

עניין אסם ותחולת הלכת MFW בישראל: תחילת סופו של כלל ההגינות המלאה?

נועם קוזלוב*

עסקאות של חברה עם בעלי השליטה בה מעלות שאלות עומק בנושא טיב הביקורת השיפוטית הרצויה על פעולות של נושאי המשרה בחברה. בתי המשפט התחבטו בעניין זה לאורך השנים, ועד לעת האחרונה לא התקבלה הכרעה ברורה בנושא. בהלכת אסם אימץ בית המשפט העליון את הלכת MFW האמריקאית, וקבע כי בעסקאות של חברות עם בעלי השליטה בהן – כאשר הוקמה ועדה בלתי תלויה אשר ניהלה את המשא ומתן בין הצדדים – סטנדרט הביקורת השיפוטית יהיה כלל שיקול הדעת העסקי. בכך הפחית בית המשפט את מידת התערבותו במהות העסקה בהינתן שהליך אישורה היה תקין. החלטה זו עולה בקנה אחד עם גישתו של בית המשפט העליון בשנים האחרונות, לבכר ביקורת הליכית (פרוצדורלית) על הממשל התאגידי, ולהימנע מבחינת כדאיותן הכלכלית של החלטות עסקיות.

רשימה זו תבקש לעמוד על מידת הביקורת השיפוטית שבתי המשפט החילו על עסקאות עם בעלי עניין לאורך השנים, ועל האופן שבו הלכת אסם עתידה לשנות את צורת הניתוח של עסקאות עם בעלי השליטה. הרשימה תבחן את תמורותיה של הלכת אסם ביחס לסטנדרט הביקורת השיפוטית שחל על עסקאות עם בעלי עניין. בפרט, ייטען כי סטנדרט ההגינות המלאה, אשר עד לא מכבר שימש כעמוד התווך של הביקורת השיפוטית בעסקאות עם בעלי השליטה, התייתר בעקבות החלטת בית המשפט בהלכת אסם; ובמקומו יש להחיל דרישה של אחריות מוחלטת מנושאי המשרה במקרים שבהם הליך אישור העסקה לא עמד בכללים הפרוצדורליים שהציב בית המשפט. ייטען כי השילוב שבין ההסדר הזה והלכת אסם יעצים את הוודאות בממשל התאגידי ויוביל ליעול הליך ההתדיינות בבית המשפט.

מבוא. פרק א: הלכת אסם; 1. רקע; 2. עניין אסם; 3. בין הלכת אסם לחובת האמונים. **פרק ב: השלכות הלכת אסם במבט השוואתי;** 1. בין הלכת MFW להלכת אסם; 2. הלכת MFW במבט ביקורתי; 3. האם הסכר נפרץ? 4. עניין Dell כדוגמה לביקורת שיפוטית לפי הלכת MFW. **פרק ג: ביקורת על כדאיות העסקה לאחר הלכת אסם;** 1. בין ועדה בלתי תלויה לוועדת תביעות. **פרק ד: סטנדרט ההגינות המלאה – לאן עכשיו?** 1. חובת אמונים או חובת להשאת רווח; 2. אחריות מלאה; 3. השלכות ביטולו של סטנדרט ההגינות המלאה; 4. בחינה פרוצדורלית ובחינה מהותית של עסקאות. **סיכום.**

מבוא

עסקה של חברה עם בעלי השליטה בה מעלה שאלות עומק בענייני מדיניות שיפוטית והתערבות בממשל תאגידי. עסקה כזו מעוררת את החשד כי נושאי המשרה בחברה, שהם לעיתים מקורבים לבעל השליטה, יעדיפו את טובתו על פני טובת החברה. יתרה מכך, יכולת ההשפעה של בעל השליטה על הליך קבלת ההחלטות בחברה היא, לעיתים קרובות, משמעותית בהרבה מזו של יתר בעלי המניות. כך במיוחד בחברות ששיעור ניכר מהשליטה בהן מבוזר בקרב הציבור, משום שבחברות אלה בעלי מניות המיעוט אדישים

אזכור הרשימה: נועם קוזלוב "עניין אסם ותחולת הלכת MFW בישראל: תחילת סופו של כלל ההגינות המלאה?" אתר משפט ועסקים (3.10.2023) www.runilawreview.org/2023/10/03/kozlov

* סטודנט לתואר ראשון במשפטים (LL.B.), האוניברסיטה העברית בירושלים.

רציונלית למתרחש בחברה. שהרי השקעת משאבים בהשתתפות בהליך קבלת ההחלטות אינה משתלמת עבורם בהתחשב בשיעור שליטתם הקטן יחסית, אשר בעקבותיו הנאתם מהצלחת החברה תהיה מוגבלת. בשל כך, וכדי להגן על בעלי מניות המיעוט מפני ניצול לרעה של מעמדו של בעל השליטה, יצר המחוקק מספר מנגנונים שנועדו להבטיח שטובת החברה תיוותר בראש מעייניהם של מקבלי ההחלטות בחברה, ולא תועדף טובתו של בעל השליטה על פניה. כך, למשל, כאשר חברה מבקשת לבצע עסקה משמעותית עם בעל השליטה בה, על החברה לעמוד בדרישות הקבועות בפרק החמישי לחוק החברות.¹ על כן, לצורך ביצוע עסקה כזו נדרש אישור משולש: מהדירקטוריון, מוועדת הביקורת; וכן מקרב בעלי מניות המיעוט בחברה. לאורך השנים, בתי המשפט עמדו על כך שאישורים אלה אינם מחסנים את העסקה מפני ביקורת שיפוטית אלא משמשים אך ורק תנאי סף לאישורה של העסקה. אף שאין עוררין על עצם הצורך בביקורת שיפוטית על עסקאות עם בעלי השליטה, שאלת מידת הביקורת שעל בית המשפט להחיל לא הוכרעה באופן מפורש עד להלכת אסם.²

בע"א אסם נדרש בית המשפט לדרון בנפקותה של הקמת ועדה בלתי תלויה אשר ניהלה את המשא ומתן בשמה של החברה ובמידת הביקורת השיפוטית שיש להחיל על העסקה. בית המשפט אימץ את הלכת *MFW* האמריקאית,³ וקבע כי כאשר ועדה בלתי תלויה ניהלה משא ומתן באופן עצמאי ואפקטיבי, החששות הטמונים בעסקאות עם בעלי שליטה פוחתים, ומשכך יש להחיל סטנדרט ביקורת מרוכך של כלל שיקול הדעת העסקי בלבד. בעקבות קביעה זו תבקש רשימה זו לבחון את השפעתה של החלטת בית המשפט העליון בהלכת אסם על טיב הביקורת השיפוטית שתחול מעתה ואילך על עסקאות עם בעלי עניין. הרשימה תתמקד בנייתוח השוואתי של הממשל התאגידי בישראל לזה החל בדלוור, שבה צמח כלל ההגינות המלאה ושממנו נטל בית המשפט השראה בהלכת אסם. ייתכן כי הלכת אסם ייתרה את כלל ההגינות המלאה – שחל עד לקביעתה על עסקאות עם בעלי עניין – וכי יש מקום להחיל תחתיו כלל של אחריות מלאה על דירקטורים, במקרים שבהם הליך אישור העסקה לא עמד בדרישות הפרוצדורליות שהציב בית המשפט. בכך יהיה כדי להגביר את הוודאות בממשל התאגידי ולייעל משמעותי את הליך הבחינה של עסקאות בבתי המשפט.

בפרק א אעמוד על הרקע שהביא להלכת אסם ועל מידת הביקורת שבתי המשפט החילו בעבר על עסקאות עם בעלי עניין; ואת הרציונלים ההיסטוריים לחדשנות מצד בתי המשפט כלפי עסקאות עם בעלי עניין ואת הסיבות להצבת רף גבוה במיוחד עבור עסקאות מסוג זה; לאחר מכן, אעבור לבחון את הלכת אסם לגופה ואת חידושה לעומת הדין שקדם לה. **בפרק ב** אנתח את השלכותיה של הלכת אסם באמצעות בחינה השוואתית של הדין החל בדלוור; כן, אנסה להפיג חששות בדבר "פריצת השוק" והיעדר הגנה מספקת על בעלי מניות המיעוט בחברה, תוך הצגת האופן שבו בתי המשפט בדלוור מנתחים עסקאות עם בעלי השליטה בראי הלכת *MFW*. **בפרק ג** אעמוד על נפקותה של הלכת אסם בכל הקשור לבחינת כדאיות העסקה על ידי בית המשפט, תוך התייחסות לתחולתו של סטנדרט ההגינות המלאה בדין הישראלי. בפרק זה אנסה להראות כי לאחר אסם, סטנדרט ההגינות המלאה הופך למיותר במסגרת בחינת עסקה עם בעלי עניין. **בפרק ד** אציג את הכלל שיש לאמץ במקומו של סטנדרט ההגינות המלאה – דרישה של אחריות מלאה מנושאי המשרה במקרים שבהם העסקה לא עמדה בתנאי הלכת אסם; וכן אציג את ההשלכות של אימוץ כלל זה על הדין הישראלי. בפרק האחרון אסכם.

1 'ס 268–284 (פרק חמישי: עסקאות עם בעלי עניין) לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: הפרק החמישי לחוק החברות).

2 ע"א 8762/20 **עצמון נ' אסם השקעות בע"מ** (אר"ש 9.12.2021) (להלן: הלכת אסם או ע"א אסם).

3 *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635 (Del. 2014) (להלן: הלכת *MFW* או עניין *MFW*).

פרק א: הלכת אסם

1. רקע

מבט על עברו של הממשל התאגידי בישראל יכול להסביר במידה מסוימת את גישת בתי המשפט עד להלכת אסם בכל הקשור בעסקאות עם בעלי עניין. בשנים שלאחר חקיקת חוק החברות, קבוצה מצומצמת של בעלי הון שלטה ביד רמה בנתח נכבד מהתאגידים במדינת ישראל,⁴ למורת רוחם של בעלי מניות המיעוט ובהתערבות מינימלית של בתי המשפט.⁵ הסיבה לכך, כפי שטוענים אסף חמדני ושרון חנס, טמונה במיאון להגיש תביעות נגזרות על ידי בעלי מניות.⁶ מצב זה אף הוביל את מדינת ישראל להקמת קרן מיוחדת אשר תממן את הגשתן של תביעות אלה כדי לעודד את הבאתן של עסקאות "בעייתיות" לבחינתו של בית המשפט.⁷ עם זאת, בעיה זו נעלמה מפני הקרקע, וכיום בישראל לא "חסרות", בלשון המעטה, תביעות נגזרות.⁸ הרקע ההיסטורי הזה עשוי להסביר את גישת הערכאות השיפוטיות לעסקאות בעלי עניין: חוסר הביקורת על התנהלות הממשל התאגידי הפכו אותו לאקסטרטוריה משפטית, ומשכך כשהחלו לזרום לבתי המשפט תביעות שאתגרו את מערכת היחסים שבין בעלי השליטה לחברה; ומנגד התאפיינה גישת בתי המשפט במעין **חוקת איתקנות**, כאשר חובת ההוכחה כי העסקה אכן בוצעה כחוק ושהיא **טובת החברה** לעולם רבצה לפתחם של בעלי השליטה ונושאי המשרה בחברה.⁹

הלכה זו קיבלה משנה תוקף בעניין **מכתשים-אגן**, שבו נדרש בית המשפט לקבוע את סטנדרט הביקורת השיפוטית שיחול על עסקאות שבין החברה לבעל השליטה בה. באותו עניין נדונה פרמיית שליטה אשר קיבלה בעלת השליטה בעבור מכירת חברת מכתשים-אגן לחברת כימצי'ינה. לפי תנאי העסקה, בעלת השליטה קיבלה פרמיית שליטה נדיבה בדמות הסכם אופציה – שלא הוצע לשאר בעלי המניות – אשר אפשר לבעלת השליטה לשמור על נתח משמעותי ממניותיה בחברה. בית המשפט פסק כי עמידה בתנאים שחוק החברות מציב לעסקה עם בעלי עניין אינו מחסן את העסקה מפני ביקורת שיפוטית,¹⁰ וככלל בעסקה עם בעלי עניין, בעיקר כזו שיש בה כדי להשפיע באופן מהותי על החברה, כלל הביקורת שיוחל הוא **הגינות מלאה**.¹¹ כלומר, במסגרת ניתוח העסקה בהתאם לסטנדרט ההגינות המלאה על בית המשפט לבחון הן את תקינות הליך אישור העסקה והן את הגינות תנאיה.¹²

- 4 אודליה מינס "ההסדר המשפטי החל על פירמידות שליטה בחוק הריכוזיות והשפעתו על שוק ההון והמשק הישראליים: מימצאים ראשוניים" **מחקרי משפט** לא 55, 56–57 (2017).
- 5 אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה! עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים" **משפטים** מז 761, 763 (2018).
- 6 שם.
- 7 ס' 205 **לחוק החברות**; אסף חמדני וקובי קסטיאל "התביעה הנגזרת בישראל – סיכום ביניים ומבט לעתיד" **משפט ועסקים** כד 769 (2021).
- 8 דרור פיזנטי "לא גזירה משמיים: התביעה הנגזרת כזכות קונגנטית למחצה" **אתר משפט ועסקים** (19.11.2020). לסקירה סטטיסטית של העלייה במספר התביעות הנגזרות בשנים האחרונות ראו חאלד כבוב, עינבל בלאו ואהד פיליפ "ועדת תביעות בלתי תלויה בדיני התאגידים הישראליים" **ספר גרוס** 71, 72–73 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים) (2015).
- 9 חמדני וחנס, לעיל ה"ש 5, בעמ' 765–769; ת"צ (כלכלית ת"א) 26809-01-11 **כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ** 25 (תולעת המשפט 15.5.2011) (להלן: עניין **מכתשים-אגן**). לסקירה כללית של תחולת כלל ההגינות המלאה בדין הישראלי ראו ע"א 7735/14 **ורדינקוב נ' אלוביץ**, פס' 80–87 לפסק הדין של השופט עמית (אר"ש 28.12.2016).
- 10 ראו פרק חמישי **לחוק החברות**; עניין **מכתשים-אגן**, שם, בעמ' 18–20.
- 11 בעניין **מכתשים-אגן**, שם, בעמ' 24–26, דנה השופטת קרית-מאיר בכך שיש בכוחה של ועדה בלתי תלויה לצורך קיום משא ומתן בשם החברה כדי להוביל להחלת סטנדרט מרוכך יותר של ביקורת שיפוטית. עם זאת, השופטת קרית-מאיר משאירה את השאלה בנושא זה לעיון מאוחר יותר, שכן לדידה, ממילא במקרה של עסקה מהותית עם בעל שליטה, אין בכוחה של הוועדה הזו כדי לאיין את הסיכונים הטמונים בעסקה, ובכל מקרה – יחול כלל ההגינות המלאה.
- 12 שם, בעמ' 22–23 ("למבחן ההגינות המלאה יש שני מרכיבים: הדרישה להליך הוגן והדרישה למחיר הוגן"). ואכן, באותו מקרה בחן בית המשפט הן את הגינות ההליך שהוביל לעסקה והן את הגינות המחיר שלה (שם, בעמ' 30–32).

