

עסקאות בעלי עניין רגולציה ואכיפה בשוק ההון

סיכום הכנס שהתקיים בתאריך 11 לינואר 2018

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים שערכו במסגרת הכנס, מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם משתייכים.

זוברים:

מחלקת תאגידים, רשות ניירות ערך	עו"ד קרן גיחז
מחלקת ניירות ערך, פרקליטות מחוז תל-אביב	עו"ד אורלי דורון
פישר בכר חן וול אוריון ושות'	עו"ד אברמי וול
הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל-אביב	פרופ' אסף חמדני
הפקולטה לניהול, אוניברסיטת תל אביב	ד"ר טל מופקדי
דקאן הפקולטה לניהול, אוניברסיטת תל אביב	פרופ' משה צבירן
המחלקה הכלכלית, בית המשפט המחוזי בתל-אביב	כבוד השופטת רות רונן
הפקולטה לניהול, אוניברסיטת תל אביב	ד"ר רועי שלם

חומרי רקע מקצועיים באתר של פורום הגבלים עסקיים ורגולציה:

<https://www.hurvitz-institute.tau.ac.il/professional-material/>

ניהול מקצועי של פורום הגבלים עסקיים ורגולציה: ד"ר רועי שלם וד"ר טל מופקדי, הפקולטה לניהול, אוניברסיטת תל-אביב. ניהול מכון אלי הורביץ לניהול אסטרטגי: פרופ' משה צבירן, ד"ר רות כהן מיתר ומר אודי אהרוני, הפקולטה לניהול, אוניברסיטת תל-אביב.

דברי פתיחה

ד"ר רועי שלם (הפקולטה לניהול, אוניברסיטת תל אביב)

הכנס היום במסגרת הפורום להגבלים עסקיים ורגולציה יעסוק בעסקאות בעלי עניין ובפרט, ברגולציה על עסקאות אלו בשוק ההון. מכון אלי הורביץ פועל לפתח ולקדם את הידע המחקרי והיישומי בתחום האסטרטגיה.

כנס זה הוא השניים-עשר במספר שנערך בפקולטה לניהול במסגרת הפורום. הפורום הוקם במטרה לאפשר ולסייע לקובעי מדיניות, למנהלים ולחוקרים, לנהל שיח מעמיק ומאתגר, שיקדם את החשיבה והעשייה בנושאי הגבלים עסקיים ורגולציה כלכלית. מלבד קיום הכנסים, מטרת הפורום היא לרכז ולייצר מאמרים וחומר מקצועי בנושא הגבלים עסקיים ורגולציה כלכלית, הזמינים לציבור באתר האינטרנט של הפורום, שם גם מתנהלת באופן שוטף קבוצת דיון בנושא.

עסקאות עם בעלי עניין נמצאות לאחרונה בכותרות, אך הן כבר תקופה ארוכה חלק משוק ההון הישראלי, בין השאר לאור ריכוזיות השליטה בחברות בו.

במהלך הכנס היום נדון בשאלה, כיצד מאתרים עסקאות מסוג זה, אלו סוגי עסקאות קיימים, מהי הדרך הנכונה ביותר לטפל בה מבחינה רגולטורית, מה צריך להיות תפקיד בתי המשפט ברגולציה זו, ומהי התרומה של אכיפה פרטית (לרבות בדמות תביעות ייצוגיות ונגזרות).

פרופ' משה צבירן (דקאן הפקולטה לניהול, אוניברסיטת תל אביב)

הפקולטה עומדת על שלוש רגליים, הרגל המחקרית (החזקה של הפקולטה); רגל ההוראה (הנחלת הידע לסטודנטים ולדורות הבאים); רגל העברת הידע שלא לטובת תארים, אלא לטובת אנשים המעוניינים לחלוק את הידע גם עם אקדמיות אחרות, אך בעיקר עם הפרקטיקה בארץ ובעולם.

חלק מפעילויות הפקולטה מבוצעות באמצעות מכוני המחקר הנמצאים בה, ומכון אלי הורביץ לניהול אסטרטגי הוא אחד מן המכונים הפעילים ביותר שלנו.

אני רוצה להודות לשני המארגנים הבלתי נלאים, רועי שלם וטל מופקדי, שלקחו את העניין מהרגע הראשון, ומריצים אותו בתשוקה רבה, בכדי לייצר פורום יעיל ומועיל. היו שתיים-עשרה פגישות וכולם היו מוצלחות, כאשר המטרה הינה לחלק ולייצר ידע שאינו מגיע רק מתוך המקום הזה.

מי שמעוניין ללמוד על פעולותיה של הפקולטה מוזמן למגוון רחב של פעילויות. תרגישו נוח להיות בין אורחינו ונשמח מאוד לחלק את הידע והעשייה.

