליטה, ובמסגרתה המיעוט מקבל תמורה למניותיו בחברה ואינו ממשיך ליטול בה חלק.¹¹² במקרה מעין זה אין מנוס, לשיטתנו, ממתן אפשרות למיעוט לתבוע בתביעה ישירה, וזאת ממגוון סיבות, אשר המהותית מביניהן היא שלמיעוט לא תצמח כל תועלת מפיצוי שיועבר לחברה שבה אין הוא נוטל עוד חלק. בשל מורכבותה של סוגיה זו והצורך לפתח דין מיוחד בעבורה, אנו דנים בה ברשימה נפרדת העוסקת במיוחד בעסקות מסוג זה.¹¹³ נאמר רק שבפסיקה בישראל כבר נקבע תקדים ליצירת חובת אמון ישירה של הדירקטורים כלפי בעלי המניות, אולם שם דובר בחריג מצומצם שהופעל על חברה פרטית.¹¹⁴

בהנחה שתקיפת העסקה תיעשה בהליך של תביעה נגזרת, עולה, בין היתר, גם השאלה מהו השלב הדיוני שבו ניתן להורות על גילוי מסמכים על־מנת לאפשר לצדדים לבחון את תקינות ההליך. מחד גיסא ניתן לנקוט מדיניות שיפוטית אשר תחסום בפני תובעים פוטנציאליים את האפשרות לקבל מידע כל עוד לא אושרה התביעה כנגזרת, תוך דרישת ראיות לכאורה כתנאי לאישור התביעה כנגזרת, מאידך גיסא, לא תעלה בקנה אחד עם

110 ראו ס' 193, 252 ו־254 לחוק החברות, לעיל ה"ש 14.

111 ראו עניין דרין, לעיל ה"ש 107; ע"א 9014/03 גרינפלד נ' לטר (טרם פורסם, 14.12.2006).

112 סוגיה דומה יכולה להתעורר כאשר פעולות במישור ההון של החברה, כגון הנפקת זכויות, מביאות לידי דילול זכויות ההצבעה של המיעוט.

113 ראו חמדני וחנס, לעיל ה"ש 93.

114 ראו עניין קוט, לעיל ה"ש 59.

ההכרה העקרונית בחשיבותה של הביקורת השיפוטית ביחס לעסקות בעלי-עניין. לפיכך על בתי-המשפט למצוא את הדרכים הדיוניות המתאימות לאפשר ביקורת שיפוטית תוך סינון תביעות-סרק. לדוגמה, מנגנון שניתן לשקול אותו בהקשר זה הוא דרישה לגילוי מסמכים מוגבל בהיקפו בשלב הבקשה לאישור התביעה כנגזרת. גילוי המסמכים יתייחס להליכי אישורה של העסקה, ויאפשר לצדדים לטעון באשר לסוגיה של העברת הנטל.¹¹⁵

פרק ה: סיכום

מטרתה של רשימה זו היא להתוות לבתי-המשפט בישראל מסגרת עקרונית לביקורת שיפוטית על עסקות בעלי-עניין בחברות ציבוריות. העובדה שעסקה זכתה בכל האישורים הנדרשים לפי חוק החברות אינה מחסנת אותה מביקורת שיפוטית. עם זאת, אין חולק כי מצב שבו בית-המשפט בוחן את תנאיה של כל עסקה על-מנת להכריע בדבר הגינותה אינו רצוי. על רקע זה, הצעתנו היא שבית-המשפט יפעל באופן הבא.

הנטל להוכיח את הגינות העסקה יוטל על בעל השליטה והדירקטוריון. אולם הנטל יועבר לתובע כאשר העסקה נכרתה בהליך הוגן, דהיינו: הופעל מבחן שוק (בנסיבות המתאימות), נוהל משא-ומתן אפקטיבי על-ידי ועדה מיוחדת של הדירקטוריון שהורכבה אך ורק מדירקטורים שאינם תלויים בבעל השליטה, והעסקה אושרה ברוב מקרב המיעוט באספה הכללית לאחר גילוי מלוא המידע הרלוונטי לשם קבלת החלטה מושכלת על-ידי בעלי המניות. ככלל, בתי-המשפט לא יורו על דיון בתנאי העסקה מקום שהתקיימו כל התנאים להליך הוגן. בכל מקרה, על בית-המשפט להתחשב בהקשר זה גם במהות העסקה, דהיינו, אם מדובר בעסקה בהיקף חריג או בעסקה שבה ניגוד העניינים חריף במיוחד. על בית-המשפט לקבוע כמובן גם מתכונת דיונית נאותה ליישום עקרונות אלה (לדוגמה, החלטה בדבר השלב שבו יינתן צו לגילוי מסמכים).

ברשימה זו דנו גם במסגרת המשפטית המתאימה להפעלת עקרונות הביקורת השיפוטית על עסקות בעלי-עניין. לגישתנו, המסגרת ההולמת היא שילוב של חובות האמונים של הדירקטורים (חובת האמונים או חובת הזהירות, לפי ההקשר) וחובת ההגינות המוחלטת של בעל השליטה. מכל מקום, אין להסתפק בהטלת האחריות לעסקה פוגענית על הדירקטורים של החברה בלבד. יש להטיל אחריות גם על בעלי השליטה, וזאת אף אם הם אינם נושאים בתפקיד כלשהו בחברה.

למיטב ידיעתנו, העקרונות והליכי האישור שעליהם עמדנו ברשימה זו אינם עולים בקנה אחד עם הנורמות הרווחות בשוק ההון באשר לעסקות בעלי-עניין. עובדה זו מחזקת

115 בית-המשפט העליון הכיר לאחרונה בעייתיות הנובעת משליטת האפשרות לקבלת צו לגילוי מסמכים בטרם אושרה הבקשה להגשת תביעה נגזרת. ראו עניין שטרית, לעיל ה"ש 65, פס'

משפט ועסקים ט, התשס"ח הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית

את הצורך בקביעת מדיניות שיפוטית ברורה באשר לאופן בחינתן של עסקות בעלי-עניין, וזאת על-מנת להבהיר למעצבי עסקות את ההקלות הדיוניות הנובעות משימוש ראוי במנגנוני האישור שעליהם עמדנו ברשימה זו, ובכך לעודד חברות לאמץ גורמות ראיות לאישור עסקות.