עם זאת, הקביעה בעניין **מכתשים-אגן** צומצמה בהקשרים מסוימים בפסקי דין מאוחרים יותר של בית המשפט העליון,¹³ ושל המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב. כך, למשל, בעניין **אשש** נקבע כי אף אם יש להחיל את סטנדרט ההגיונות המלאה בבחינת עסקה עם בעל השליטה, הרי שלא בהכרח יש להטיל את אותו הרף על עסקאות עם הדירקטורים בחברה, ולא מן הנמנע כי אלה ייהנו מסטנדרט בחינה מקל. ואכן, באותו מקרה קבעה השופטת רונן כי על דירקטורים חיצוניים יחול סטנדרט בחינה מקל של סבירות בלבד.¹⁴ בדומה לכך, בעניין **פינרוס** ציין השופט מלצר כי אף אם ייתכן שיש מקום להחיל את סטנדרט ההגיונות המלאה במקרים שבהם נושאי המשרה הפרו את חובת האמונים שלהם לחברה, אין מקום להחיל את המבחן בניתוח תביעות העוסקות ב"פעולות ומחדלים שבוצעו עובר לעסקה".¹⁵ כלומר, נראה כי גם בפסקתו של בית המשפט העליון, שבה הוכר השימוש בסטנדרט ההגיונות המלאה, נעשה הדבר במשורה לצורך ניתוח של הפרות חמורות של חובת האמונים של נושאי המשרה כלפי החברה ולא בעת ניתוח תביעות הנוגעות לחובת הזהירות.¹⁶

בהקשר זה ניתן להצביע על מקומות אחרים שבהם הוכרה חובת ההגיונות המלאה, דוגמת תביעה כלפי בעל שליטה בגין קיפוח המיעוט,¹⁷ או במקרים שבהם בעל מניות בחברה מבקש לקזז חובות שהוא חב לחברה מאלה שהיא חבה לו,¹⁸ וכן במקרים שבהם נסתרה הגנתו של כלל שיקול הדעת העסקי.¹⁹ ודוק, בסוג מקרים אחרון זה, בניגוד לעניין **מכתשים-אגן**, סטנדרט ההגיונות המלאה לא מוחל מלכתחילה על החלטת נושאי המשרה מעצם טיב ההחלטה אלא חל רק לאחר שניתוח כלל שיקול הדעת העסקי הוביל למסקנה כי נושאי המשרה חרגו מתנאי כלל זה.²⁰ עם זאת, בתי המשפט המשיכו להסתייג משימוש בסטנדרט ההגיונות המלאה בתביעות לאישור עסקאות בעלי עניין עם החברה.²¹

סטנדרט הביקורת של הגיונות מלאה אשר נקבע בעניין **מכתשים-אגן** הוביל לביקורת רבה. נטען, בין השאר, כי הקושי בצליחתו עלול להרתיע מפני ביצוע עסקאות יעילות, ועלול לתמרץ בעלי מניות להגיש תביעות אף כאשר העסקה עומדת בכל הדרישות החוקיות והיא לטובת החברה; כל זאת כדי להגיע לפשרה עם החברה ובעלי השליטה שכן אלה יחששו מליטיגציה ארוכה שתעמיס על החברה. בתי המשפט היו ערים לקושי שבצליחת סטנדרט ההגיונות המלאה, ואף בעניין **מכתשים-אגן** התייחסה השופטת קרת מאיר לאפשרות שהקמתה של ועדה בלתי תלויה תאיין את הסיכון הטמון בעסקאות עם בעלי עניין, ובכך תתאפשר החלת סטנדרט ביקורת מתון יותר – דוגמת כלל שיקול הדעת העסקי. עם זאת, השופטת קרת-מאיר סייגה וציינה כי בעסקאות משמעותיות עם בעל שליטה – דוגמת עסקאות squeeze-out שבמסגרתן הופך בעל השליטה לבעל המניות היחיד בחברה באמצעות קניית מניותיהם של יתר בעלי המניות – יחול סטנדרט הביקורת של הגיונות מלאה בכל מקרה, ולא יהיה בכוחה של הקמת ועדה בלתי תלויה כדי להפחית מהשפעתו השלילית של ניגוד העניינים המובנה על תקינות הליך אישור העסקה. למרות הערה זו, חברות החלו להשתמש במנגנון הוועדה הבלתי תלויה אף בעסקאות מהותיות עם בעלי השליטה, וזאת בתקווה כי הקמת הוועדה תהווה מעין מגן מפני

- 13 בעניין **ורדניקוב**, לעיל ה"ש 9, בפס' 84, הביע השופט עמית ספקות בדבר מקומו של כלל ההגיונות המלאה, לנוכח ההחמרה בדרישות הפרוצדורליות בעת אישור עסקה אשר התרחשה **בחוק החברות (תיקון מס' 16)**, התשע"א-2011, ס"ח 390.
- 14 תנ"ג (כלכלית ת"א) 35114-03-12 **אשש נ' עטיה**, פס' 156–157 (תולעת המשפט 24.6.2015).
- 15 ע"א 3417/16 **פינרוס החזקות בע"מ נ' גולדשטיין**, פס' 76–77 לפסק הדין של המשנה לנשיאה (בדימ') מלצר (אר"ש 12.7.2021) (להלן: **עניין פינרוס**).
- 16 שם.
- 17 ע"א 2773/04 **עטר נ' נצבא חברה להתנחלות בע"מ**, פ"ד סב(1) 456, פס' 2 לפסק הדין של הנשיא (בדימ') ברק (2006); ע"א 2718/09 **"גדיש" קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ** (אר"ש 28.5.2012) (להלן: **עניין גדיש**).
- 18 ע"א 2146/06 **ברק נ' אבוקרט – מפרק**, פסק הדין של השופט מלצר (אר"ש 18.11.2010).
- 19 ע"א 4024/13 **תקווה – כפר להכשרה מקצועית בגבעות זייד בע"מ נ' פינקוביץ**, פס' 26 ו-46 לפסק הדין של השופט זילברטל (אר"ש 29.8.2016); ע"א 4857/16 **מנשה נ' יונז'ין אייר בע"מ** (אר"ש 24.4.2018); תנ"ג (כלכלית ת"א) 13663-03-14 **ניומן נ' פיננסיטק בע"מ** (תולעת המשפט 24.5.2015).
- 20 עניין **מנשה**, לעיל ה"ש 19, בפס' 30.
- 21 ראו, למשל, ע"א 7594/16 **המנהל המיוחד נ' בנק מזרחי טפחות בע"מ**, פס' 48 (אר"ש 25.3.2021).

ליטיגציה, ותשכנע את בית המשפט להחיל סטנדרט ביקורת מרוכך יותר. כך, שאלת השפעתה של הקמת ועדה בלתי תלויה על סטנדרט הביקורת השיפוטית הגיע לפתחן של הערכאות הדיוניות מספר פעמים לאחר ההחלטה בעניין **מכתשים-אגן**, ואולם הן נמנעו מלהחילו בדין הישראלי, בהתחשב ב"הבדלים הקיימים בין הדין הדלאוורי לבין הדין הישראלי וכן ההבדלים בין שוק ההון האמריקאי וזה הישראלי".²² גישה זהירה זו אף אומצה על ידי השופטת רונן,²³ עד להחלטתה בעניין **אסם**, כפי שיפורט להלן.²⁴

למרות הביקורת, בתי המשפט צעדו במסלולה של הקביעה בעניין **מכתשים-אגן** שאושרה בעניין **גדיש**,²⁵ וקבעו כי סטנדרט הביקורת באישור עסקאות עם בעלי השליטה יהיה, ככלל, כלל ההגנות המלאה.²⁶ עם זאת, נראה היה כי השאלה טרם הוכרעה באופן סופי, ולא פעם ניסו בעלי שליטה וחברות לאתגר את ההלכה המחמירה בבתי המשפט. ניתן לסכם אפוא כי עד לעניין **אסם**, סטנדרט הביקורת שבית המשפט נדרש להחיל על עסקאות שבהן הוקמה ועדה בלתי תלויה, שנשאה ונתנה בשם החברה, טרם נקבע באופן חד-משמעי בפסיקה בישראל.²⁷

2. עניין אסם

עניין **אסם** הציף מחדש את סוגית סטנדרט הביקורת השיפוטית בעסקאות עם בעלי עניין. באותו עניין, נסטלה, קונצרן בין-לאומי בתחום המזון, הייתה בעלת השליטה בחברת **אסם**, שהיא יצרנית מקומית משמעותית המחזיקה במספר רב של חברות לייצור מזון, והחליטה לנסות ולרכוש את כלל מניות ההחזקה באסם, וכך להפוך אותה לחברה פרטית. בשנת 2015, ערב העסקה, הייתה נסטלה בעלת 63.68% ממניות השליטה באסם; כ-25% נוספים ממניות אסם הוחזקו בידי משפחת המייסדים של החברה; ושאר המניות הוחזקו בידי הציבור.²⁸ נסטלה תכננה לבצע את הרכישה באמצעות מיוזג משולש הופכי: נסטלה הקימה חברת-בת אשר הייתה עתידה להתמזג לתוך אסם, כך שמניותיהם של בעלי מניות המיעוט באסם יועברו לשליטת בעלי המניות בחברת הבת (נסטלה). בסופו של המיזוג, עתידה הייתה נסטלה להפוך לבעלת השליטה היחידה באסם.²⁹ המיזוג הובא לדירקטוריון נסטלה באוקטובר 2015, אשר החליט למנות ועדה בלתי תלויה כדי שזו תבחן את כדאיות המיזוג, ותנהל משא ומתן עם נסטלה באשר לתנאיו. הרכב הוועדה כלל שני דירקטורים חיצוניים ודירקטור בלתי תלוי.³⁰ הוועדה התקשרה עם מספר גופים ומינתה יועצים משפטיים ופיננסיים. כשלושה חודשים לאחר מינוי הוועדה היא אישרה את העסקה.³¹ בעקבות זאת, העסקה אושרה בדירקטוריון החברה והובאה בפני

22 ת"צ (כלכלית ת"א) 47490-09-13 **תועלת לציבור נ' כלל תעשיות בע"מ**, פס' 31 (נבו 6.8.2015): "אכן הדין האמריקאי ופסיקת בתי המשפט בדלאוור מהווה מקור השראה חשוב עבור בתי המשפט בישראל אולם, סבורני כי ההבדלים הקיימים בין הדין הדלאוורי לבין הדין הישראלי וכן ההבדלים בין שוק ההון האמריקאי וזה הישראלי מחייבים נקיטת משנה זהירות בטרם אימוץ גורמות אשר נקבעו בחקיקה או בפסיקה הדלאוורית לפסיקה הישראלית."

23 ת"צ (כלכלית ת"א) 43859-08-13 **סגללרי ייזום ונכסים בע"מ נ' כור תעשיות בע"מ**, פס' 48 (תולעת המשפט 9.1.2014): "השאלה של אופן הבחינה של בית-המשפט את הליך המשאומתן, טרם נבחנה והוכרעה בפסיקה הישראלית, וקשה לכן לקבוע מסמרות ביחס אליה." יצוין כי ההחלטה בעניין זה ניתנה לפני שהערעור בעניין **MFV** נידון בפני בית המשפט העליון בדלוור, וניתן להסביר בכך את משנה הזהירות שננקט באותו העניין, בשונה מהחלטת השופטת רונן בת"צ **אסם**, להלן.

24 ת"צ (כלכלית ת"א) 40404-03-16 **עצמון נ' אסם השקעות בע"מ** (נבו 4.8.2020) (להלן: ת"צ **אסם**). התיק כולו, לרבות הדיון בע"א **אסם**, לעיל ה"ש 2, יכונה להלן: עניין **אסם**.

25 עניין **גדיש**, לעיל ה"ש 17, בפס' 40.

26 ת"א (כלכלית ת"א) 47075-12-19 **מישורים השקעות גדלין בע"מ נ' בלוטריין**, פס' 86 (נבו 3.2.2021) (להלן: עניין **מישורים השקעות**).

27 ת"צ **אסם**, לעיל ה"ש 24, בפס' 44.

28 שם, בפס' 2.

29 שם, בפס' 1. ראו גם אביב לוי "**נסטלה מבקשת להשתלט על אסם – ולמתוק אותה מהבורסה**" גלובס (4.2.2016).

30 ת"צ **אסם**, לעיל ה"ש 24, בפס' 3.

31 יש לציין כי הוועדה אישרה את העסקה הן בכובעה כוועדה הבלתי תלויה והן בכובעה כוועדת הביקורת. הפסיקה והספרות הישראלים מתייחסים לשני אישורים אלה כאישורים נפרדים, ואולם הלכה למעשה לא פעם ועדת הביקורת משמשת אף כוועדה הבלתי תלויה. בהיבט זה אפשר להסתכל על הלכת **אסם** כהצעה להגביר את סמכויותיה של ועדת הביקורת; שהרי, לפי המנגנון הסטטוטורי הקיים, על הוועדה לאשר את עסקאות חריגות עם בעל שליטה (ס' 275 **חוק החברות**), והלכת **אסם** מציעה להוסיף לוועדה גם את הסמכות לנהל את המשא

האספה הכללית. אף האספה הכללית אישרה את העסקה ברוב של 90% מקרב בעלי המניות שאינם נגועים, כאשר 75% מבעלי המניות המוסדיים הצביעו בעד העסקה.³² כתוצאה מכך, אושרה עסקת המיזוג וחברת אסם הפכה לחברה פרטית הנמצאת בשליטתה המוחלטת של נסטלה.³³

עם זאת, וכפי שכבר נוכחנו לדעת, קבלת כלל האישורים החוקיים, ואף תמיכה גורפת של בעלי המניות שאינם נגועים, אינה מהווה תעודת ביטוח מפני תביעות. ואכן, למחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב הוגשה בקשה לאישור תובענה ציבורית.³⁴ לטענת המבקשים (חלק מבעלי מניות המיעוט באסם), העסקה לא עמדה בדרישות כלל ההגנות המלאה שכן היא לא הייתה לטובת החברה. המבקשים ציינו כי הלכת *MFW* עדיין לא נקלטה בישראל, וממילא העסקה לא עמדה בתנאיה, מפני שלטענתם הוועדה לא פעלה באופן בלתי תלוי ולא קיימה משא ומתן אפקטיבי עם נסטלה.³⁵

בבואה לרון בבקשה, השופטת רונן עמדה תחילה על ההלכה המושרשת שלפיה אין די בקבלת כלל האישורים החוקיים כדי לחסן את העסקה מפני ביקורת שיפוטית.³⁶ עם זאת, ניתוח משפטי של הרציונלים בבסיס המצב המשפטי הקיים הוביל את השופטת רונן להחיל סטנדרט ביקורת מרוכך, ובכך היא אימצה את הלכת *MFW*.³⁷ לדעתה של השופטת רונן, הרציונל להחלת ביקורת שיפוטית על עסקה שאושרה כחוק נובע מכך שעל אף קבלת האישורים, עדיין שורר החשש כי בעלי מניות המיעוט, אשר עומדים בפני אפשרות בינרית של קבלת או דחיית העסקה, יבחרו לקבל את העסקה מאחר שאינה רעה עבורם, אף שאם היה מתקיים משא ומתן אפקטיבי על תנאי העסקה, הם יכלו לקבל תנאים טובים יותר.³⁸ משכך, לדעתה, הפעלתה של ועדה בלתי תלויה כגוף מתווך שיקיים את המשא ומתן בשם החברה, יש בה כדי לאיין חשש זה, מפני שמשא ומתן כזה יהווה תחליף להתמחרות שוקית, ובכך בעלי המניות יוכלו ליהנות מתנאי עסקה המבטאים את הערך השוקי של מניותיהם.³⁹ עוד עמדה השופטת רונן על המגרעות הטמונות בבחינת מהות העסקה, ובהן הצורך של בית המשפט להידרש לשאלת כדאיותה הכלכלית, שהיא שאלה שלבית המשפט אין את הכלים לבחון. משכך, השופטת רונן קבעה כי בחינה של הליך קבלת ההחלטות עובר לאישור העסקה, באמצעות התחקות אחר אופן התנהלות הוועדה, מהווה תחליף ראוי לבחינת כלל ההגנות המלאה.⁴⁰

לסיכום קבעה השופטת רונן שלוש חלופות באשר לסטנדרט הביקורת השיפוטית בעסקאות מהותיות עם בעל שליטה: אם לא הוקמה ועדה בלתי תלויה – סטנדרט הביקורת יהיה של הגינות מלאה; אם הוקמה ועדה שתפקדה כראוי – סטנדרט הביקורת יהיה כלל שיקול הדעת העסקי; אם הוקמה ועדה אך בהתנהלותה נפלו אי אלו פגמים – יחול סטנדרט ביניים של כלל הבחינה המוגברת אשר בוחן את סבירות ההחלטה. קרי, בחינה אם ההחלטה לאשר את העסקה נופלת בתוך "מתחם הסבירות",⁴¹ ולא בחינה דקדקנית של הגינות תוכן העסקה כפי שיעשה תחת כלל ההגנות המלאה.⁴² לגופו של עניין קבעה השופטת רונן כי נפלו פגמים בפעילות

ומתן על העסקה. כמו כן, קיומה של ועדת ביקורת לעומתית לבעל השליטה עלולה להוביל אותו לדחוף להקמה של ועדה מיוחדת אחרת, שאינה ועדת הביקורת. משכך, במקרים שבהם ועדת הביקורת לא משמשת כוועדה בלתי תלויה, לא מן הנמנע כי יהיה בכך כדי להדליק נורה אדומה באשר לעצמאות הוועדה הבלתי תלויה.

32 ת"צ אסם, לעיל ה"ש 24, בפס' 4.

33 ע"א אסם, לעיל ה"ש 2, בפס' 1. עבור העסקה שילמה נסטלה כ-3.3 מיליארד ש"ח לבעלי המניות.

34 ת"צ אסם, לעיל ה"ש 24.

35 שם, בפס' 6-9.

36 שם, בפס' 23.

37 הלכת *MFW*, לעיל ה"ש 3. להרחבה ראו את הדיון להלן בפרק ב.

38 ת"צ אסם, לעיל ה"ש 24, בפס' 46-47 ר' 52.

39 שם, בפס' 52.

40 שם, בפס' 57.

41 ראו להלן ה"ש 152 והטקסט שלידה.

42 ת"צ אסם, לעיל ה"ש 24, בפס' 49, 57 ר' 67.