מר יאיר סרוסי

הנושא של שילוב האקדמיה והידע של הסקטור העסקי, בעיקר סביב בניית חברות בריאות, הפונות החוצה (חברות ישראליות בינלאומיות), וסביב נושא הרגולציה למיניה, פיתח כאן סדרת דיונים מאוד מעניינים.

אין ספק מבין כלל נושאי שוק ההון, עסקאות בעלי עניין הינו נושא חם החוזר על עצמו בכל פעם בווריאציה אחרת. פעמים רבות נאמר כי הפתרון הוא הפיזור, אך ראינו שלא תמיד כך הדבר. כמו כן, בפרקטיקה תמיד ניתקל בנושא שטרם חשבנו עליו, אך כאן לכל הפחות ננסה ללמוד מהו יכול להיות.

כבוד השופטת רות רוני (המחלקה הכלכלית, בית המשפט המחוזי בתל-אביב)

ישנה תמיד הדילמה לשופט המשתתף בשיח על נושאים הנמצאים, בין היתר, על שולחנו, מאיזו זווית הוא מגיע לדבר. לטעמי, חשוב לנהל דו-שיח בין הקהילה העסקית ובין הקהילה האקדמית. כמובן שכל דבריי מובאים לא בשבתי כשופטת. אפתח במספר מילים כלליות על הנושא, ולאחר מכן אדבר על סוגיה ספציפית מאוד העוסקת סביב התביעות הנגזרות, המשקפות ניגוד עניינים בין חברה שאמורה להיות התובעת, ובין הנתבעים הפוטנציאליים. בהקשר הזה, אדבר על תחום הוועדה הבלתי תלויה, העולה לאחרונה רבות בהקשרים הללו.

עסקאות – עם ענין אישי / ללא ענין אישי – אחד העקרונות הבסיסיים ביותר בדיני חברות, מתייחס להבחנה בין הביקורת השיפוטית של בית המשפט על עסקאות שנעשות עבור חברה על ידי מי שניתן לראות אותו כ"אובייקטיבי" לבין מי שמבצע עסקאות כאשר הוא מצוי במצב של ניגוד עניינים בין הענין האישי שלו לבין הענין של החברה.

ההשלכה של הסיווג – הכלל הבסיסי בדיני חברות הוא שכאשר הגורם המחליט איננו במצב של ניגוד עניינים, בדרך כלל בית המשפט יכבד את ההחלטה שלו וימנע מלהתערב בה, בעוד שכאשר מדובר בהחלטה לגביה יש לו ענין אישי – ההחלטה היא חשודה, הנטל להוכיח את הגינותה מוטל על הנתבע, ומדובר בנטל כבד.

עסקאות בניגוד עניינים לא נאסרו בחוק – הערה חשובה נוספת – חוק החברות בישראל לא שלל מחברות את האפשרות לבצע עסקאות בניגוד עניינים (זה אחד הפתרונות החוקיים שאפשר היה לקבל, כמו גם פתרון המאפשר לכל חברה לפעול באיזה אופן שהיא בוחרת ובכלל זה לבצע עסקאות בניגוד עניינים, תוך מתן אפשרות לכל חברה לקבוע כללים בהקשר זה בתקנון שלה). החוק מאפשר קיומן של עסקאות בניגוד עניינים משום שהמחוקק הניח – כך נראה – שלפעמים עסקאות כאלה הן יעילות ואולי גם חשובות מבחינת החברה. הנושא המשמעותי הוא תמחור העסקאות הללו ולא עצם קיומן.

ניסיונות להכשיר עסקאות בניגוד עניינים – כתוצאה מהכלל הזה שתיארתי מאוד בקצרה, נעשו מאמצים רבים למצוא מנגנונים שיאפשרו להם לבצע עסקאות בניגוד עניינים ללא החשש מפני המשמעות המשפטית של הדברים לאור מה שאמרתי – לאור הכלל שצינתי אותו, כשיש עסקה בניגוד עניינים, זה מתבקש שמישהו יתקוף אותה בבית המשפט. מלאכתו קלה מאוד יחסית – הוא רק צריך להצביע על ניגוד העניינים ולטעון כי תנאי העסקה הם מזיקים מבחינת החברה. בשלב זה עובר הנטל

לנתבעים להוכיח את הגינות העסקה (בדלאוור – הן הגינות תהליכית והן הגינות מהותית), ואם הוא לא מרים את הנטל, התביעה מתקבלת.

איך אפשר לחסן עסקה בניגוד עניינים?

אז מה יכולה חברה לעשות כאשר היא מבקשת "לחסן" עסקה בניגוד עניינים?

חוק החברות – אישור משולש.