הוועדה, דוגמת חוסר פירוט מספק בפרוטוקולים של דיוניה, עובר לאישור עסקת אסם-נסטלה, ולכן החילה את סטנדרט הבחינה המוגברת.⁴³ עם זאת, השופטת רונן קבעה כי בנסיבות העניין מחיר העסקה אכן היה סביר, ולא בכדי, לדבריה, זכתה העסקה לתמיכה גורפת בקרב בעלי המניות שאינם נגועים, ובפרט לתמיכתם של בעלי המניות המוסדיים.⁴⁴ על כן, נדחתה בקשת אישור התובענה הציבורית. על דחייה זו ערערו המבקשים לבית המשפט העליון.⁴⁵

בית המשפט העליון – מפי השופטת ברון ובהסכמת השופטים מינץ וגרוסקופף – דחה את הערעור,⁴⁶ ובהמלצתו – על בסיס העמדה שהוצגה בדיון – המערערים חזרו בהם מערעורם.⁴⁷ עם זאת, בית המשפט החליט לדון בסוגיה המשפטית שעלתה בפני בית המשפט קמא מפאת חשיבותה הכללית, ולקבוע את מידת הביקורת השיפוטית הראויה בעסקאות עם בעלי עניין. השופטת ברון הסכימה עם רוב קביעותיו של בית המשפט קמא ואימצה את הלכת *MFW*. השופטת ברון עמדה על כך שבהינתן קיומה של ועדה בלתי תלויה, הרי ש"לבית משפט אין יתרון בקביעת שווי המניות והכדאיות הכלכלית של העסקה".⁴⁸ קרי, כאשר הוקמה ועדה בלתי תלויה, בחינה מהותית של העסקה במסגרת סטנדרט ההגינות המלאה לא תוביל לתוצאה עדיפה על זו שנעשתה במסגרת ההליך המעין-שוקי בין הוועדה לחברה. עם זאת, השופטת ברון הדגישה כי אין די בעצם קיומה של הוועדה, ועליה לפעול באופן עצמאי ולהיות בעלת אמצעים לקיים משא ומתן אפקטיבי עם בעל השליטה. בניגוד לעמדת בית המשפט קמא, השופטת ברון סברה כי במקרה דנן התנהלותה של הוועדה הייתה עצמאית במידה מספקת, ואף אם נפלו אי אלו פגמים בתפקודה, אלה לא היו חמורים במידה המצדיקה סטיה מסטנדרט הביקורת של כלל שיקול הדעת העסקי. בשל כך, השופטת ברון נמנעה להחיל סטנדרט של בחינה מוגברת ואף לא בחנה כלל את סבירות העסקה.⁴⁹ משנוכחה כי העסקה עומדת בתנאיו המקלים של כלל שיקול הדעת העסקי, הצטרפה השופטת ברון לתוצאה שאליה הגיע בית המשפט קמא ודחתה את הבקשה לאישור התובענה.⁵⁰

3. בין הלכת אסם לחובת האמונים

פסק הדין בעניין אסם התמקד בהשפעתה של הלכת *MFW* על ניתוח חובת הזהירות של נושאי המשרה, להבדיל מחובת האמון שלהם, ולכן, ראוי להקדיש מספר מילים באשר להשפעה של הקמת ועדה בלתי תלויה על בחינת חובת האמון של נושאי המשרה.

אעמוד תחילה על ההבחנה בין חובת הזהירות המוטלות על נושאי המשרה בחברה לחובת האמונים. חובת הזהירות המוטלת על נושאי המשרה, שנקבעה בסעיף 252 לחוק החברות, מהווה למעשה פועל יוצא של הכפפתם לדיני הרשלנות בנוזיקין,⁵¹ ולכן אפשר לטעון שחובה זו אינה שונה במהותה מכל חובה נזיקית אחרת. אכן, על הדירקטור מוטלת החובה "לנקוט את כל אותם אמצעי זהירות שדירקטור סביר היה נוקט בנסיבות העניין",⁵² אשר טומנת בחובה הן את הדרישה כי דירקטור יהיה בעל מיומנות סבירה לכהן בתפקידו (בתלות בסוג החברה), והן את החובה לפעול במסגרת החברה כפי שדירקטור סביר בעל המיומנות הנדרשת

43 שם, בפס' 272–273.

44 שם, בפס' 302 ו-310.

45 ע"א אסם, לעיל ה"ש 2.

46 שם, בפס' 20.

47 שם, בפס' 2.

48 שם, בפס' 15.

49 שם, בפס' 17–18.

50 שם, בפס' 20.

51 עניין ורדניקוב, לעיל ה"ש 9, בפס' 42 (וההפניות שם): "הכפפתו של נושא משרה לדיני הרשלנות נולדה שנים רבות קודם לעיגונה המפורש בחוק החברות".

52 ע"א 610/94 בוכבינדר נ' כונס הנכסים הרשמי בתפקידו כמפרק בנק צפון אמריקה, פ"ד נז(4) 289, 311–310 (2003).

היה פועל.⁵³ דרישת סל פותחה בפסיקה ובספרות,⁵⁴ אך לעומתה, חובת הפרת האמונים נובעת מדיני עשיית העושר שלא במשפט,⁵⁵ ומקורה בדיני היושר האנגלים.⁵⁶ בעוד שחובת הזהירות בוחנת את התרשלותו של נושא המשרה, הרי שמהותה של חובת האמונים היא לבחון את סטיית נושא המשרה מחובת הנאמנות שהוא חב לחברה.⁵⁷ במובן זה הפרתה של חובת האמונים נמצאת באותם המקומות שבהם נושא המשרה יימנע מלפעול לטובת החברה ויעדיף את טובתו שלו על פניה.⁵⁸ כך, למשל, נושא משרה מפר את חובת האמונים שלו כאשר הוא פועל מתוך ניגוד עניינים, מנצל הזדמנות עסקית של החברה וכדומה.⁵⁹ עולה אפוא כי ניתן למצוא את ההבחנה שבין החובות בהצדקות הנפרדות לקיומן: בעוד שחובת הזהירות נועדה, ככל חובת זהירות אחרת, להגן על היחסים הנזיקיים בין נושאי המשרה לחברה, חובת האמונים נוצרה מאופיו הייחודי של היחסים שבין נושאי המשרה לחברה שבמסגרתה הם פועלים כמעין־נאמנים שלה.⁶⁰

הבחנה זו מאפשרת להבין את החלטת בית המשפט בעניין **אסם** שלא להתייחס לתחולתה של חובת האמונים באותו העניין. בית המשפט יתערב כאשר נושא המשרה הפר את חובת האמונים שמוטלת עליו באופן חמור יחסית למקרים שבהם התביעה תיסוב סביב חובת הזהירות בלבד.⁶¹ כך, בעוד שלצורך הוכחת הפרה של חובת הזהירות די בהצבעה על התנהלות רשלנית של נושא המשרה, הפרת חובת האמונים מחייבת להצביע על התנהלות חמורה יותר של נושא המשרה, הכוללת כאמור ניצול של זכויות החברה⁶² או התנהלות בניגוד עניינים. על חומרתה היתרה של חובת האמונים בראי הפסיקה הישראלית ניתן ללמוד אף מהקשחת התנאים לביטוח נושא משרה מפני תביעה בגין הפרת חובת האמונים שלו, להבדיל מחובת הזהירות.⁶³ במקרים של הפרת חובת האמונים תוקשח האפשרות של נושאי המשרה ליהנות מהגנה של הביטוח, והסעדים שבגינם ניתן יהיה לתבוע לא יהיו תחומים לסעדים נזיקיים בלבד,⁶⁴ אלא יכללו גם סעדים בגין הפרת חוזה.⁶⁵ כך, למשל, כאשר הוכחה הפרתה של חובת האמונים, ניתן לתבוע אף לצורך קבלת פיצויי ציפייה,⁶⁶ ולא רק פיצויי הסתמכות המוקנים בתביעה נזיקית.

על כן, נראה כי כאשר נטענת טענה של הפרת חובת האמונים של נושאי משרה הפרה, להבדיל מחובת הזהירות, אין בהקמתה של ועדה בלתי תלויה כשלעצמה כדי לחסן את נושאי המשרה, משום שהחומרה המיוחדת לחובת האמונים עם האינטרסים שעליהם

53 ס' 253 **לחוק החברות**.

54 עניין **ורדניקוב**, לעיל ה"ש 9, בפס' 42–43; עניין **בוכבינדר**, לעיל ה"ש 52; צפורה כהן "חובת הזהירות של הדירקטור בחברה הרשומה" **מחקרי משפט** א 134 (1980); יעד רותם "חובת הזהירות של נושאי משרה בחברות קטנות ובינוניות כלפי נושאי החברה" **ספר אליהו מצא** 813 (אהרן ברק, אילה פרוקצ'יה, שרון חנס ורענן גלעדי עורכים) (2015).

55 דניאל פרידמן **דיני עשיית עושר ולא במשפט** כרך א 532 (מהדורה שניה 1998); אירית חביביסגל **דיני חברות** כרך א 505 (2007): "ראשית, חובת הנאמנות נקשרה בדיני עשיית העושר ולא במשפט, המתמקדים בהתעשרותו העצמית של המפר." (ההדגשה במקור).

56 עמיר ליכט "**יחסי אמונאות בתאגיד – חובת האמון**" **משפט ועסקים** יח 237, 263 (2014) (להלן: ליכט "יחסי אמונאות").

57 שם, בעמ' 245.

58 עדו לחובסקי "על חובת אמונים, עסקאות נושאי משרה וטובת החברה" **חובות אמון בדין הישראלי** 89, 90 (רות פלאטרשנער ויהושע (שוקי) שגב עורכים) (2016).

59 ס' 254 **לחוק החברות**; עניין **ורדניקוב**, לעיל ה"ש 9, בפס' 46.

60 בעניין אפיון יחסי נושאי המשרה עם החברה כיחסי נאמנות ראו ליכט "יחסי אמונות", לעיל ה"ש 56. בספרות קיימת הצדקה נוספת לקיומה של חובת הנאמנות, המבוססת על ניתוח כלכלי של יחסי נושאי המשרה עם החברה. נטען כי חובת הנאמנות נועדה להגן על התנהלותה היעילה של החברה, ולמנוע ניצול לא יעיל של משאבים – דוגמת הזדמנויות עסקיות – מצד נושאי המשרה בחברה. ראו עניין **ורדניקוב**, לעיל ה"ש 9, בפס' 48.

61 ליכט "יחסי אמונאות", לעיל ה"ש 56, בעמ' 300.

62 באשר לטענות בדבר הפרת חובת אמונים ראו ת"צ **אסם**, לעיל ה"ש 24, בפס' 59, 62 ר' 66.

63 ס' 261(2) **לחוק החברות**. ראו גם יוסף גרוס **דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי** 295 (מהדורה חמישית 2018).

64 על היעדר המוכנות של בתי המשפט לפסוק פיצויי ציפייה במסגרת תביעה נזיקית ראו, למשל, ע"א 4948/13 **הרכבי נ' אבני**, פס' 35 (אר"ש 15.3.2015).

65 דוגמת פיצויי קיום. ראו ת"א (כלכלית ת"א) 19-01-25839 **בן יהודה נ' ויטנר**, פס' 62 (נבו 16.8.2021).

66 ראו למשל, ע"א 5610/93 **זלסקי נ' הוועדה המקומית לתכנון ולבנייה, ראשון לציון**, פ"ד נא(1) 68, פס' 9 (1997).

היא נועדה להגן, שונים מהדרישה הבסיסית להשאת רווח לחברה בלבד. בעוד שחובת הזהירות נועדה להגן על התנהלות כלכלית יעילה וניהול לא רשלני של החברה על ידי נושאי המשרה, הרי שחובת האמונים נטועה כאמור ביחסי הנאמנות של נושאי המשרה כלפי החברה, ולכן גם הפרה שלה כשלעצמה פוגעת ביחסי האמון אף מעבר להיבט הנוגע לרווח הכלכלי.⁶⁷

מבלי לקבוע מסמרות בעניין זה, ניתן אפוא להניח כי במקרים שבהם הופרה חובת האמונים בעסקה שבין בעל השליטה לחברה, ממילא מדובר בהפרה חמורה של חובת הזהירות ולא ניתן יהיה להשתמש בהלכת *MFW* כדי להחיל סטנדרט מרוכך של בחינה.⁶⁸ שהרי אם, למשל, הצליחה התביעה להוכיח כי נושאי המשרה פעלו בניגוד עניינים, ממילא הלכת *MFW* כמתכונתה הישראלית לא תחול ולא תהיה לה נפקות לניתוח המשפטי. הוזה אומר כי בין אם נחיל את הלכת *MFW* על ניתוח חובת האמונים ובין אם לאו, הרי שאם חובת האמונים הופרה – הלכת *MFW* לא תציל את הנתבעים; ואם חובת האמונים לא הופרה – ממילא לא תהיה לכך השפעה על המשך הניתוח המשפטי. וכך גם כאשר הפרת חובת האמונים מיוחסת לא לנושאי המשרה של החברה אלא לחברי הוועדה הבלתי תלויה.⁶⁹

פרק ב: השלכות הלכת אסם במבט השוואתי

1. בין הלכת *MFW* להלכת אסם

יודגש בתחילה כי בניגוד לדין החל בישראל, במדינת דלוור לא קיים מנגנון סטטוטורי לאישור עסקה מראש.⁷⁰ ולכן, בניגוד לדין הישראלי, חברות בדלוור אינן מחויבות למנגנון של אישור משולש או לכל הליך אישור אחר. הסדר חוקי זה הוביל לכך שעסקאות בעלי עניין נבחנות בדלוור אך ורק בדיעבד, לאחר שהחברה בחרה את ההליך שלפיו היא מעוניינת לבצע את העסקה. מנגנון זה הוביל לחשש מוגבר כי בעלי שליטה ינצלו את היעדרו של הליך מחייב וידחפו לאישור עסקאות שיטיבו עימם על חשבון החברה ובעלי מניות המיעוט. משכך, קודם להלכת *MFW*, הסטנדרט שחל בדלוור על עסקאות בעלי עניין היה מבחן ההגיונות המלאה,⁷¹ שהוא, כאמור, מנגנון הבחינה המחמיר ביותר שבית המשפט יכול להפעיל.⁷² החלת הלכת *MFW* נועדה ליצור "חוף מבטחים" עבור נושאי המשרה ובעל השליטה, כדי שבמקרים שבהם העסקה אושרה על ידי ועדה בלתי תלויה, ניתן יהיה להפעיל מנגנון ביקורת מקל יותר – כלל שיקול הדעת העסקי.⁷³ כפי שצוין בעניין *ורדניקוב*,⁷⁴ הלכת *MFW* מהווה חוף מבטחים לעסקאות עם בעל שליטה בהתקיימם של **שני תנאים מצטברים**: ראשית, המשא ומתן צריך להתנהל על ידי ועדה בלתי תלויה; שנית, יש לאשר את העסקה ברוב בעלי מניות המיעוט בחברה. עסקה אשר אושרה באופן הזה תהיה חשופה לכלל שיקול הדעת העסקי בלבד ולא

67 להרחבה ראו להלן בפרק ד1.

68 כך סברה גם השופטת רונן בת"צ אסם, לעיל ה"ש 24, בפס' 59: "...ייתכנו גם מקרים קיצוניים בהם הפגמים הם כאלה שעולים כדי הפרת חובת האמון של חברי הוועדה. מדובר בליקויים שמעידים על כך שהוועדה – חרף כינויה – לא הייתה 'בלתי תלויה', אלא הייתה ועדה שהוקמה לשם מראית עין של היעדר תלות, כאשר בפועל היא הייתה תלויה בבעל השליטה ופעלה בהתאם להנחיותיו וכדי לקדם את האינטרסים שלו – ולא של בעלי-מניות המיעוט. במקרים כאלה, לא תהיה משמעות להמלצות הוועדה, ובית-המשפט יתעלם מקיומה." בהקשר זה ראו גם ליכט "יחסי אמונות", לעיל ה"ש 56, בעמ' 300.

69 ת"צ אסם, לעיל ה"ש 24, בפס' 59. יש לציין כי לעיתים קרובות תהיה חפיפה בין נושאי המשרה בחברה לבין חברי הוועדה הבלתי תלויה, למשל כאשר לוועדה ימונו הדירקטורים הבלתי תלויים, כפי שאירע בעניין אסם, כאמור.

70 חמדני וחנס, לעיל ה"ש 5, בעמ' 776.

71 *Mergers and Acquisitions – Delaware Supreme Court Endorses Business Judgment Review for Going-Private Mergers with Dual Procedural Protections*, 128 HARV. L. REV. 1818, 1818–1819 (2015).

72 שם.

73 עניין *MFW*, לעיל ה"ש 3, בעמ' 644.

74 עניין *ורדניקוב*, לעיל ה"ש 9, בפס' 79 ר 81.

למבחן ההגינות המלאה.⁷⁵

לעומת זאת, בישראל דרישת הרוב בקרב בעלי מניות המיעוט היא רק אחת מדרישות הסף לאישור העסקה. דרישת סף זו מתווספת לדרישות אחרות לקבל את אישורם של ועדת הביקורת של החברה ושל הרוב בקרב חברי הדירקטוריון הבלתי נגועים (שכן, על חברי הדירקטוריון הנגועים חלה חובת הדרה). ברי אפוא כי למרות חידושה של הלכת אסם, הדרישות המוטלות על עסקה עם בעלי שליטה בישראל עודן מחמירות מאלה הקיימות בדלוור. שהרי כדי שעסקה בישראל תחסה תחת כלל שיקול הדעת העסקי, יהיה עליה לעבור שתי משוכות נוספות, מעבר לדרישה להקמת ועדה בלתי תלויה ולאישור בקרב בעלי מניות המיעוט כמקובל בדלוור:⁷⁶ העסקה תצטרך לצלוח את דרישת האישור בהצבעה בקרב חברי הדירקטוריון הבלתי נגועים ובוועדת הביקורת של החברה.⁷⁷ למעשה, שני תנאים אלה מהווים תנאי סף, ולא רק שבלעדיהם לא יחול כלל שיקול הדעת העסקי, אלא שבלתם לא ניתן יהיה לאשר את העסקה כלל. אומנם ייתכן כי אישור הדירקטוריון מראש יתקבל בלאו הכי גם בדלוור, ואולם הדרישה לאישור ועדת הביקורת היא המשמעותית. בעוד שבדלוור יוכל בעל שליטה להתחמק מוועדת ביקורת לעומתית באמצעות יצירת הוועדה הבלתי תלויה, בישראל אישור העסקה יהיה חייב לעבור דרכה. דרישה זו מהווה סנן נוסף שבכוחו לגונן על בעלי מניות המיעוט מחד גיסא, ולמנוע את התגשמותן של עסקאות יעילות מאידך גיסא.

2. הלכת MFW במבט ביקורתי

כדי לעמוד על תמורתיו של ההסדר שנקבע בהלכת MFW אשר אומץ בעניין אסם, נדרש תחילה לבחון את ההצדקות שעומדות בבסיסם. כפי שפורט לעיל, עסקה עם בעל שליטה מעמידה את החברה, ובכלל זה את נושאי המשרה בה, בניגוד עניינים מובנה.⁷⁸ במצב עניינים זה, עולה חשש שמא נושאי המשרה יימנעו מלפעול לטובת החברה ויעדיפו תחתיה את טובתו של בעל השליטה. משכך נקבע כי ככלל, סטנדרט הביקורת בעסקאות עם בעלי עניין יהיה המחמיר ביותר, וזאת כתוצאה מחוסר האמון שבתי המשפט מייחסים לנושאי המשרה המצויים בניגוד העניינים האמור. ואולם, אם הבעיה טמונה בכך שנושאי המשרה לא מהווים גורם בלתי תלוי לעניין אישור העסקה, הרי שניתן להעביר את ההחלטה לגורמים חיצוניים אחרים, אובייקטיביים יותר, שבכוחם יהיה להוות בעיני בית המשפט אסמכתה לכך שהעסקה אכן היטיבה עם החברה ועם בעלי המניות.⁷⁹

ואכן, הדין הדלוורי מציע שני הסדרים מצטברים אשר מעבירים את ההחלטה לידי גורמים אובייקטיביים שאינם נושאי המשרה בחברה.⁸⁰ ראשית, העסקה תאושר על ידי בעלי מניות המיעוט של החברה. ההיגיון בהסדר זה ברור: אם מטרתם של בתי המשפט היא להגן על בעלי מניות המיעוט בחברה, הרי שאישור בקרב אותם בעלי המניות מהווה אסמכתה לכך שהאינטרסים שלהם לא נפגעו במסגרת העסקה.⁸¹ אומנם מנגנון זה אינו חף מקשיים – לא מן הנמנע כי יופעלו לחצים על בעלי מניות המיעוט, וחלקם עלולים להיות מושפעים מאינטרסים זרים, דוגמת הצעה מבעל השליטה לשפותם בעד הצבעה בעדו – אך במקרים שבהם הדבר אכן קורה, הרי שעצם ההשפעה הזרה מהווה עילה לפניה לבית המשפט, ועלולה לגרור אף סנקציות פליליות כפי שאירע בפרשת

75 עניין MFW, לעיל ה"ש 3, בעמ' 645–646.

76 שם, בעמ' 644: "[B]usiness judgment is the standard of review that should govern mergers between a controlling stockholder and its corporate subsidiary, where the merger is conditioned *ab initio* upon both the approval of an independent, adequately-empowered Special Committee that fulfills its duty of care; and the uncoerced, informed vote of a majority of the minority stockholders" (ההדגשה במקור). יש לציין כי בעוד שלפי עניין MFW על החברה להצהיר מראש כי העסקה תאושר אך ורק אם שני תנאים אלה ימולאו, אין זה ברור אם דרישה זו קיימת גם בדין הישראלי.

77 ת"צ אסם, לעיל ה"ש 24, בפס' 49.

78 ראו עניין מכתשים-אגן, לעיל ה"ש 9, בעמ' 25.

79 עניין מישורים השקעות, לעיל ה"ש 26, בפס' 73.

80 עניין MFW, לעיל ה"ש 3; עניין ורדיניקוב, לעיל ה"ש 9, פס' 79 לפסק הדין של השופט עמית.

81 ראו את הערתה של השופטת רונן בת"צ אסם, לעיל ה"ש 24, בפס' 302.

ערד השקעות.⁸² התנאי השני הוא כאמור הקמת ועדה בלתי תלויה. גם כאן, ברי כי ניהול המשא ומתן על ידי גוף חיצוני ובלתי תלוי יאיין את החשש מפני ניגוד העניינים המובנה שקיים בקרב הדירקטוריון. לכך יש להוסיף את הטיעון שצוין בפסיקה לטובת הוספת הדרישה להקמת ועדה בלתי תלויה לתנאים הסטטוטוריים, והוא היכולת של הוועדה לקיים משא ומתן בתנאי שוק, ואימוגבלותה לבחירה דיכוטומית בין אישור או דחייה של ההצעה המונחת לפתחה.⁸³ ייתכן כמובן כי אף הוועדה הבלתי תלויה תהיה מונעת ממניעים זרים, דוגמת האינטרס לרצות את הגוף שמינה אותה (הדירקטוריון), ואולם ניגוד האינטרסים שלה יהיה מופחת בהרבה מזה של הדירקטוריון עצמו.

יש לציין כי עצם הקמתה של הוועדה הבלתי תלויה אינו מחסן את העסקה מפני ביקורת שיפוטית, שכן על הוועדה מוטלות מספר חובות, ובהן החובה לפעול באופן עצמאי ולנהל משא ומתן אפקטיבי עם בעל השליטה.⁸⁴ זאת ועוד, אף אם הוועדה עמדה בחובותיה ופעלה באופן אפקטיבי, ואף אם נתקבלו כל שאר האישורים הסטטוטוריים, עדיין חלה החובה על נושאי המשרה לעמוד בכלל שיקול הדעת העסקי.⁸⁵ ואכן, טענה זו שימשה בסיס לתקיפת עסקת המיזוג שנידונה בעניין **אסם**. לטענת המבקשים, אף אם החליט בית המשפט להחיל את הלכת *MFV* בדין הישראלי, הרי שעדיין נפלו פגמים בהתנהלות הוועדה, במידה המצריכה את הפעלתו של סטנדרט ביקורת חריף מכלל שיקול הדעת העסקי.⁸⁶ טענה זו לא נפלה על אוזניים ערלות, ובערכאה הדיונית השתכנעה השופטת רונן כי הוועדה הבלתי תלויה לא מילאה את חובותיה במידה מספקת, מאחר שהדיונים בה לא ארכו זמן מספק והפרוטוקולים שלה לא היו מפורטים במידה מספקת.⁸⁷ משכך, השופטת רונן נדרשה לסטנדרט הביקורת החרף יותר – סטנדרט הבחינה המוגברת.

בכך יש כדי להראות כי ייתכן שהלכת **אסם** לא תחסן לחלוטין עסקאות עם בעלי עניין מפני בחינה מהותית ומדוקדקת על ידי בית המשפט. אומנם, השופטת רונן לא החילה את סטנדרט הביקורת המחמיר ביותר, והסתפקה בבחינה מוגברת של העסקה. ברם, נראה כי בעצם מוכנותה לבחון את העסקה לגופה גם לאחר החלת הלכת *MFV*, ואף שלעמדתה הוועדה פעלה במידה סבירה למדי,⁸⁸ יש כדי להעיד על הבאות. לעומת זאת, בית המשפט העליון מצא שהוועדה אכן מילאה את חובותיה כשורה ובחן אך ורק את כלל שיקול הדעת העסקי.⁸⁹ ייתכן שבכך דווקא יש כדי להצביע על מוכנות נמוכה יותר של בית המשפט העליון להיכנס לנבכייה של העסקה ולבחון אותה לגופה.⁹⁰

3. האם הסכר נפרץ?

כמתואר לעיל, בתי המשפט עמדו פעם אחר פעם על החששות העולים מעסקאות עם בעלי שליטה, וראו את העסקאות האלה במבט חשדני.⁹¹ חשש זה הוביל בעבר את בתי המשפט לקבוע כי אף עסקאות אשר עמדו בכלל האישורים הקבועים בחוק החברות יעמדו

82 באותו עניין הצביע אחד מהדירקטורים שנרשם כבלתי נגוע במסגרת הסכם הצבעה עם בעל השליטה בעבור טובות הנאה. ראו ע"פ 3891/04 **ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל**, פ"ד ס (1) 294 (2005).

83 ת"צ **אסם**, לעיל ה"ש 24, בפס' 52.

84 ע"א **אסם**, לעיל ה"ש 2, בפס' 16.

85 ראו, למשל, את פרשת *Smith v. Van Gorkom* 488 A.2d 858 (Del. 1985), שבה למרות החלתו של כלל שיקול הדעת העסקי, בית המשפט בדלור הטיל אחריות על נושאי המשרה.

86 ת"צ **אסם**, לעיל ה"ש 24, בפס' 6–7.

87 שם, בפס' 270 ו-272–273.

88 שם, בפס' 269.

89 ע"א **אסם**, לעיל ה"ש 2, בפס' 17.

90 הדיון בחובותיה הקונקרטיות של הוועדה הבלתי תלויה חורג מגבולותיה של רשימה זו. להרחבה ראו חמדני וחנס, לעיל ה"ש 5, בפרק ב.

91 ראו לעיל ה"ש 9 והטקסט שלידיה.

בפני סטנדרט הביקורת המחמיר ביותר. בעניין **מכתשים-אגן** ציינה השופטת אנג'לין ג'ונס כי אף הקמתה של ועדה בלתי תלויה לא תחסן עסקאות משמעותיות (כדוגמת going private) מפני ביקורת שיפוטית מהותית בדבר כדאיותה של העסקה.⁹² אף מלומדים ציינו את חששם מפני הימנעות בית המשפט מבחינת עסקאות אלו לגופן.⁹³

אם כן, עולה השאלה האם בית המשפט העליון הפקיר למעשה את בעלי מניות המיעוט בעניין **אסם**, בכך שנמנע מלבחון את מהות העסקה אלא השתמש בכלל שיקול הדעת העסקי בלבד? התשובה לכך שלילית חרף עבודה שהחלטת בית המשפט אכן מצמצמת את מידת הביקורת **המהותית** שתופעל על ידי בית המשפט. לצד היתרונות הטמונים בהלכת **אסם** – ובראשן הגברת הוודאות המסחרית (כפי שיפורט להלן) – ההחלטה עלולה להפחית את מידת הפיקוח של בית המשפט על תוכנן של עסקאות עם בעלי עניין, ובכך להעצים את בעיית הנציג שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט.⁹⁴ שהרי בכך שבית המשפט החיל סטנדרט ביקורת מרוכך יותר על עסקאות עם בעלי עניין שבוצעו בהליכים המתאימים, הוא הפחית את חששם של בעלי שליטה וחברות מפני אי-עמידה בסטנדרט המחמיר של הגינות מלאה. משכך, מוכנותם של אלו להתפשר תרד, וכתוצאה מכך אף כוח המיקוח של תובעים פוטנציאליים יפחת.⁹⁵ זאת ועוד, אף בתי המשפט עצמם, כבואם להחיל את הסטנדרט המרוכך, לא ימהרו לאשר תביעות נגזרות וסיכויי תביעות אלה להצליח יפחתו.⁹⁶ ברם, לא ניתן לומר כי הלכת **אסם** ביטלה לחלוטין את הביקורת השיפוטית על עסקאות עם בעלי עניין. אלא שבדומה להחלת כלל שיקול הדעת העסקי על החלטות נושאי משרה, הלכת **אסם** שינתה את אופי הדיון מבחינה **מהותית** של כדאיותה הכלכלית של העסקה, ועברה לבחינה **פורצדורלית** של תקינות ההליך שהוביל לעסקה.⁹⁷ וכך, במקום לבחון אם מחיר העסקה פְּדָאי לחברה ולבעלי המניות, בית המשפט יבחן אם התנהלותה של הוועדה עמדה בדרישות שנקבעו בהלכת **אסם** (לרבות איתלות הוועדה בבעל השליטה וקבלת החלטות מיוחדות). ודוק, בתי המשפט בדלוור אינם חוששים לאשר תביעות נגזרות המוגשות בעקבות עסקאות עם בעל שליטה, כאשר הם מוצאים כי תנאיה של הלכת **MFV** לא קוימו כהלכה, וכי הוועדה הוקמה "למראית עין בלבד", כפי שנעשה בעניין **Dell**.⁹⁸

4. עניין **Dell** כדוגמה לביקורת שיפוטית לפי הלכת **MFV**

חברת **Dell** (להלן: החברה) הייתה חברה ציבורית אשר דבוקת השליטה בה, שהורכבה ממר דל ושותפיו, הפכה במסגרת רכישה ממונפת את החברה לפרטית (עסקת going private).⁹⁹ לאחר הרכישה, החלה החברה להתעניין ברכישה של החברה הציבורית **EMC**, אשר חלק משמעותי מנכסיה היו החזקותיה בכ-80% ממניותיה של חברת **VMware**. החברה לא יכלה לרכוש את **EMC** במזומן בלבד בשל החובות שהייתה שרויה בהן לאחר הרכישה הממונפת. משכך, הציעה החברה כי **EMC** תירכש בתמורה

92 ודוק: בעניין **מכתשים-אגן**, לעיל ה"ש 9, בעמ' 24, ציינה השופטת קרת-מאיר כי הקמת ועדה בלתי תלויה תאפשר את החלתו של סטנדרט ביקורת מרוכך רק כאשר העסקה אינה גורלית לחברה: "לכן, יש להשאיר בצריך עיון את השאלה באיזה סוג עסקאות עם בעלי עניין, שאינן בגדר עסקאות משמעותן גורלית לבעלי המניות, יהיה אכן מקום לקבוע כי מינוי ועדה מיוחדת בלתי תלויה יהיה תנאי להחלת שיקול הדעת העסקי ואת כלל אי ההתערבות." (ההדגשה אינה במקור).

93 ראו, למשל, אסף חמדני ושרון חנס "**הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדיירקטוריון וביקורת שיפוטית**" **משפט ועסקים** ט 75, 78–79 (2008).

94 ת"צ **אסם**, לעיל ה"ש 24, בפס' 46.

95 לדיון באופן שבו הלכת **MFV** היטיבה עם בעלי השליטה ופגעה בכוחם של בעלי מניות המיעוט, ראו Itai Fiegenbaum, *The Controlling Shareholder Enforcement Gap*, 56 AM. BUS. L.J. 583, 587–589 (2019).

96 שהאי, גם בעניין זה, בית המשפט העליון דחה את בקשת אישור התובענה מבלי לבחון את טיבה של העסקה לגופה. ראו ע"א **אסם**, לעיל ה"ש 2, בפס' 15 17.

97 לדיון באשר לכלל שיקול הדעת העסקי בהקשר זה ראו עניין **ורדניקוב**, לעיל ה"ש 9, בפס' 75. באופן כללי ראו גם שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" **עיוני משפט** לא 313 (2009).

98 *In re Dell Techs. Class V Stockholders Litig.*, Consol. C.A. No. 2018-0816-JTL (Del. Ch. Jun. 11, 2020). (להלן: עניין **Dell**).

99 שם, בפס' 8–9. עסקה זו בוצעה כחוק ואינה חלק מהדיון הרלוונטי לענייננו.