פסק דין כימצ'יינה – וכמה שנים לאחר מכן הלכת **MFW** בדלאוור, קבעו שהדרך לחסן עסקת בעלי ענין היא על ידי שילוב של שני אמצעים – **הראשון**, קיומו של משא ומתן באמצעות ועדה בלתי תלויה לקראת ההתקשרות בעסקה. הוועדה הזו נועדה לוודא שהמיעוט לא יקבל עסקה אחת בבחינת *take it or leave it*. הוועדה הבלתי תלויה הזו מכונה *special negotiation committee*. **והשני** – אישור של רוב בעלי המניות שאין להם ענין אישי בעסקה, את העסקה על תנאיה כפי שהוועדה הבלתי תלויה הצליחה להשיג אותם.

תביעה נגזרת נגד דירקטורים או בעל השליטה – ניגוד עניינים אני רוצה לדבר על נושא מאוד ספציפי בשדה הנושאים של ניגוד עניינים של דירקטוריון החברה – הנושא של הגשת תביעה נגזרת, ואופן הפעולה של החברה בהקשר זה. כאשר מתעוררת שאלה האם לחברה יש עילת תביעה כנגד נושאי המשרה שלה או בעלי השליטה בה, נושאי המשרה בחברה מצויים במצב ברור של ניגוד עניינים. זה ניגוד עניינים חזיתי וברור (אם הגוף המחליט הוא הנתבע הפוטנציאלי בתביעה). החוק התייחס באופן ספציפי לנושא זה וקבע – שלאור ניגוד העניינים הזה, אפשר להסמיך בעל מניות בודד להגיש את התביעה נגד החברה, בתנאי שבית המשפט יאשר זאת בהליך של בקשה לאישור תביעה נגזרת.

האם החברה יכולה לקבל שליטה בתהליך? השאלה שאני רוצה לדבר עליה היא האם וכיצד יכולה החברה לפעול בהקשר זה אם היא רוצה להותיר את השליטה בהליך לעצמה. אני אחלק את הדיון לשניים – האפשרות של החברה **לשלוט בהליך** כלומר להחליט האם התביעה תוגש או לא; והאפשרות של החברה להיות שותפה בניהול ההליך, גם באותם מקרים בהם השליטה בהליך עצמו ניטלה ממנה: מתי היא יכולה בכל זאת **להיות חלק מההליך**, באיזה מובן ואופן היא יכולה להביע את עמדתה ביחס להליך, ומהי הדרך האפקטיבית מבחינתה לעשות זאת. כל השאלות הללו יביאו בחשבון את השאלות: האם בחברה יש בעל שליטה? מי הם הנתבעים הפוטנציאליים ומה טיב הקשרים שלהם אם בכלל עם הגוף שאמור להחליט אם להגיש את התביעה? מיהו הגוף האלטרנטיבי שהחברה מבקשת להעביר אליו אל קבלת ההחלטה? האם אפשר לסמוך עליו? ואיזה סוג החלטות הגוף הזה קיבל?

האפשרות של החברה לשלוט בהליך

האם הדירקטוריון מצוי במצב של ניגוד עניינים?

השאלה שצריך לבחון אותה היא האם קיימים ניגודי עניינים בין הגוף המחליט – הדירקטוריון, לבין האינטרס של החברה, שיוגשו רק תביעות טובות ויעילות בשם החברה.

- כאשר ההליך הוא נגד נושאי המשרה?
- כאשר ההליך הוא נגד בעל השליטה?
- כאשר אין בעל שליטה- האם ההליך הוא נגד רוב חברי הדירקטוריון או חלק מהם? ומה אם ההליך הוא נגד דירקטורים שכבר חדלו לכהן

כמו בדרך כלל בדיני חברות – יש קורלציה בין מידת החשד שיש לגוף המחליט ולאובייקטיביות שלו לבין המידה בה בית המשפט מוכן לסמוך על החלטתו. ככל שהוא יותר "נקי" מחשד, כך יגבר האמון בו ולהיפך.

באותם מקרים בהם **ניגוד העניינים הוא ברור**, החוק שולל את החובה להגיש דרישה לחברה לפעול, והמבקש יכול להגיש בקשה לאישור תביעה נגזרת גם ללא דרישה כזו. כאשר **ניגוד העניינים אינו ברור**- צריך לפנות לחברה. יחד עם זאת, אם יש חשש ביחס לאובייקטיביות של הדירקטוריון בגלל ענין עקיף שלו בתביעה – יתכן שבית המשפט יבדוק שוב את ההחלטה באופן עצמאי. **אם אין ניגוד עניינים** (תביעה נגד צד שלישי לא קשור) – ההחלטה של הדירקטוריון לא לתבוע תהנה – לדעתי – מכלל שיקול הדעת העסקי.

מתי הדירקטוריון הוא במצב של ניגוד עניינים? – דירקטוריון בחברה עם בעל שליטה כשהתביעה היא נגד בעל השליטה או כמובן כאשר התביעה היא נגד רוב חברי הדירקטוריון.

בתגובה לבקשה מוגשות בדרך כלל תשובות הן של הנתבעים הפוטנציאליים והן של החברה.

מהו המעמד של עמדת החברה?

נבחין בין עמדתה -

- בהתייחס לשאלות משפטיות
- בהתייחס לשאלות עובדתיות
- בהתייחס לשיקולים הרחבים ביחס להגשת התביעה

האם ההחלטה להגיש או לא להגיש תביעה היא החלטה עסקית או משפטית?
יש לה היבטים משפטיים, אבל זו החלטה עסקית ביחס לאופן הניצול של החברה את המשאבים שלה, לקיחת סיכון ותשלום מחירים שונים. אם אין ניגוד עניינים בית המשפט לא יתערב, ולא יבחן לכן את סיכויי התביעה מנקודת מבטו אלא יאשר את ההחלטה גם אם הדירקטורים שגו בהערכה של סיכויי התביעה, ולמרות שעמדת בית המשפט בהקשר זה היא יותר מקצועית ויותר רלוונטית מזו של הדירקטורים.

בהתייחס לשאלות המשפטיות, החברה היא בעלת מעמד זהה לזה של בעלי הדין האחרים. בית המשפט לא "זקוק" לעמדתה ואין לעמדה זו ערך מוסף. בית המשפט מכריע בין הטענות השונות, וקובע את המצב המשפטי תוך התייחסות לטענותיהם של שני הצדדים. לכן אין למעשה טעם במינוי ועדה בלתי תלויה מקום בו יש ניגוד עניינים חזיתי בין מקבלי ההחלטה לבין החברה. למשל כאשר זו תביעה נגד כל חברי הדירקטוריון המכהנים.

במקרה של ניגוד עניינים – ספק אם ועדה יכולה להיחשב "בלתי תלויה" – לכאורה אפשר לומר שתמונה ועדה בשם החברה והיא תקבע האם החברה מבקשת לאמץ את דרישת התובע ולהגיש תביעה נגד הדירקטורים. אבל – ספק אם ועדה כזו תוכל לקבל החלטה שאפשר לסמוך עליה. חברי הוועדה עשויים להיות – דח"צים או גורמים שאינם תלויים בחברה (פרופסורים, שופטים בדימוי וכד'). הדח"צים ממונים מלכתחילה על ידי בעל השליטה. אבל בין אם אלה צדדים זרים לחברה ובין אם אלה הדח"צים – ברור לגורם הממונה מה המסקנה הרצויה של שולחיו. סביר גם שלא ימנו אותו פעם נוספת אם הוא יקבע שצריך להגיש את התביעה.

יש גם בעיה מבחינה אופרטיבית: נניח שהוועדה תקבע כי יש מקום לנהל את התביעה, איך התביעה הזו תתנהל? מי יפעל בשם החברה בהמשך, לאור העובדה שהדירקטוריון לא יכול לעשות זאת? הוועדה תמשיך לנהל את התביעה, תשכור ייעוץ משפטי וכד' אז מה העדיפות שלה על פני תובע נגזר?

אבל – כדי להכריע בשאלה האם להגיש תביעה נגזרת, בית המשפט צריך להתייחס לשני סוגים נוספים של עניינים: **בירור הרקע העובדתי** כאשר זה שנוי במחלוקת, **ובירור השיקולים הלבר משפטיים** ביחס לניהול התביעה והמשמעות של ניהולה על החברה.

בהתייחס לרקע העובדתי – לרקע הזה עשויה להיות חשיבות ביחס לאפשרות להגיש תביעה נגזרת. לפעמים הרקע אינו ברור. התובע מצוי בעמדת נחיתות משום שהוא לא בהכרח יודע את הרקע במלואו. מישהו צריך להביא את הרקע הזה בפני בית המשפט. אפשר לעשות זאת באמצעות הליכי גילוי לפני הדיון בבקשת האישור.

מובן גם שהמשיבים יטענו טענות לגבי המצב העובדתי כפי שהם מבקשים שבית המשפט יראה אותו.