משולבת של מזומן ושל מניות שערכן יוצמד להחזקות החברה ב-VMware; מניות שהחברה שמרה לעצמה את הזכות להפוך אותן למניות רגילות בחברת האם (משכך, מניות אלה יכוננו להלן: מניות האופציה).¹⁰⁰ העסקה יצאה לפועל. מייד לאחר מכן החלו בעלי השליטה בחברה לחשוב על דרכים לחזק את שליטתם ב-VMware. בפני החברה עמדו שלוש אפשרויות: (1) לקנות מניות נוספות ב-VMware; (2) להפוך את מניות האופציה למניות רגילות בחברה; (3) להכריח את בעלי מניות האופציה למכור חלק ממניותיהם בחזרה לחברה.¹⁰¹ החברה בחרה באפשרות השלישית. מאחר שעסקה זו הייתה עשויה לחזק את מעמדה של דבוקת השליטה בחברה, היא ראתה בה עסקה עם בעל שליטה, וביקשה להשתמש במנגנון של הוועדה הבלתי תלויה על מנת לחסן את עצמה מביקורת שיפוטית.¹⁰²

עם זאת, החברה שמרה לעצמה את הזכות לבצע את האפשרות השנייה, קרי, לשנות את ייעודן של המניות ממניות צמודות לערכה של VMware למניות רגילות בחברה.¹⁰³ יצוין כי בשלב זה היה ברור שערכן של המניות, אם ייעודן ישתנה, יהיה נמוך באופן משמעותי מאומד ערכן בעת ביצוע עסקת הרכישה המקורית.¹⁰⁴ במילים אחרות, אומנם החברה יצרה ועדה בלתי תלויה לשם רכישת מניות האופציה, ואולם כל אותה העת התנוססה מעל צווארם של בעלי מניות האופציה חרב שינוי הייעוד, שבה יכלה החברה לבחור להשתמש במניות מבלי להיוועץ בוועדה הבלתי תלויה. לאורך המשא ומתן עם הוועדה, נציגי החברה הדגישו כי אם עסקת הקנייה לא תצא לפועל, החברה תשנה את ייעודן של המניות על דעת עצמה.¹⁰⁵ החברה גרסה כי שינוי הייעוד של המניות לא מהווה עסקה עם בעל עניין ולכן אינו מצריך את הקמתה של ועדה בלתי תלויה בהתאם להלכת *MFW*.¹⁰⁶ לבסוף, ובשל הלחצים האלה, הגיעה הוועדה להסכמה עם החברה על עסקת רכש המניות. עם זאת, החברה חששה כי בגלל חוסר כדאיות ההצעה, היא לא תזכה לרוב בקרב בעלי מניות המיעוט של המניות, וכך החברה לא תזכה להגנה מכוח הלכת *MFW*. משכך, בחרה החברה לנהל משא ומתן באופן ישיר עם חלק מבעלי מניות האופציה, והגיעה איתם להסכמות על עסקה מרוככת, אשר תחייב את כלל בעלי מניות האופציה אם תאושר. עסקה זו קיבלה את אישורם של 61% בקרב בעלי מניות האופציה.¹⁰⁷

חלק מבעלי מניות האופציה פנו לבית המשפט בטענה כי נושאי המשרה בחברת Dell הפרו את חובתם לפעול למען החברה. התובעים טענו כי העסקה אינה עומדת בסטנדרט ההגיונות המלאה.¹⁰⁸ הנתבעים מצידם סמכו את טענותיהם על הלכת *MFW*, וטענו כי יש לסלק את התביעה על הסף מאחר שפעולות נושאי המשרה חוסות תחת כלל שיקול הדעת העסקי.¹⁰⁹ בית המשפט קבע כי הליך אישור העסקה לא עמד בארבעה מתוך ששת התנאים המצטברים שנקבעו בהלכת *MFW*.¹¹⁰ ראשית, בית המשפט קבע כי מאחר שהחברה לא הקנתה לוועדה הבלתי תלויה את הזכות לדון אף בשינוי הייעוד, לא הייתה לוועדה היכולת האמיתית לומר "לא" לעסקה, שכן הוועדה ידעה כי התנגדות לאישור העסקה תוביל לתוצאה גרועה בהרבה עבור בעלי מניות האופציה.¹¹¹ שנית, בכך שהחברה ניהלה משא ומתן ישיר עם בעלי מניות האופציה, היא עקפה את סמכותה של הוועדה הבלתי תלויה, ובכך פגעה

100 יודגש כי האופציה היא של החברה ולא של בעלי המניות.

101 פעולה זו מכונה Redemption. ראו עניין *Dell*, לעיל ה"ש 98, בפס' 4.

102 שם, בפס' 4–5.

103 Robert S. Reder & Kirby W. Ammons, *Failure to Satisfy Four Prongs of MFW Framework Dooms Pleading-Stage Dismissal of Claims Arising from Controlling Stockholder-Led Redemption of Minority Shares*, 74 VAND. L. REV. EN BANC. 47, 51–52 (2021).

104 עניין *Dell*, לעיל ה"ש 98, בפס' 5.

105 שם.

106 שם, בפס' 4.

107 Reder & Ammons, לעיל ה"ש 103, בעמ' 53.

108 שם, בעמ' 53–54.

109 שם.

110 שם.

111 עניין *Dell*, לעיל ה"ש 98, בפס' 46–50.

בעצמאותה וביכולת המשא ומתן לַדְמוֹת תנאי שוק אמיתיים.¹¹² שלישית, התנהלות החברה עלתה לכדי כפיית העסקה על בעלי מניות האופציה.¹¹³ רביעית, בית המשפט קבע כי התנהלות החברה ומידע כוזב שמסרה לבעלי המניות הובילו לכך שהצבעתם על ההצעה לא הייתה מיועדת.¹¹⁴ בשל כך, בית המשפט קבע כי העסקה תיבחן לאור סטנדרט ההגיונות המלאה ולא לפי כלל שיקול הדעת העסקי,¹¹⁵ ולכן, לדעת בית המשפט, לא היה מקום לסלק את התביעה על הסף.¹¹⁶

דוגמה זו, בדומה לדיון שהתנהל בעניין **אסם**, מהווה סמן דרך לצורת ההתדיינות שתתקיים בבתי המשפט לאחר החלת הלכת *MFW*: בתי המשפט לא ינברו בשאלת הכדאיות הכלכלית של העסקה, אלא ירכזו את מאמציהם בבחינת הליך קבלת ההחלטות בעסקה. בכך יש כדי לתת מענה לחששות מפני רמיסת זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט, שהרי בית המשפט לא יסיר את ידיו מבחינת עסקאות עם בעלי עניין, וכפי שראינו בעניין *Dell*, אף לא יחשוש לפסול עסקאות אשר הליך אישורן לא היה תקין. אם כן, השינוי המהותי בעניין **אסם** אינו צמצום הביקורת השיפוטית על עסקאות בעלי עניין, אלא העברת מרכז הכובד של הביקורת השיפוטית מביקורת מהותית לביקורת הליכית.¹¹⁷

פרק ג: ביקורת על כדאיות העסקה לאחר הלכת אסם

ניתן לסבור כי אף לאחר הלכת **אסם**, הביקורת המהותית לא תיעלם מאולם בית המשפט. שהרי, אם בית המשפט יקבע כי הליך אישור העסקה לא היה תקין, למשל כאשר לא הוקמה ועדה בלתי תלויה כלל, יהיה עליו לעבור ולבחון את העסקה לגופה. ניתוח זה הוא נכון דוקטרינרית, שכן כפי שקבעה השופטת רונן בעניין **אסם**, פגמים בוועדה הבלתי תלויה יובילו לבחינה מהותית של העסקה, הן במסגרת כלל הבחינה המוגבר – אם פגמים אלו אינם מהותיים, והן במסגרת סטנדרט ההגיונות המלאה – אם פגמים אלו מאיינים הלכה למעשה את יתרונויה של הקמת הוועדה.¹¹⁸ כך, למשל, נראה לכאורה כי ועדה אשר לא קיימה משא ומתן אמיתי עם בעל השליטה, ושבהרכבה ישבו מקורביו של בעל השליטה, לא תזכה את נושאי המשרה ואת בעל השליטה בחסינות מפני בחינה מהותית של העסקה באמצעות סטנדרט ההגיונות המלאה. במסגרת החלתו יבחן בית המשפט את הכדאיות הכלכלית של העסקה. ברם, כפי שיוצג להלן, ניתוח זה לא משקף נאמנה את מצב העניינים המשפטי כיום.

ראשית, סטנדרט ההגיונות המלאה כולל שתי חובות – הן חובה להליך הוגן והן חובה לתוצאה הוגנת.¹¹⁹ משכך, לאחר שבית המשפט הגיע למסקנה כי הליך קבלת ההחלטות לא היה תקין, הרי שממילא העסקה לא עומדת בסטנדרט ההגיונות המלאה ואין הכרח להמשיך ולבחון את כדאיות העסקה. אומנם תיתכן הטענה כי קיימות עסקאות שבמסגרתן לא הוקמה ועדה בלתי תלויה בהתאם להלכת *MFW*, ועדיין יימצא כי הליך אישורן היה תקין. עם זאת, נראה כי מרגע שבית המשפט קבע נורמטיבית שההליך המתאים לאישור עסקה הוא באמצעות הקמת ועדה בלתי תלויה, ספק אם קיימות כיום אלטרנטיבות שבכוון לקיים הליך תקין

112 שם, בפס' 50–57.

113 היעדרה של כפייה על בעלי מניות המיעוט מהווה את אחד התנאים שנקבעו בהלכת *MFW*, שם, בפס' 87–94.

114 תנאי נוסף לקיומו של הליך תקין לפי הלכת *MFW*, שם, בפס' 108–111, הוא מיועדות ההחלטה של הוועדה הבלתי תלויה כלפי בעלי מניות המיעוט.

115 שם, בפס' 123.

116 שם. יצוין כי היעדרה של דחייה על הסף של התביעה בדין הדלוורי כמוה כאישור התביעה. שהרי בדומה לדין הישראלי, חששות החברה, נושאי המשרה ובעל השליטה מפני ליטיגציה יובילו אותם להסכם פשרה עם התובעים.

117 לדיון בתמורות של עניין *Dell* על הלכת *MFW* ראו: Christoph Zaugg, *Judicial Developments Sharpening the Focus of the MFW Standard: Independence of the Special Committee and Direct Negotiations by the Controller with Stockholders*, 46 DEL. J. CORP. L. 27, 36 (2021).

118 ת"צ אסם, לעיל ה"ש 24, בפס' 57 ר' 67.

119 חמדני וחנס, לעיל ה"ש 5, בעמ' 764.

שיאיין את החשש מפני פגיעה בחברה ובבעלי מניות המיעוט במידה דומה להקמתה של הוועדה הבלתי תלויה.

אסביר: הן בעניין אסם והן בעניין מכתשים-אגן נידונו בהרחבה הבעיות העולות מעסקאות עם בעלי עניין בחברה בכלל ועם בעל השליטה בה בפרט, כפי שפורט לעיל. בעייתיות זו הובילה כאמור לבחינה חשדנית ביותר של עסקאות אלה על ידי בית המשפט.¹²⁰ כיום, לאחר החלת הלכת *MFV*, קיימת למעשה עבור כלל השחקנים המעורבים, הן נושאי המשרה בחברה אשר מאשרים את העסקה והן בית המשפט עצמו, האפשרות להימנע מכניסה לתסבוכת של בחינת עסקה "בעייתית מעצם הגדרתה", ובמקום זאת להיצמד לבחינה הליכית אשר מכשירה לכאורה את העסקה ומאיינת את הבעייתיות שבה. משכך, לאחר חידוש משפטי זה, יש בהימנעות משימוש במנגנון הוועדה הבלתי תלויה כשלעצמה הצבעה על פגיעה בהליך התקין של אישור העסקה.

ניתן לדמות זאת לאירוע הבא: נניח כי לפני אסדרת התחום, יצרני תרופות לא היו נדרשים לאשר את התרופה שייצרו עם גוף בירוקרטי בטרם שיווקה לציבור. עם זאת, בשל הסיכון הטמון בתרופה, ומאחר שהמידע הרלוונטי נמצא לרוב בידי חברת התרופות, כל אימת שאדם טען בפני בית המשפט כי תרופה מסוימת גרמה לו לתופעת לוואי חמורה, בית המשפט החיל מעין חזקת איתקניות על חברת התרופות, והיה עליה להוכיח (בין אם באמצעות שימוש במומחים ובין בהבאת ראיות אחרות) כי התרופה לא הייתה מסוכנת מבחינה בריאותית, ולא היא זו שגרמה לתובע לנזק. עם זאת, בתי המשפט לא היו מרוצים משיטת בחינה זו מאחר שהיא אילצה אותם לנבור בנבכי עולם הרפואה, ולקבוע לגופו של עניין מה היו הנזקים הבריאותיים הטמונים בחומר כזה או אחר שממנו הורכבה התרופה. עם התפתחות שיטת המשטר למאפייני המדינה המודרנית, אוסדר תחום התרופות. נניח כי כיום חברות יכולות – אך לא מחויבות – לאשר את התרופות שלהן מראש עם משרד הבריאות. במקרה שהחברה אכן אישרה את התרופה, הרי שתעמוד לה חזקת תקינות, והחברה תיבחן אך ורק בהתאם לסטנדרט מקל של סבירות, מבלי שבית המשפט יניח מלכתחילה כי התרופה האמורה אכן גרמה לנזק. עוד נניח כי חברה מסוימת בוחרת בכל זאת שלא לאשר את התרופה שייצרה עם משרד הבריאות. אומנם, איש לא חולק על כך שזכותה של החברה שלא לאשר מראש את התרופה, אך לא ניתן להתעלם מסימני השאלה שמחדל זה מעורר. הרי בפני החברה עמדה דרך בטוחה "לחסן" את עצמה באופן כמעט מוחלט מפני תביעה, והיא בחרה בכל זאת שלא ללכת בדרך זו. ובחזרה לענייננו – בפני דירקטוריון פלוני עמדה האפשרות לחסן את עצמו באופן כמעט מוחלט מביקורת שיפוטית מהותית על תוכן העסקה שאותה אישר, ואולם הוא בחר שלא ללכת בדרך זו. ברי כי הזכות לעשות כן נתונה לו, ועדיין ברי גם כי הדבר מעלה סימני שאלה בדמות "על ראש הגנב בוער הכובע".

לכך יש להוסיף את הסברה כי מרגע שבית המשפט קבע כי ההליך התקין לאישור עסקה הוא באמצעות הוועדה הבלתי תלויה, הרי שחברות לא ינסו לגשש באפלה ויבחרו באפשרות שתקנה להן חסינות כמעט ודאית מפני ביקורת שיפוטית מהותית.¹²¹ עלינו לזכור כי במקרים רבים עסקאות עם בעלי השליטה של חברות ציבוריות הן עצומות ממדים, ועניין אסם מהווה דוגמה מצוינת לכך. בעסקאות מסוג זה, כלל השחקנים המעורבים מעוניינים להימנע עד כמה שניתן מביטול העסקה על ידי בית המשפט או אף מליטיגציה ארוכה. נוסף על כך, כלל המעורבים מצוידים בסוללות של עורכי דין בכירים אשר מכירים את החוק והפסיקה, ויעדיפו לבצע את העסקה באופן הבטוח ביותר האפשרי. במובן זה, נראה כי הימנעות משימוש בוועדה הבלתי תלויה לאחר עניין אסם, ויצירת סיכון משמעותי עבור כלל הגורמים המעורבים, אינה רק פעולה היוצרת חזקה של היעדר תקינות כאמור לעיל, אלא שניתן לשמור אותה ביחד עם אפשרויות משפטיות-אקדמיות מעניינות אך בלתי סבירות אחרות. באורח דומה, תיתכן האפשרות התיאורטית שנאשם יבקש במסגרת הטיעונים לעונש כי ייגזר עליו עונש העולה על זה שביקשה הפרקליטות, ואולם לא נופתע אם הפסיקה הקיימת לא מתמודדת עם קושייה מרעננת מסוג זה.

ולבסוף, אם בית המשפט יקבע כי נפל פגם בהליך קבלת ההחלטה ועל בסיס זאת יאשר את התביעה הנגזרת, קרוב לוודאי

120 ראו לעיל בפרק א1.

121 Fiegenbaum, לעיל ה"ש 95, בעמ' 591.

שהדיון בתביעה לגופה כלל לא יתרחש. כאמור, בהתאם להלכה כיום, במקרים שבהם עסקה לא עומדת בתנאי הלכת *MFW*, בין אם מאחר שהחברה ניסתה לעמוד בהם ולא הצליחה, ובין אם מלכתחילה לא ניסתה (ולעניין זה ראו את הנקודה שלעיל על אפשרויות איזוטריות אך קיימות), הרי שהעסקה תישפט בהתאם לסטנדרט ההגיונות המלאה. במקרה כזה, עצם ההכרה בבעייתיות הליך האישור ובצורך בשימוש בסטנדרט המחמיר ביותר ימקם את הנתבעים בנקודת חיסרון משמעותית, ולא יהיה להם כל אינטרס להמשיך בהליך המשפטי שבו הם קרוב לוודאי יפסידו. לכן, משקבע בית המשפט כי נפל פגם בהתנהלות הוועדה הבלתי תלויה, ימהרו נושאי המשרה והחברה להגיע לפשרה עם התובע כדי למנוע לטיגיצייה יקרה שבסופה הם עלולים להפסיד.¹²² במאמר מוסגר יצוין כי ייתכנו מקרים חריגים שבהם תהיה לחברה סיבה מוצדקת שלא להקים ועדה בלתי תלויה. ובראשם, החיסרון העיקרי של הוועדה – היא עולה כסף. אומנם עלות זו בטלה בשישים במרביתן של עסקאות עם בעלי שליטה בחברות ציבוריות, שעליהן חלים תנאי הפרק החמישי לחוק החברות שנידונו לעיל,¹²³ ועם זאת, ייתכנו חברות ציבוריות קטנות יחסית אשר העול הכספי הכרוך בהקמת הוועדה יגבר על תועלתה. אף במקרים כאלה, נראה כי ראוי יהיה להחיל מעין חזקת היעדר תקינות על עסקאות הוותיקות שבהן לא הוקמה ועדה בלתי תלויה, ותהיה זו חובתם של נושאי המשרה ושל בעל השליטה לספק הסבר שיניח את הדעת באשר לשאלה מדוע לא הוקמה ועדה כאמור.