אבל האם אפשר במקרה כזה לקבל עמדה יותר אובייקטיבית מהחברה? לא מן הנמנע בעיני שאם מוקמת ועדה בלתי תלויה המקבלת סמכות מהחברה לברר את הרקע העובדתי, שלמסקנות שלה – במקרים המתאימים – יינתן משקל. לא משקל מכריע – לאור מה שנאמר קודם, אבל משקל מסוים. זו צריכה להיות ועדה שמקבלת סמכות חקירה – לברר את אופן התרחשות האירועים, שמתאפשרת לה גישה למסמכים וליתר המידע הדרוש מהחברה, ושמקבלת סמכות לקבוע "מה קרה". ככל שמסקנות הוועדה יותר מבוססות על ראיות "חזקות", לבית המשפט יהיה קל יותר לבחון אותן ואולי לסמוך עליהן.

בהתייחס לשיקולים חיצוניים ביחס להגשת התביעה – גם כאן נדרש מידע אודות החברה. למשל – מחיר אפשרי של הגשת התביעה ביחס למעמד החברה בקרב לקוחותיה, מחיר אפשרי מבחינת האפשרות לגייס דירקטורים חדשים וטובים. המידע אודות המחירים הללו הוא מידע שמצוי אצל החברה. ככלל, בית המשפט לא סומך על המידע הזה כאשר מי שמעביר אותו לבית המשפט הוא הדירקטוריון הנגוע.

אפשר לצמצם את הבעיה הזו על ידי מינוי של ועדה בלתי תלויה. שוב, גם כאן צריך להגדיר באופן ברור את סמכויותיה, צריך לאפשר לה גישה לכל מידע שהיא זקוקה לו, והיא תצטרך לבסס את המסקנות שלה ביחס לסיכונים מבחינת החברה הכרוכים בכך שהיא תאמץ את התביעה כפי שהתובע הנגזר דורש.

ניהול התביעה לאחר אישורה על ידי בית המשפט ועמדת החברה ביחס לכך – לאחר שבית המשפט מתייחס לכל החומר ביחס לבקשה לאישור תביעה נגזרת, קרי – הבקשה, תשובות המשיבים, עמדת החברה ועמדת הוועדה הבלתי תלויה ככל שיש כזו – הוא מקבל החלטה האם לאשר את הבקשה. אם הוא מאשר, פירוש הדבר שהוא מעביר את ה"מפתחות" של החברה לידיו של התובע הנגזר בהתייחס לניהול התביעה. המפתחות הללו נשללים מדירקטוריון החברה.

הבעיה – "מכונית עם שני נהגים" – **התובע** מקבל שליטה בפן אחד של התנהלות החברה, התביעה וניהולה. יש לו אינטרס מאוד ברור – לקדם את הדיון בתביעה במהירות האפשרית ולהגדיל ככל האפשר את סיכויי הזכייה (כשמבחינתו כל מחיר הוא כדאי לצורך כך). כלומר – גם התובע נמצא במצב של ניגוד עניינים.

לעומת זאת, **מוסדות החברה** ממשיכים לשלוט בחברה בכל הנושאים האחרים שהיא פועלת בהם. האינטרס האישי שלהם הוא שהתביעה תידחה.

אבל יש גם **אינטרס של "החברה"** שהוא מעבר לאינטרס של התובע מצד אחד ושל הדירקטורים הנתבעים מצד שני.

גם במקרים כאלה – החברה מנסה למנות ועדה עצמאית. כך היה בתיק של **אפריקה ישראל**. התובע סירב לשתף איתה פעולה. בית המשפט קבע כי לחברה יש "מעמד" כלומר היא רשאית לומר את עמדתה ובית המשפט יקשיב לה. יחד עם זאת, התובע הנגזר אינו חייב ב"פנייה מוקדמת" לוועדה והוא יכול לפעול באופן עצמאי ועל דעת עצמו.

לדעתי יתכן שיש מקום להפריד: ככל שהדבר נוגע לשאלה איך לנהל את התביעה, על אילו עילות לבסס אותה, על אילו עילות לוותר, איך לנסח את התצהירים וכיו"ב עניינים – שיקול הדעת הוא של התובע ושלו בלבד. אין שום יתרון בהוספת מידע נוסף בדבר גישת החברה בנושאים אלה.

אבל ככל שזה נוגע לשאלות אחרות כמו: מה היה הרקע העובדתי, אילו מסמכים החברה יכולה לגלות וכד' – בנושאים אלה יתכן שהמידע מהחברה הוא בעל חשיבות. אולם – ישנו כמובן קושי לקבל אותו מגורם שיש לו ענין אישי מובהק, ולכן במקרים כאלה קיומה של ועדה עשוי להועיל כדי לשמש "פה" של החברה שבית המשפט ייתן לו משקל מסוים, אם כי לא מלא.

פשרה

גם ביחס לשאלה האם להתפשר, מתי ובאילו תנאים, שיקול הדעת הוא ככלל של התובע הנגזר ובא כוחו. לאור העובדה הזו, התובע הנגזר יכול להסכים לפשרה גם בנושאים שבדרך כלל נדרש להם אישור משולש (למשל – בתביעה שהיתה בפניי בענין **רסולי נ' בש**, השאלה היתה האם שולם לבעל השליטה שכר ללא אישורים כדון. הצדדים הגיעו לפשרה ביחס להשבה מסוימת של בעל השליטה לחברה. זו עסקה בין החברה לבעל השליטה שנוגעת לשכרו ואלמלא היתה מוגשת התביעה הנגזרת, היה צריך לקבל אישור משולש כדי שלעסקה יהיה תוקף. אבל מאחר שהתובע הנגזר הוא "בעל הבית" בנושא התביעה שלו, ומאחר שאלמלא היו הצדדים מגיעים להסכמה – בית המשפט היה קובע את השיעור של ההשבה אם בכלל, ומאחר שהסכם הפשרה כפוף לאישור בית המשפט – יכול היה התובע הנגזר לנהל את המשא ומתן עם בעל השליטה ולהגיע להסכמה איתו).

ועדת פשרות בלתי תלויה מונתה בתיק של **בנק לאומי**. באותו ענין התובע הנגזר לא התנגד. הוועדה היתה חריגה בהרכבה – שני שופטים בדימ', אנשי אקדמיה ועוד. בית המשפט בחן את מסקנותיה – הוא בחן קודם כל את השאלה הפרוצדורלית של מינוי חברי הוועדה ותהליך העבודה שלה, ולאחר מכן בחן גם את החלטתה לגופה.

תיק נוסף שבו עלתה לאחרונה הסוגיה – התביעה נגד מעריב (ענין **אוסטרובסקי**). באותו ענין ניהלה החברה משא ומתן לפשרה "מעל ראשיהם" של באי כוח התובע הנגזר. בית המשפט אישר את הסכם הפשרה אולם תוך התייחסות לאינטרס של התובע הנגזר ובאי כוחו לקבל גמול ושכר טרחה שטרם נפסקו.

סיכום – תביעה נגזרת היא מקרה ספציפי של ניגוד עניינים בחברה. הפיתרון החוקי הוא באמצעות העברת כוח התביעה מהחברה על מוסדותיה לתובע הנגזר ובא כוחו. החברה כישות משפטית נשארת בתמונה ביחס לכל הנושאים שאינם קשורים לתביעה הנגזרת, ויתכן שיש מקום לאפשר לה להשמיע את קולה בנושאים מסוימים הקשורים לתביעה. ככל שה"קול" של החברה יושמע באמצעות גורם שהוא יותר מרוחק ממוקד ניגוד העניינים, כך יינתן לו יותר משקל. יחד עם זאת, לאור הבעייתיות המובנית בגוף שממונה על ידי מוסדות החברה, סביר להניח כי בית המשפט יותיר את שיקול הדעת הסופי בידיו שלו.

ד"ר טל מופקדי וד"ר רועי שלם (הפקולטה לניהול, אוניברסיטת תל אביב)

קישור למצגת

באופן כללי, חברה הינה אוסף פוטנציאל ניגודי עניינים, בעלי המניות ממנים את הדירקטוריון כנציג, הדירקטוריון ממנה את הנהלת החברה, ההנהלה ממנה את העובדים. מבחינה כלכלית, לכל אחד מהם עשוי להיות תמריץ להעביר שווי לכיסו הפרטי מכיסם של בעלי המניות. בנוסף, החלטות בעלי מניות מתקבלות על-פי החלטות רוב, ולכן גם בינם ובין עצמם עשויים להתרחש ניגודים מסוימים בין מחזיקי רוב המניות לבין מחזיקי המיעוט, עושק המיעוט וכדומה.

הדבר החשוב ביותר הוא להבין את המוטיבציה הבסיסית ביותר, ואפשר להמחיש אותה בדוגמה פשוטה: חברה בעלת בעל מניות אחד גדול המחזיק כ-60% ממניות החברה, והוא מתלבט האם להעלות לעצמו את השכר ב-100 ש"ח או לא. שיקוליו פשוטים מאוד, העלאת השכר ב-100 ש"ח תגדיל את עושרו ישירות ב-100 ש"ח, מנגד מניותיו ירדו רק ב-60 ש"ח, משום שהוא מחזיק רק ב-60% ממניות החברה. מכאן שסה"כ הונו של אותו בעל מניות גדל ב-40 ש"ח. זהו התמריץ הבסיסי ביותר לביצוע עסקאות מסוג זה – ככל שבעל השליטה מחזיק אחוז קטן יותר, יש לו אינטרס קטן יותר במכלול של החברה, כך גובר החשש לעסקאות של בעלי מניות שאינן כשרות. בספרות הכלכלית, אחת מהסיבות לקיומה של פרמיית השליטה היא בעצם היכולת של בעל השליטה לבצע עסקאות בעלי עניין שיכולות להיות טובות או שאינן טובות לחברה.