1. בין ועדה בלתי תלויה לוועדת תביעות

מנגנון אפשרי אחר, אשר החברה תוכל להפעיל כדי לנסות ולהקהות את מידת הביקורת השיפוטית של בית המשפט על העסקה, הוא הקמתה של **ועדת תביעות**.¹²⁴ בדין הישראלי, בעל מניה או דירקטור המעוניין לתבוע בשם החברה תביעה נגזרת מחויב לפנות תחילה לחברה כדי לבקש שזו תמצה את זכויותיה בדמות הגשת התביעה בעצמה,¹²⁵ או הגעה להחלטה אחרת בעניין.¹²⁶ דרישה זו כוללת חריגים הקשורים למקרים שבהם עצם הפנייה לחברה עלולה לאיין את סיכויי התביעה, או כאשר למקבל ההחלטות בפנייה עניין אישי בתביעה.¹²⁷ אחת מהתגובות האפשריות של החברה לפנייה זו היא הקמה של ועדה עצמאית אשר תבחן את התביעה, ובעת הצורך תמליץ לחברה על הגשת התביעה או על ניהול הליך חלופי בעניין.¹²⁸ משכך, נראה כי קיימת האפשרות שלאחר עסקה של בעל השליטה עם החברה תוגש לה פנייה בטרם הגשת תביעה נגזרת, והחברה מצידה תקים ועדה בלתי תלויה במטרה לבחון את העסקה. אם הוועדה הזו תתאים את אופן פעולתה לתנאי הלכת *MFW*, יהיה בכך כדי לדמות את הליך הבחינה שהוכר בעניין **אסם** כהליך המזכה את החברה בסטנדרט ביקורת מופחת של שיקול הדעת העסקי.¹²⁹

עם זאת, קיימים הבדלים מהותיים בין ועדת התביעות המתוארת לוועדה שהוקמה בהתאם להלכת *MFW*. הוועדה מהסוג שנידון בעניין **אסם** מוקמת מראש במטרה לנהל משא ומתן על אופי העסקה, ולא רק כדי לבחון את נאותותה בדיעבד; לוועדה זו כוח רב בהרבה בהבטחת האינטרסים של החברה ושל בעלי מניות המיעוט בה. וזאת, לעומת ועדת תביעות אשר מעצם טיבה מוקמת

122 חמדני וחנס, לעיל ה"ש 5, בעמ' 801, ה"ש 108 (וההפניות שם).

123 וכן על חברות אגרות חוב.

124 כבוב, בלאו ופיליפ, לעיל ה"ש 8, בעמ' 74–77; עמיר ליכט "הוועדה המתמדת – מקומו ומעמדו של דו"ח ועדה עצמאית בתביעה נגזרת" **נקודה בסוף משפט** 23.1.2018; עמיר ליכט "ועל כל ועדה תקצוף? – עוד על הדיפת תביעה נגזרת באמצעות ועדה עצמאית" **נקודה בסוף משפט** 8.5.2018.

125 ס' 194 (ב) **לחוק החברות**.

126 ס' 195 **לחוק החברות**.

127 ס' 194 (ד) **לחוק החברות**; כבוב, בלאו ופיליפ, לעיל ה"ש 8, בעמ' 77.

128 ס' 110 **לחוק החברות**; כבוב, בלאו ופיליפ, שם, בעמ' 81.

129 ראו את התייחסות לע"א **אסם**, לעיל ה"ש 2, אף בדיון בוועדת תביעות – ת"פ (מחוזי ת"א) 51538-12-20 **מדינת ישראל נ' אלוביץ'**, פס' 64, 69 (נבו 20.7.2022). לביקורת על פסק הדין הזה ראו אהוד אפרים ואלון לוקסנבורג "על חובת הסודיות של ועדה בלתי-תלויה (בעקבות ת"פ 51538-12-20)" **פורום עיוני משפט** מז (תגובות משפט, ספטמבר 2022).

על ידי החברה כ"מנגנון הגנה" לאחר שהעסקה כבר אושרה.¹³⁰ במובן זה, רבים מהיתרונות העומדים בפני הוועדה הבלתי תלויה אינם מתקיימים כאשר מדובר בוועדת תביעות. כך, למשל, בעוד שהוועדה הבלתי תלויה מנהלת משא ומתן מלא על טיב העסקה, ואינה נתונה בפני הכרעה בינרית של קבלת העסקה או דחייתה,¹³¹ הרי שבפני ועדת התביעות עומד מעשה עשוי – העסקה כבר הושלמה, והוועדה יכולה לכל היותר לקבוע אם העסקה כמכלול עדיפה לחברה מאשר דחייה של כל עסקה, מבלי שהוועדה יכולה לבחון אם החברה יכולה להשיג עסקה טובה יותר.¹³²

נקודה נוספת בהקשר זה מתכתבת עם תום הלב של נושאי המשרה בחברה באשר להקמת ועדת תביעות לאחר שלא הוקמה ועדה בלתי תלויה לפני ביצוע העסקה. כך, כפי שתואר לעיל, מרגע שעומדת בפני נושאי המשרה האפשרות להקים מראש ועדה אשר תחסן אותם מפני ביקורת שיפוטית מחמירה, הרי שעצם אייחוקתה של ועדה זו מעוררת סימני שאלה. יתרה מכך, מאחר שברצוננו לתמרץ הקמה של ועדה בלתי תלויה אשר תנהל את המשא ומתן בשם החברה, ייתכן שבריוך סטנדרט הביקורת כתוצאה מהקמת ועדת תביעות יש כדי לפגוע בתמריצים של נושאי המשרה להקים את הוועדה הבלתי תלויה מראש. על כן, עולה כי אף אם יש בכוחה של ועדת התביעות להקהות את מידת הביקורת במקרים של עסקה בין בעל השליטה לחברה, הרי שמידת ההשפעה הזאת מוגבלת ביותר, וברי כי אינה משתווה להקמה של ועדה בלתי תלויה מראש. יצוין כי הביקורת המופנית דרך קבע כלפי ועדות תביעות הנוגעת לכך שבפועל הן אינן פועלות באופן בלתי תלוי ולמעשה מחויבות לחברה ולנושאי המשרה בה,¹³³ יכולה להיות מופנית אף בקשר לוועדה בלתי תלויה המוקמת בראי הלכת *MFV*, ועל כן, אין בה כדי להבחין בין שני סוגי הוועדות. עם זאת, יודגש כי ביקורת זו אינה מבוססת אמפירית, ומחקרים שנערכו לאחרונה בדלור מראים כי ועדות בלתי תלויות אכן פועלות באופן בלתי תלוי, ואינן מתפקדות כ"קבלניות" דחיית תביעות מטעם נושאי המשרה בחברה.¹³⁴

נראה אפוא שביקורת על כדאיות העסקה לגופה לא תמצא עוד, ככלל, את דרכה לבית המשפט לאחר עניין *אסם*, למצער בכל הקשור לביקורת שיפוטית על עסקאות עם בעלי השליטה בחברה. לשינוי ההתדיינות מבחינה מהותית של העסקה לבחינה הליכית של הליך קבלת ההחלטות יתרונות רבים ומגוונים. על רובם עמד השופט עמית בהרחבה בעניין *ורדניקוב*,¹³⁵ ולכן אקצר ואומר כי לבתי המשפט יכולות משופרות בהרבה לבחון הליך בלתי תקין לעומת בחינה של הכדאיות הכלכלית של עסקה שאושרה, שכן לבתי המשפט חוסר יכולת אינהרנטית לבחון את המחיר השוקי הסביר של עסקה, ולשערך את מידת הפגיעה בבעלי המניות כתוצאה מסטייה ממחיר זה.¹³⁶ נוסף לכך, אין להתעלם מהפשטות היחסית שבעמידה על הליך קבלת ההחלטות, לעומת נבירה בנבכי העסקה לגופה. בחינה מהותית של העסקה דורשת את העדתם של מומחים, הגשת חוות דעת וניהול הליכי הוכחות ממושכים.¹³⁷ לעומת זאת, אף שבחינת הליך קבלת ההחלטה אינה פשוטה כלל ועיקר, הרי שבליבה טמונות לא פעם סוגיות שבהן בית המשפט יכול להכריע בקלות יחסית. כך, למשל, הצבעה על קרבה בין חברי הוועדה לבעל השליטה שמציבה את הוועדה בניגוד עניינים, היא סוגיה פשוטה בהרבה משאלת סבירות מחיר המניה שעליו סוכם.

130 לעניין חשיבות המועד שבו הוקמה הוועדה ראו כבוב, בלאו ופיליפ, לעיל ה"ש 8, בעמ' 80.

131 לניתוח העסקה בעניין *Dell*, ראו לעיל בפרק 4.

132 שם.

133 ראו עמיר ליכט "ועדת קישוט – נקודה לנפקותו של דוח "וועדה עצמאית" בהליכי תביעה נגזרת" *נקודה בסוף משפט* (8.2.2019); צפורה כהן בעלי מניות בחברה: זכויות תביעה ותורפות כרך ג' 511 (מהדורה שנייה 2010); כבוב, בלאו ופיליפ, לעיל ה"ש 8, בעמ' 86.

134 Minor Myers, *The Decision of the Corporate Special Litigation Committees: An Empirical Investigation*, 84 IND. L.J. 1309 (2009)

135 עניין *ורדניקוב*, לעיל ה"ש 9, בפס' 68–69.

136 שם.

137 לדיון נרחב ביתרונותיה של הלכת *MFV* ראו ת"צ *אסם*, לעיל ה"ש 24, בפס' 52–57. כמו כן, ראו Christopher J. Merken, *Not Just Going Private: In re MFV Shareholder Litigation's Evolution and Expansion Should Result in a Uniform Standard of Review in All Conflicted Controller Transactions*, 46 W. ST. U. L. REV. 1, 9–11 (2019); Amir N. Licht, *Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware's Entire Fairness Review*, 44 DEL. J. CORP. L. 1, 52–55 (2020).

פרק ד: סטנדרט ההגינות המלאה – לאן עכשיו?

בפרק הקודם נטען כי לאור החלת הלכת *MFW* בדין הישראלי, הליך האישור שתואר בעניין *אסם* הפך למעשה להליך האישור התקין היחיד האפשרי. על כן, הדבר מעלה מחדש את שאלת נחיצותו ונפקותו של סטנדרט ההגינות המלאה. בעניין *ורדניקוב* התלבט השופט עמית אם יש להחיל את סטנדרט ההגינות המלאה בדין הישראלי, ולבסוף הוא לא שלל את האפשרות הזו.¹³⁸ נכון להיום, נראה כי תחולת הסטנדרט בישראל הפכה לברורה מאלה,¹³⁹ ובתי המשפט פונים אליו לא פעם כאשר קיים פגם משמעותי בכלל שיקול הדעת העסקי (דוגמת החלטה שהתקבלה שלא בתום לב),¹⁴⁰ או כאשר ניגוד העניינים בעסקה הוא כה משמעותי עד שאין מקום בכלל להידרש לכלל שיקול הדעת העסקי.¹⁴¹ כפי שיוצג להלן, נראה שלאחר עניין *אסם*, התרומה של סטנדרט ההגינות המלאה להליך אישור עסקאות עם בעלי עניין כמעט שהתאינה.

מקורו של סטנדרט ההגינות המלאה, בדומה להסדרים משפטיים רבים אחרים בתחום דיני התאגידים, הוא בדין בדלוור.¹⁴² מטרתו לאפשר לבית המשפט לבחון עסקאות שבהן קיים סיכון מוגבר לפגיעה באינטרסים של החברה ושל בעלי מניות המיעוט. עם זאת, בשנים האחרונות בדלוור פוחת השימוש בו, ולא מעט קולות קוראים להפסיק את השימוש בו כליל.¹⁴³ הסיבה לכך היא שהתפתחותה של הלכת *MFW*, אשר שלחה את זרועותיה אף לתחומים שאינם קשורים לעסקאות עם בעל השליטה,¹⁴⁴ הפכה את עיקר הבחינה של בית המשפט לזו המתייחסת להליך קבלת ההחלטה. כך, למשל, כפי שראינו בעניין עסקאות עם בעל שליטה, בית המשפט בוחן אם הוועדה הבלתי תלויה ובעלי מניות המיעוט לא הושפעו מלחצי בעל השליטה, ואם החלטתם הייתה מיודעת.¹⁴⁵ במקרים שבהם ההחלטה עומדת בתנאים אלה, בית המשפט מחסן את נושאי המשרה באמצעות החלת כלל שיקול הדעת העסקי. במקרים שבהם העסקה לא עמדה בתנאים, בית המשפט יחליט להימנע מסילוק התביעה על הסף,¹⁴⁶ ובכך הלכה למעשה יקבל את התביעה.¹⁴⁷ שהרי, כפי שפורט לעיל, בעצם אישור התביעה מעמיד בית המשפט את הנתבעים בעמדת נחיתות משמעותית, ואלה ינסו ככל האפשר להגיע לפשרה ולהימנע מליטיגציה בהליך העיקרי.

אם כן, בתי המשפט בדלוור עברו מבחינה שסובבת את כלל ההגינות המלאה (אשר בוחנת את האיזון באופן שבו התקבלה

138 עניין *ורדניקוב*, לעיל ה"ש 9, בפס' 84–87.

139 עניין *אש*, לעיל ה"ש 14, בפס' 152; ת"א (כלכלית ת"א) 48851-02-12 *מטרת מיזוג חברות בע"מ נ' אולטרה שייפ מדיקל בע"מ*, פס' 225 (נבו 16.7.2012). לעומת זאת, ראו את עמדת בית המשפט שלפיה מקומו של סטנדרט ההגינות המלאה לא בואר לאישורו בעניין *ורדניקוב*, לעיל ה"ש 9 – תנ"ג (כלכלית ת"א) 37733-12-14 *קוסובר נ' דוניץ* 68 (נבו 25.3.2018): "על רקע זה מתחדד, לדברי בית המשפט העליון, הקושי בנוגע לשאלת מקומו של כלל ההגינות המלאה בדיני החברות בישראל בנוגע לעסקאות עם בעלי עניין. בפסק דין *ורדניקוב* באותו מקרה לא היה צורך לקיים דיון בנושא ולכן הסתפק בית המשפט בהתייחסות קצרה לסוגיה."

140 ראו עניין *גדיש*, לעיל ה"ש 17, בפס' 40, שבו נקבע כי משעמדו התובעים בנטל ההוכחה הראשוני והראו כי בעלי מניות המיעוט קופחו לכאורה, עובר הנטל לנתבעים ועליהם לעמוד בסטנדרט ההגינות המלאה. ראו גם עניין *מנשה*, לעיל ה"ש 19, בפס' 29, שגם בו נקבע כי כאשר נסתר כלל שיקול הדעת העסקי בשל ניגוד עניינים לכאורה, עובר נטל ההוכחה על הנתבעים ועליהם לעמוד בסטנדרט ההגינות המלאה.

141 ראו, למשל, עניין *מישורים השקעות*, לעיל ה"ש 26, בפס' 86: "חרף האמור, בנסיבות המקרה הרי שמדובר במקרה *מובהק* בו אין מקום להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי נוכח ניגוד העניינים המובהק של בלוטרייך באישור העסקה. בנסיבות אלה הרי שיש על פניו לפנות ולבחון את נסיבות העסקה בהתאם לרף הביקורת המחמיר של בדיקת ההגינות מלאה." (ההדגשה במקור).

142 לביקורת על אימוץ הסדרים מהמשפט בדלוור ראו רועי שפירא "*להיות כמו דלוור*" *עיוני משפט* מד 683, 686 (2021). שפירא טוען כי לצד אימוץ ביקורת שיפוטית המתרכזת בפרוצדורלי של אישור עסקאות, על המשפט הישראלי לאמץ אף את הסדרי גילוי המסמכים המהווים נדבך משמעותי מהמשפט בדלוור. אינני חולק על הצעה זו.

143 ראו Licht, לעיל ה"ש 137.

144 ראו Merken, לעיל ה"ש 137.

145 עניין Dell, לעיל ה"ש 98.

146 שם, בפס' 123.

147 חמדני וחנס, לעיל ה"ש 5, בעמ' 801.

ההחלטה לעומת הכדאיות הכלכלית שלה (בפועל) אל בחינה המתרכזת בנדבך הראשון של כלל ההגיונות המלאה, ההיבט ההליכי, וזנחת את השני. כאמור לעיל, אימוצה של הלכת *MFW* בישראל ייבאה את שיטת הביקורת הזו, והיא מתווספת להסדרי בחינה הליכיים אחרים שקיימים זה מכבר בדיני התאגידים בישראל,¹⁴⁸ ובראשם תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי.