על כן, הרגולציה בנויה כך שמנסים לאתר מראש עסקאות שמעלות חשש לכך שאינן לטובת החברה, ולטפל בהן באופן שונה. סיווג עסקאות בעלי עניין הוא לרוב קטגוריאלי. כך למשל, בחוק החברות מוזכרות הקטגוריות: עסקה עם נושא משרה; עסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל השליטה; והצעה פרטית מהותית של ניירות הערך של החברה.

אם מתבוננים על הספרות מארה"ב ניתן לראות סוגים שונים של עסקאות בעלי עניין לרבות, רכישה או מכירה של סחורות או שירותים מצד קשור, הלוואות מצדדים או לצדדים קשורים, ביצוע השקעות בצדדים קשורים, רכישה או מכירה של נכסים מצדדים קשורים לצדדים אחרים, כאשר מדובר למעשה בשלל הגדרות קטגוריות.

בהתבונן על עסקאות בעלי עניין, קיימות שתי גישות:

1. גישת ניגוד העניינים – העסקאות אינן טובות היות וניגוד האינטרסים לא בהכרח תואם את אלו של כלל בעלי המניות;
2. גישת העסקה היעילה – יתכן שלעסקאות בעלי עניין יש תפקיד חשוב מבחינה כלכלית כיוון שהן מקשרות בין צדדים שחלקו מידע שאינו בהכרח נחלת הכלל, השורר ביניהם אמון, ויתכן שבעל העניין מעמיד לרשות החברה נכסים או יכולות לבצע פעולות שאחרים לא היו מעמידים לרשותה.

רגולציה אידיאלית הייתה כזאת היודעת לסנן ולשמר את העסקאות הטובות לחברה ומונעת את אלו שאינן לטובת החברה.

עמדות מרכזיות לעסקאות בעלי עניין:

1. כלל גורף - איסור מוחלט על עסקאות בעלי עניין.

- 1.1. בעד – מונע עסקאות בעלי עניין אשר פוטנציאלית מזיקות לאינטרסים של בעלי מניות המיעוט.
- 1.2. נגד – לעיתים לבעל השליטה יכולת לייצר עסקאות יעילות לטובת החברה.
2. **דירקטוריון החברה יבחן האם מדובר בעסקה הטובה לכלל בעלי המניות.**
- 2.1. בעד – מדובר על גישה מאוזנת המאפשרת בקרה שתקדם עסקאות המועילות לחברה.
- 2.2. נגד – פוטנציאלית עשויות לעבור עסקאות שאינן לטובת כלל בעלי מניות החברה.

כיצד מאתרים עסקאות בעלי עניין? ככלל ישנן קטגוריות לעסקאות מסוג זה. אולם, קטגוריות בהגדרה לא יצליחו לתפוס את כל העסקאות, ותמיד עולה החשש שעסקאות מסוימות יעברו "מתחת לרדאר". לאורך השנים, הניסיון בשוק ההון והפסיקה מסמנים עוד ועוד סוגים של עסקאות עם בעלי עניין.

בפרקטיקה, כלל אצבע לאיתור עסקאות עם בעלי עניין, היא השאלה האם העסקה נעשתה בתנאי שוק או לא, מתוך מחשבה שאם העסקה נעשתה בתנאים אותם צד ג' היה מציע או מקבל אל מול החברה (או טובים יותר עבור החברה), אזי סביר יותר שלא מדובר על עסקה שאינה הוגנת. ככל שלא, קיים חשש שיש בה מרכיבים שאינם הוגנים, שנעשו משיקולים זרים.

החשש בגישה זו היא שאינה בהכרח גישה שיודעת לסנן את כל העסקאות המזיקות לחברה. מעבר לשאלה האם העסקה נעשתה בתנאי שוק, כדאי גם לשאול האם מדובר על עסקה יעילה לחברה. בנוסף, יש לבחון האם העסקה הוגנת מבחינת חלוקת התועלת בין בעלי המניות השונים:



ככלל, ככל שמדובר על עסקה שנעשתה בתנאי שוק, הוגנת ויעילה, סביר להניח כי לא מדובר על עסקה שתפגע בבעלי מניות המיעוט.