1. חובת אמונים או חובה להשאת רווח

נראה אפוא כי במצב עניינים שבו בית המשפט בוחן רק את הליך אישור העסקה ונמנע מלבחון את העסקה לגופה, כלל ההגיונות המלאה מתייטר למעשה. לכל היותר ניתן לומר כי תפקידו הופך להיות גלגל הצלה אחרון של הנתבעים. שהרי, אף אם אלה לא עמדו בדרישות הפרוצדורליות כדין, עדיין יהיה בכוחם להינצל באמצעות מחיר "הוגן במיוחד"; שכן, כבואו של בית המשפט לאזן בין ההליך ההוגן למחיר ההוגן של העסקה, סביר שהוא יסכים "לקבל" את הפגם שבהליך בתמורה לתוצאה מהותית שמיטיבה עם הנתבעים. הדבר למעשה מאפשר לנושאי משרה בחברה "לקנות" את חובת האמון שלהם כלפי החברה ובעלי המניות: גם אם הם הפרו את חובת האמון שלהם, פעלו בניגוד עניינים ושלא בתום לב, עדיין יתאפשר להם לצלוח את התביעה. הסדר זה מעלה שאלה נורמטיבית שבתי המשפט מיעטו לעסוק בה – האם ראוי שכלל ההגיונות המלאה ימלא תפקיד זה וישמש כחוף מבטחים עבור נושאי משרה שהפרו את חובות האמון שלהם? ודוק: במצב המשפטי הקיים כיום, כפי שתואר לעיל, אם נושאי המשרה ביצעו נאמנה את תפקידם הפרוצדורלי, לא ניזקק בכלל לכלל ההגיונות המלאה. אלא נגיע אליו רק לאחר שמצאנו פגם בהליך תפקודם של נושאי המשרה.

אולם, ברי כי חובת האמונים של נושאי המשרה כלפי החברה ובעלי המניות לא מסתכמת בהשאת רווח לחברה בלבד. לא בכדי נקבע על פי נושאי המשרה לפעול לטובת החברה ולהעדיף את האינטרסים שלה על פני אלה שלהם. כמו כן, לא בכדי נקבעו סנקציות פליליות על הפרת חובת האמונים של נושאי המשרה כלפי החברה. במובן זה, המחוקק עמד על יחסי האמון הנוצרים בין החברה לבין נושאי המשרה בה, ועל האחריות הרבה שמוטלת על נושאי המשרה. לא פעם, נושאי המשרה הבכירים בחברה יפעלו בלא מנגנון ביקורת אפקטיבי אשר יוכל לעמוד על איסדרים בהתנהלותם בזמן אמת. לאור זאת, הדרישה כלפי נושאי המשרה היא גם דרישה הליכית, להתנהל באופן ששם את טובת החברה בראש מעייניהם, ולהימנע מפעולות משיקולים זרים.¹⁴⁹ משכך, רדוקציה של חובה זו לשאלה אם שווי העסקה הוא ראוי אינה במקומה. מובן, שאם לכלל ההגיונות המלאה היו יתרונות אחרים מבחינה שיפוטית, ייתכן שניתן היה לבלוע גלולה זו. ואולם, לאחר החלת הלכת *MFW* בישראל, ובשים לב להרחבת הבחינה הליכית על חשבון הבחינה המהותית של עסקאות (דבר שעליו כשלעצמו יש לברך), עולות ספקות בדבר הצורך בכלל שיפוט זה שכל תפקידו הוא "להכשיר את הרקוב".¹⁵⁰

בשלב זה ראוי לעמוד על סתירה פנימית שנובעת מתפקידו של כלל ההגיונות המלאה כיום: כדי שבית המשפט יידרש בכלל לכלל ההגיונות המלאה, עליו קודם לקבוע כי העסקה לא עומדת באחד מתנאיו. שהרי, תנאי סף לפנייה של בית המשפט לסטנדרט ההגיונות המלאה הוא אייחתיקותו של הליך ראוי, המהווה אחד משני התנאים של כלל ההגיונות המלאה. אומנם, תיתכן הטענה כי בתי המשפט למעשה מאזנים בין הליך ראוי למחיר הוגן, במובן זה שמחיר הוגן במיוחד יכול לפצות על הליך בעייתי. אולם, נראה שסתירה מתודולוגית זו מצביעה פעם נוספת על היעדר נחיצותו, שלא נאמר זרותו, של כלל ההגיונות המלאה למבנה המשפטי הקיים

148 להצעה ליצירת דוקטרינה כללית בהקשר זה ראו עופר גרוסקופף ויפעת נפתלי בן ציון "תפשת מרבה, לא תפשת", *האומנם? על נורמות התנהגות, מנגנונים פרוצדורליים וביקורת שיפוטית בדיני התאגידים" ספר יורם דנציגר 133 (לימור זריגוטמן ועידו באום עורכים 2019).

149 להרחבת הטיעון ראו את דבריו של השופט עמית בנושא תחולת דיני האמונות על עסקאות עם בעלי עניין בעניין ורדניקוב, לעיל ה"ש 9, בפס' 82.

150 לביקורת על כלל ההגיונות המלאה עוד בטרם הוחלה הלכת *MFW* בישראל ראו עמיר ליכט "שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושאי-משרה" משפט ועסקים יט 475, 533–535 (2016).

כיום בישראל.

2. אחריות מלאה

אף אם אין עוד מקום לכלל ההגינות המלאה במשפט הישראלי, עדיין תעלה השאלה באיזה כלל, אם בכלל, צריך להחליפו. במקומות שבהם היה אמור להיות מופעל כלל ההגינות המלאה, יוצע כי בית המשפט יטיל מעתה אחריות מלאה על נושאי משרה. חובה של אחריות מלאה הייתה החובה שהוחלה על נושאי משרה בדלוור בטרם החלתו של כלל ההגינות המלאה,¹⁵¹ ושזוכה לתקומה מחדש בשנים האחרונות.¹⁵² הסדר משפטי זה אינטואיטיבי הרבה יותר למערכת המשפט הישראלית, אשר עוברת תהליך של מעבר לבחינה פרוצדורלית על פני בחינה מהותית של עסקאות. משמעותה של אחריות מלאה בהקשר זה היא כי למעשה, ככל שיוכח שהעסקה אכן הובילה לנזק לחברה ו/או לבעלי מניות המיעוט, נזק זה יוטל על נושאי המשרה בגין הפרת חובות האמון שלהם, וייתכן שעל בעל השליטה מתוקף קיפוח בעלי מניות המיעוט. על פניה, חובה זו נראית קיצונית ביותר, ועם זאת, כפי שיוצג כעת, ניתוח בהתאם להסדר המשפטי החל לאחר הלכת אסם יוביל לכך שבית המשפט כמעט שלעולם לא יידרש להטיל אחריות מלאה על נושאי המשרה, וזו תיוותר בחזקת חובה שיורית ומוצא אחרון בלבד.

כאמור, בהתאם לדין הנוכחי, במקרים שבהם בית המשפט בוחן כל ההגינות המלאה, הוא כבר התרשם כי בהליך קבלת ההחלטה נפלו כשלים ולכן יש צורך בבחינה מוגברת.¹⁵³ משכך, יש אפוא להסיר את המעטה מפני שלב זה של הבחינה המשפטית ולומר בריש גלי: **במצב המשפטי השורר כיום בישראל, כאשר בית המשפט מגיע לבחון את כלל ההגינות המלאה, הוא למעשה בוחן את מידת הנזק שנגרם לתובעים (בדמות שאלת כדאיות העסקה), לאחר שכבר נקבע כי העסקה לא עומדת במבחן הראשון של כלל ההגינות המלאה שהוא דרישת ההליך ההוגן.** ודוק, החלתו של כלל ההגינות המלאה בדלוור שונה – לעיתים הכלל מוחל כברירת מחדל ועצם החלתו אינה השלכה של כשלים כלשהם שנפלו בהליך קבלת ההחלטות עובר להשלמת העסקה.¹⁵⁴

מאחר שמערכת המשפט הדלוורית אינה כוללת דרישות סטטוטוריות לאישור עסקאות בניגוד עניינים, הרי שהבחינה הראשונית שבתי המשפט ביצעו בעת היתקלות בעסקאות אלה הייתה במסגרת כלל ההגינות המלאה.¹⁵⁵ מכאן אפוא נולדה הדרישה לקיומו של הליך הוגן. ואולם, ברי כי דרישה זו היא חסרת משמעות בישראל, שהרי הליך קבלת ההחלטות כבר נבחן עוד בטרם בית המשפט עובר לבחינת כלל ההגינות המלאה. וזאת משום שבישראל הבחינה הפרוצדורלית נעשית במסגרת בחינת התקיימותן של הדרישות הסטטוטוריות, כמו גם עמידה בתנאיה של הלכת אסם או בכלל שיקול הדעת העסקי, בהתאם לעניין. לחובה של אחריות המלאה יתרון מתודולוגי נוסף. אף אם התובעים יצליחו להוכיח כי נושאי המשרה הפרו את חובותיהם כלפי החברה ובעלי המניות, עדיין נדרש כי אלה יוכיחו את הנזק שנגרם, ועל בית המשפט לקבוע את הסעד המתאים בנסיבות העניין. משכך, בית המשפט ממילא נזקק לדיון מהותי בכדאיותה של העסקה במסגרת הערכת הנזק לבעלי המניות. לכן, הימנעות מדיון מהותי הן במסגרת בחינת עמידת העסקה בסטנדרט ההגינות המלאה והן במסגרת הערכת הנזק ימנעו דיון כפול.

לסיכום, כאשר בית המשפט מגיע לשלב שבו עליו לבחון את כלל ההגינות המלאה, ממילא נקבע כבר כי נפלו כשלים בהליך קבלת ההחלטות. בשלב זה, בית המשפט מחשב הלכה למעשה את מידת הנזק שנגרמה לתובעים (הפער בין המחיר שקיבלו להליך ההוגן), ובמובן זה הבחינה המהותית של סטנדרט ההגינות המלאה ושלב אמידת הנזק שנגרם לתובעים מהווים מבחנים חופפים.

151 ראו Licht, לעיל ה"ש 137, בעמ' 19–23.

152 שם.

153 ראו לעיל ה"ש 140–141.

154 עניין ורדניקוב, לעיל ה"ש 9, בפס' 76–78.

155 עניין MFW, לעיל ה"ש 3, בעמ' 642.

בכך ניתן לראות כי שני התנאים של כלל ההגינות המלאה נבלעים בתוך יסודות אחרים שעל בית המשפט לבחון ממילא: הפן ההליכי של ההגינות המלאה נבלע בתוך בחינת אמות המידה שקבעה הפסיקה לקיומו הליך תקין (ובכללן שאלת התקיימות תנאי הלכת אסם, וכן בחינת כלל שיקול הדעת העסקי שהיא בעיקרה בחינה הליכית של הליך אישור העסקה); הפן המהותי של כלל ההגינות המלאה (מחיר הוגן) נבלע במסגרת הדיון במידת הנזק שנגרם לתובעים ובבחינת הסעד המתאים. נראה אפוא שבמסגרת הליך הניתוח הערכני שעל בתי המשפט לבצע, סטנדרט ההגינות המלאה הופך לחסר עמידה עצמאית.

3. השלכות ביטולו של סטנדרט ההגינות המלאה

אף אם תתקבל הטענה כי לסטנדרט ההגינות המלאה אין משמעות פרקטית היום, תיתכן הביקורת כי להסדר זה משמעויות סמנטיות. שהרי בפועל, בתי המשפט עודם יבחנו את שני נדבכיה של ההגינות המלאה, ומשכך ספק אם לשינוי זה יהיו השלכות על הניתוח המשפטי של עסקאות עם בעלי עניין ועל התנהלות הממשל התאגידי ככלל. ואולם, לא כך הדבר. ראשית, הסרת כלל ההגינות המלאה ממסגרת הניתוח התאגידי בישראל תאיץ את שינוי התפיסה של ההתדיינות התאגידית – מזו המתרכזת במהות העסקה ותוצאותיה לבחינה הליכית.¹⁵⁶

שנית, אומנם אף לאחר החלת הלכת *MFV* בית המשפט עדיין יידרש לבחינת כדאיותה של העסקה, למצער בשלב חישוב הנזק שנגרם לתובעים. ואולם, בחינה זו תיעשה בדרך שירית ולרוב בית המשפט כלל לא יידרש אליה. שהרי, במהלך דיון בבקשת אישור תביעה נגזרת, שהיא ההליך הדיוני העיקרי בענייני אישור עסקאות עם בעלי עניין (שכן לאחר שהתביעה אושרה, סביר להניח שהצדדים יגיעו לפשרה),¹⁵⁷ בתי המשפט נדרשים לבחון את הערך שהתביעה תניב לחברה ולבעלי המניות התובעים.¹⁵⁸ משכך, לכאורה גם ללא בחינה של סטנדרט ההגינות המלאה, יצטרכו בתי המשפט לבחון את כדאיותה של העסקה במסגרת בחינת מידת הנזק שנגרמה לתובעים. עם זאת, אם בחינת מהות העסקה ומידת הנזק שלה לחברה ולבעלי המניות תיוותר לשלב הערכת הנזק, הרי שבתי המשפט לא יידרשו לה בבואם לקבוע את עצם קיומה של עלילת תביעה. שכן בית המשפט יוכל תחילה לבחון את התנהלות נושאי המשרה הפרה את חובתם הפרוצדורלית לחברה, בהתאם למבחנים שפורטו לעיל, ורק לאחר מכן לעבור לבחינת שאלת הנזק. משכך, לכל היותר בתי המשפט יידרשו לבחינה מהותית של העסקה בדיון שיורי בשאלת כדאיות התביעה, לאחר שכבר נקבע כי נושאי המשרה הפרו את חובותיהם. דיון זה, אם בית המשפט יבחר לקיימו, יהיה מצומצם בהרכבה ובעל השלכות מינוריות על התביעה, מאחר שכדי להגיע לשלב זה של הבחינה, יהיה על בית המשפט לקבוע תחילה כי נושאי המשרה הפרו את חובותיהם לחברה ולבעלי המניות, ובשלב זה של הניתוח לא סביר שבתי המשפט ימנעו את אישור העסקה על בסיס זה בלבד.

לא זו אף זו, בקשות לאישור תביעה מתבררות לא פעם בהסכמה דיונית שבה בית המשפט בוחן תחילה אם הופרו החובות של נושאי המשרה, ורק לאחר קביעה זו הצדדים ניגשים להתדיין בדבר הנזק שנגרם לתובעים.¹⁵⁹ משכך, ובהנחה שהסכמה דיונית זו תמשיך להיות נפוצה (ואין סיבה להניח שלא), הרי שבתי המשפט יקיימו את הדיון העקרוני בעצם הפרת חובות נושאי המשרה מבלי להידרשות מהותית לעסקה, ואם נקבע כי נושאי המשרה הפרו את חובותיהם, יגיעו הצדדים לפשרה בטרם יידרש בית המשפט לקבוע את מידת הנזק שנגרם, ובכלל זאת מבלי שיידרש ממנו לבחון את מהות העסקה.¹⁶⁰ אומנם, אם התביעה תגיע להתדיינות

156 עניין ורדניקוב, לעיל ה"ש 9, בפס' 68.

157 למחקר אמפירי שבחן הסדרי פשרה בתובענות ייצוגיות ראו קרן וינשל-מרגל ואלון קלמנט "יישום חוק תובענות ייצוגיות בישראל – פרספקטיבה אמפירית" משפטים מה 709, 738 (2016).

158 ס' 198 (א) לחוק החברות; ע"א 6913/18 שקרי נ' הורדיום השקעות בע"מ, פס' 34 (אר"ש 4.8.2020).

159 ראו, למשל, עניין מישורים השקעות, לעיל ה"ש 26, בפס' 2.

160 לסקירת מספר הפשרות שהובאו לאישור בית המשפט לאחר עניין מכתשים-אגן (לעיל ה"ש 9), ראו חמדני וחנס, לעיל ה"ש 5, בעמ' 770-771.

בהליך העיקרי, לא יהיה מנוס מבית המשפט לבחון את מידת הנזק, ואולם כאמור נדיר ביותר שתביעות נגזרות מגיעות לשלב זה. על כן, מבחינה אופרטיבית, במקרים שבהם בית המשפט נוכח כי אופן אישור העסקה בין בעלי השליטה לחברה לא עמד בתנאי הלכת אסם – במובן זה שלא הוקמה ועדה בלתי תלויה לפני ביצוע העסקה ולא ניתן הסבר מספק לאייהקמתה, או שהוועדה שהוקמה פעלה באופן פגום ביותר אשר לא מאפשר אף את החלתו של סטנדרט הביקורת המוגברת – ייקבע כי נושאי המשרה בחברה (ובאופן פרטני, הדירקטוריון שאישר את העסקה) הפרו את חובת הזהירות שלהם כלפי החברה, ואלה יחובו במישור הנזיקי בגין הנזקים שנגרמו לחברה. עם זאת, כאמור, עצם קביעה זו בדבר חבותם הנזיקית לא תוביל על דרך הכלל לשקלול ולחישוב של הנזק שבו יחובו, אלא שערך הפיצוי יחושב ככלל במסגרת פשרה.¹⁶¹ לעומת זאת, כאשר התובעים מבקשים להוכיח הפרה של חובת האמונים, להבדיל מחובת הזהירות, בהליך אישור העסקה, או אז נראה כי לא יהיה די בעצם אייהקמתה של הוועדה כדי להוביל לקביעת בית המשפט כי חובת האמונים של נושאי המשרה הופרה.¹⁶² וזאת, הן בשל הטענה האמורה שלפיה חובת האמונים חמורה יותר באופיה, הן בשל הסעדים מרחיקי הלכת אשר ניתן לתבוע בגינה,¹⁶³ בשילוב עם הקשחת האפשרות לבטח נושאי משרה על הפרת חובה.¹⁶⁴ זן.

באורח דומה, נראה כי אף הברור המשפטי הנדרש לצורך הוכחת חובת האמונים דומה יותר באופיו לשאלות הבאות בפני בית המשפט על דרך הכלל. כך, הדיון בהפרת החובה אינו נוגע לסבירותה של ההחלטה, אלא לאופן ההתנהלות של נושאי המשרה; למשל, הדיון בהפרת חובת האמונים ייסוב לעיתים קרובות סביב השאלה אם נושאי המשרה היו בניגוד עניינים בעת קבלת ההחלטה. אומנם, הדיון בסוגיה זו יכול להיות מורכב ביותר, בעיקר כאשר מדובר בנושאי משרה המנהלים תאגידים גדולים ומסועפים. אולם, עדיין הדיון הזה דומה יותר לסוג הדיונים המתנהלים בבית המשפט כדרך קבע.¹⁶⁵

לעומת זאת, במקרים שבהם נפלו פגמים מסוימים בפעילות הוועדה, ואולם זו עדיין ביצעה משא ומתן עצמאי ואפקטיבי, ניתן יהיה לקבוע כי יחול סטנדרט הביקורת המוגברת, שבמסגרתו על נושאי המשרה מוטל הנטל להראות כי החלטתם נופלת במתחם הסבירות,¹⁶⁶ מבלי להחיל את סטנדרט ההגיונות המלאה.¹⁶⁷ סטנדרט זה יהיה תקף, כאמור, אף במקרים שבהם הצליחו נושאי המשרה לספק הסבר מספק לאייהקמתה של ועדה בלתי תלויה, ובכך לסתור את חזקת אייהקתיות שתוארה לעיל.¹⁶⁸ אומנם, במסגרת בחינת סטנדרט זה בית המשפט לא מסיר ידיו באופן מוחלט מדיון בהחלטה לגופה, ועם זאת "סטנדרט הביניים ממוקם קרוב יותר לכלל שיקול הדעת העסקי מאשר לכלל ההגיונות המלאה".¹⁶⁹ סטנדרט הביניים מאפשר לבית המשפט להידרש בדיוק לאותם מקרים גבוליים שבהם החלתו של כלל שיקול הדעת העסקי המקל עלול "לפספס" התנהלות לא תקינה של נושאי המשרה.¹⁷⁰ אכן, סטנדרט

161 בהקשר זה יצוין כי בעקבות העובדה שנושאי המשרה מבוטחים בדרך קבע, פעמים רבים הפשרה תהיה בין התובעים לחברת הביטוח. ראו, למשל, ע"א 7657/17 [הנאמן על הסדר הנושים של פויכטונגר תעשיות בע"מ נ' פויכטונגר](#), פס" 18 (אר"ש 18.6.2020).

162 ראו בהקשר זה את עמדתה של השופטת רונן בת"צ אסם, לעיל ה"ש 24, בפס" 59.

163 הן פיצויים חיוביים והן פיצויים שליליים בגין הפרת חוזה, וזאת להבדיל מפיצוי נזיקי בלבד. ראו ס' 256 [לתוק החברות](#).

164 ס' 261 [לתוק החברות](#); עניין [ורדניקוב](#), לעיל ה"ש 9, בפס" 51; גרוס, לעיל ה"ש 63, בעמ' 295.

165 להרחבה ראו להלן בפרק 4ד. ראו גם Andrew S. Gold, [A Decision Theory Approach to the Business Judgment Rule: Reflections on Disney, Good Faith, and Judicial Uncertainty](#), 66 MD. L. REV. 398 (2007).

166 עניין [ורדניקוב](#), לעיל ה"ש 9, בפס" 88–89 (לרבות סקירת עמדת הפסיקה בישראל בנושא זה).

167 כפי שהחליטה השופטת רונן בעת הדיון בת"צ אסם, לעיל ה"ש 24, בפס" 270–271.

168 מקרים אלה יהיו חריגים ביותר, ועל דרך הכלל יתייחסו לעניינן של חברות קטנות שבהן הקמתה של ועדה בלתי תלויה תגזול משאבים משמעותיים ובלתי מידתיים מהחברה. ראו את הדיון לעיל בפרק ג.

169 עניין [ורדניקוב](#), לעיל ה"ש 9, בפס" 88.

170 עניין [מנשה](#), לעיל ה"ש 19, בפס" 47.

הביקורת המוגברת אינו חד-משמעי ובהיר כבהירותו של כלל שיקול הדעת העסקי,¹⁷¹ ועדיין נראה כי תחולתו באותם מקרים גבוליים מאפשרת לבית המשפט להתאים את מידת התערבותו בתוכן העסקה בהתאם למידת עצמאותה של הוועדה הבלתי תלויה. אם נמצא כי התנהלותה של הוועדה הייתה מספקת, בית המשפט ייטה כאמור שלא להתערב כלל בתוכן העסקה ויבחן את כלל שיקול הדעת העסקי בלבד.¹⁷²

תיתכן כמובן הטענה כי אימוץ סטנדרט משתנה בהסדר החדש עלול לפגוע במטרתו העיקרית של ההסדר – יצירת ודאות וייעול הליך ההתדיינות המשפטית. אולם, חשוב לזכור כי בית המשפט יידרש לסטנדרט הביניים רק במקרים שבהם נפל רבב בעבודת הוועדה. הווה אומר שהליך ההתדיינות המשפטית במקרים שבהם החברה הקימה ועדה בלתי תלויה לעולם יחל בבחינה הליכית של אופן פעילות הוועדה. אם הליך האישור היה תקין, לא ידרש בית המשפט כלל לתוכן העסקה ולסבירותה.¹⁷³ רק במקרים שבהם הליך האישור היה בלתי תקין, תיתכן האפשרות שבית המשפט יידרש לבחון את הימצאותה של ההחלטה בתוך מתחם הסבירות. על כן, מאחר שהמקרים שבהם בית המשפט נדרש לסבירות העסקה עצמה הם המקרים שבהם הליך האישור היה בלתי תקין, הרי שככלל הפגם בהליך ייפול לפתחם של נושאי המשרה עצמם, וניתן לומר שמתוקף עובדה זו מוצדק להסיר מעליהם את מעטה ההגנה הפרוצדורלית שלו היו זכאים לו הליך האישור היה תקין.

4. בחינה פרוצדורלית ובחינה מהותית של עסקאות

על אף האמור, לא ניתן להכחיש כי קיימים שיקולי מדיניות אשר יצדיקו בחירה בהתערבות מהותית בגופן של עסקאות ובחינה של כדאיותן הכלכלית. כך, למשל, איסורים בהליך קבלת ההחלטה לא תמיד צפים מייד, ולא מן הנמנע כי קשה יהיה להתחקות אחר פגמים שנפלו בהליך האישור בזמן אמת. בהינתן שלא תמיד זועק לשמייים חוסר כדאיותה של העסקה, באופן שהופך דווקא את החלתו של המבחן המהותי לפשוט יותר בעיני בית המשפט מאשר בחינה הליכית. נוסף על כך, תיתכן הטענה כי עצם קיומו של מבחן ההגיונות המלאה, אף אם בית המשפט לא יידרש אליו תכופות, יהווה בעיני בעלי השליטה ונושאי המשרה גורם מרתיע בבואם לאשר עסקאות שיפגעו בחברה ובבעלי מניות המיעוט. שכן, אלה ידעו כי בכוחו של בית המשפט יהיה להידרש לכדאיותה של העסקה.

ספק מהי מידת השפעתן של טענות אלה. אומנם, הלכת אסם מאפשרת לנושאי המשרה להסתתר מאחורי תקינות הליך אישור העסקה, ואולם במקרים שבהם מדובר בעסקה שאינה הוגנת במיוחד, יצליח בית משפט מוכשר למצוא אי אלו פרצות בהליך האישור אשר יאפשרו לו לבחון את מהות העסקה בכל זאת. בסופו של דבר, ההחלטה שתגיע לפתחו של בית המשפט תצריך קביעה נורמטיבית של העדפת השיקולים המוצעים ברשימה זו על פני אחרים, או להפך. בהקשר זה, הדיון בהלכת *MFW* והשלכותיה על הליך בחינה פרוצדורלית ולא מהותי, מתקשר לדיון הרחב יותר בהקשר זה ובתמורות הכלליות שהוא כולל. אכן, לבחינה המהותית יתרונות מסוימים, כפי שפורט לעיל. עם זאת, לא ניתן להתעלם משיקולי הוודאות, היעילות השיפוטית, והעברת עיקר הדיון לתחום שבו לבית המשפט מומחיות מוגברת בהרבה – בחינה של הליך פרוצדורלי תקין, לעומת ניסיון להתחקות אחר המחיר השוקי של

171 עניין פנירוס, לעיל ה"ש 15, בפס' 75 לפסק הדין של המשנה לנשיאה (בדימ') מלצר: "כך למשל, קשה בעיניי לזהות מהו התוכן הקונקרטי שניתן לצקת לסטנדרט ה'בחינה מוגברת'; מהי המשמעות הקוהרנטית של מבחן שהוא מחמיר יותר מ'מסטנדרט רגיל של סבירות', כפי שביקש, למשל, בית המשפט המחוזי להציע בעניינו; ובאיזה מובן מבוזעת במקרים אלה 'ביקורת שיפוטית מוקפדת יותר'."

172 ע"א אסם, לעיל ה"ש 2, בפס' 17: "בנקודה זו נדרש לייחד מספר מילים לאופן שבו בוחן בית המשפט את פעילותה של הוועדה הבלתי תלויה. בהינתן תפקידה של הוועדה כמפורט לעיל, הביקורת השיפוטית על פועלה נועדה בעיקרה לוודא שזו היתה אפקטיבית ומועילה לתכלית לשמה הוקמה. בבואו לבחון את שאלת האפקטיביות – על בית המשפט להידרש לאי התלות של חבריה, עצמאות יועציה והמומחים שמונו על ידה, היקף הסמכויות שניתנו לה, איכות המידע שהונח לפניה וכיוצ"ב. כל עוד הוועדה עשתה את עבודתה נאמנה, בית המשפט אינו נדרש להחליף את שיקול דעתו בשיקול דעתה של הוועדה – והמשמעות היא שאין ככלל מקום לבחון את האסטרטגיה שבה נקטו חברי הוועדה, את טיב ההחלטות שקיבלו, ואם יכלו להשיג תוצאה טובה יותר."

173 *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 906 A.2d 27, 35 (Del. 2006)

מניה בזמן נתון. ישנם היבטים רבים שבהם סוג הבחינה הראשון דומה בהרבה ל"לחם והחמאה" של העשייה השיפוטית הרגילה.¹⁷⁴ במסגרת בחינה הליך האיזור נדרש בית המשפט לבחון אם הוועדה הייתה (או לא הייתה) תלויה בבעל השליטה; עליו לבחון אם זו נסחטה; עליו לבחון אם המשא ומתן שניהלה היה "רציני"; ואם התייעוד שלו מספק וכו'.¹⁷⁵ כדי לעשות זאת יידרש בית המשפט לשמוע ראיות ועדים, לבחון את פרוטוקולי הוועדה, ולעסוק בשאלות הנושקות לתחומים אחרים המצויים בליבת העשייה השיפוטית. כך, למשל, אין הבדל משמעותי בין השאלה אם הוועדה הבלתי תלויה נסחטה, ובין השאלה אם פלוני נסחט על ידי אלמוני במסגרת סכסוך חוזי. לעומת זאת, בחינת יתרונותיה או חסרונותיה הכלכליים של עסקה דורשת התחקות אחר מצב השוק, שמיעת מומחים כלכליים, ועיסוק בתחום שהוא באופן כמעט מוחלט "אינו משפטי". ברי כי בית המשפט נדרש לעיתים לרעות בשדות זרים כדי לקבל החלטות משפטיות והדבר אינו זר לו. ועם זאת, ברי לא פחות כי עיסוק בשאלות שהן משפטיות בעיקרן ומתעוררות חדשות לבקרים בבתי המשפט יביאו לתוצאות יעילות ומדויקות יותר.¹⁷⁶

סיכום

הלכת אסם כבר הספיקה ליצור גלים רבים בעולם העסקי.¹⁷⁷ אומנם, יש שצפו את הגעת הלכת *MFW* לישראל, ונראה כי מדובר בהתפתחות הגיונית של הפסיקה אשר מבכרת בשנים האחרונות את קידום הוודאות בממשל התאגידי, תוך בחינה הליכית של עסקאות, על פני נבירה בכדאיותן של אלו. יש המברכים על שינוי זה ויש שמזהירים מפניו. רשימה זו ניסתה להציג את השלכותיה הטבעיות של הלכת אסם על הניתוח המשפטי של עסקאות בעלי עניין בפרט, ושל ביקורת שיפוטית על פעולות נושאי משרה ככלל. היא ביקשה להראות כי לאחר עניין אסם, אין עוד מקום לסטנדרט ההגינות המלאה בדיני התאגידים בישראל, ויש לעבור להליך בחינה קוהרנטי יותר. מאז שניתנה הלכת אסם, מעמדו של סטנדרט ההגינות המלאה לא אותגר בבתי המשפט. אומנם, השופטת רונן עמדה על כך שמקומה של ההגינות המלאה נותר איתן, ואולם נראה כי מיפוי של ההסדרים המשפטיים הקיימים כיום בדיני התאגידים מלמד שלא נותר לו מקום.

רשימה זו נוסחה כטיעון ואולם ניתן גם לראות בה כהצגתה של דילמה. הלכת אסם הביאה את המשפט התאגידי הישראלי לצומת דרכים. ביכולתו של בית המשפט להמשיך ולהפחית את מידת ההתערבות והבחינה של כדאיותן הכלכלית של עסקאות בעולם התאגידי. אולם, מנגד, בית המשפט יכול לעצור כאן ולבקש לשמר לעצמו מידת יכולת – גם אם מוגבלת מבעבר – להידרש לנבכי העסקה ולבחון את ההיגיון הכלכלי הטמון (או שלא טמון) בה. רשימה זו ביקשה להציג את היתרונות שבאימוץ הגישה הראשונה, אך עמדה גם על חוסר הקוהרנטיות שבהידרשות לכלל ההגינות המלאה רק לאחר שנקבע שהמבחן הראשון שבו אינו מתקיים; עוד הוסבר כי תפקידו העדכני של כלל ההגינות המלאה – גלגל הצלה לעסקאות שנפל בהן רכב – אינו ראוי; ואף צוינה המגמה בדין בדלוור, שממנו אימץ המשפט הישראלי מספר לא מבוטל של הסדרים משפטיים בתחום דיני התאגידים, ובהם כלל ההגינות המלאה עצמו. עם זאת, ברי כי החלטתה הסופית נתונה בידי בית המשפט, וכמתואר לעיל קיימים שיקולי מדיניות לכאן ולכאן. אומנם רשימה זו הביעה את תמיכתה בביטולו של כלל ההגינות המלאה והחלת סטנדרט של אחריות מלאה במשפט הישראלי. אך אין בכך כדי לטעון כי החלטה זו פשוטה היא, וכי לא קיימים שיקולים אשר יצדיקו את החלטה אחרת.

174 Gold, לעיל ה"ש 165, בעמ' 473.

175 דוגמאות לבחינה כזאת ניתן לראות בעניין אסם, לעיל ה"ש 2; בעניין *MFW*, לעיל ה"ש 3; ובעניין *Dell*, לעיל ה"ש 98.

176 למעבר לבחינה פורמליסטית-הליכית בדין הדלוורי בהקשר זה, ראו Kenneth B. Davis Jr., *Structural Bias, Special Litigation Committees, and the Vagaries of Director Independence*, 90 IOWA L. REV. 1305 (2005).

177 משה גורלי "גם העליון הכשיר את מכירת הבמבה" כלכליסט (15.12.2021); ניצן שפיר "העליון מחזק את מעמד הוועדות הבלתי תלויות: אין מקום להיכנס לקרביים של הוועדה" גלובס (9.12.2021); מחלקת שוק ההון FBC&Co "ערכונים וחדושים – תאגידים ניירות ערך: פרשת נסטלה-אסם" מעו"דכן שוק ההון (דצמבר 2021).

לא אכחד, מסופקני כי בית המשפט יבטל את סטנדרט ההגינות המלאה כליל בעקבות הלכת אסם. נראה כי, ולו מסיבות של רטוריקה שיפוטית, בית המשפט לא ירצה לוותר עליו, כפי שהוא לא ירצה לוותר על היכולת לבחון עסקאות לגופן. עם זאת, תקוותי היא כי רשימה זו תציג את מגרעותיו של סטנדרט ההגינות המלאה כפי שהן באות לידי ביטוי במארג ההסדרים המשפטיים העדכני, וכי זו תשמש כתמרור אזהרה בפני בית המשפט בבואו להידרש לסטנדרט ההגינות המלאה, אם יבחר להידרש אליו.