דוגמאות לעסקאות שעשויה להיות בהן עניין אישי, וחלקן אף סומנו בדיעבד כבעייתיות:

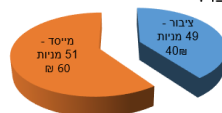
1. חברה המחזיקה בחברת בת כאשר חברת האם הינה חברה ממונפת. נותן החוב בחברת האם הינו בעל חוב בחברת הבת. סביר להניח כי כנגד החוב של חברת האם משועבדות המניות של חברת הבת. אזי, הנושה של חברת האם הינו למעשה בעל מניות של חברת הבת. כלומר, האינטרס שלו הוא מקסום שווי המניות כך שיצליחו להחזיר לו את חובו בחברת האם. כאשר נושה זה מגיע לישיבת נושים בחברת הבת, יתכן ושיקוליו יהיו כאלו של בעל מניות בישיבת הנושים של חברת הבת – פוטנציאלית מדובר על נקודה בעייתית.
2. ישנה חברה אשר אינה חדלת פירעון כיום אך בעל השליטה יודע שבסיכוי גבוה למדי תהיה חדלת פירעון בעוד שנה. במקרה זה, נוצרים לבעל השליטה אינטרסים לקחת את כל נכסי החברה ולמלא בעזרתם כרטיסי לוטו. למה? – בסיכוי גבוה הוא יישאר בסופו של דבר בלי כלום (החברה תלך לפירוק וכבעל מניות בה הוא ככל הנראה לא יקבל דבר). ככל שכרטיסי הלוטו יפסידו הוא עדיין יישאר בלי כלום. מנגד אם הוא יתפוס את הכרטיס המנצח ונכסי החברה יקפצו לשמיים הוא יקבל את כל העודף שיותר – קרי, הוא נהנה מהרווח ולא סובל מההפסד. מדובר על תופעה המוכרת לספרות הכלכלית, המימונית והמשפטית הנקראת Asset Substitution המעלה חשש לקבלת החלטות שגויה כאשר החברה נמצאת בסביבת חדלות פירעון מהותית. נקודה זו אף מחמירה בהינתן קיומן של פירמידות שליטה, היות ובעל המניות בחברת האם יקבל את העודף לאחר שכל החוב בחברת האם יכוסה, כלומר הוא נזקק לשווי גבוה מאוד. כלומר, בעל המניות בראש הפירמידה לא חושב מתוך מטרה לשרת את החוב, אלא מתוך מטרה לקחת סיכונים אשר עשויים להטיב עם מצבו כבעל המניות בחברת האם.
3. ככל שבפירמידות עסקינות, יתכן ולנושה בחברת האם יש כלי בעזרתו יפעיל את השולט בחברת הבת (לרוב מדובר על בעל המניות בחברת האם), בכדי לקחת הלוואות מנושה ספציפי או בכדי לא לפרוע הלוואות לצדדים אחרים, וכן הלאה. קרי, כנושה בחברת האם יש לי כלי להפעיל על מקבל ההחלטות בחברת הבת

אשר יטיב איתי כנושה בחברת האם ולא בהכרח ממקסמות את הערך בחברת הבת – דבר היוצר ניגודי עניינים ברורים למדי.

4. מכירת מכתשים אגן על-ידי כור. כור החזיקה ב-47% ולמעשה הייתה השולטת במכתשים (היתר הוחזקו בידי הציבור). מי שרכש את השליטה בחברה נתן תמורה שאינה שוויונית למניות שהחזיקה כור ביחס למניות שהחזיק הציבור. בית המשפט קבע שמדובר בעילת תביעה ובסופו של דבר כור פיצתה את בעלי המניות מהציבור ב-45 מיליון דולר. החשש של בית המשפט היה שאם בעל השליטה יקבל תשלומים לא שוויוניים, לא יוכל לייצג בצורה הוגנת את שאר בעלי המניות במו"מ למכירת המניות. מבחינה כלכלית, הכלל של תמורה שוויונית מבטיח שבמידה ובעל שליטה ינהל בשמי מו"מ מול רוכש פוטנציאלי, לא יהיו לו תמריצים לייצר עסקה המטיבה עמו אך לא עם בעלי מניות שאינם מקרב השליטה בחברה. מנגד, במקרים רבים יש שווי חיובי לשליטה, קרי מראש מנייתו של בעל השליטה שווה יותר מבחינה כלכלית מאשר מניה ללא שליטה. אם אנו דורשים מראש תמורה שוויונית בין כלל בעלי המניות, יתכן ואנו נפספס עסקאות יעילות.

דוגמה: העסקה למכירת מכתשים-אגן (2011)

- מאידך, אם מראש קיים שווי שליטה חיובי, זה עשוי להביא לכך שעסקאות יעילות לא תתבצעה, משום שבעל השליטה לא ירצה למכור במחיר שלא מגלם פרמיית שליטה.
- נניח כי השווי הכלכלי של מניות חברה הינו 100₪:
- בעלי מניות בציבור (ללא שליטה) – 49 מניות השוות 40 ₪.
- בעל מניות מייסד (עם שליטה) – 51 מניות השוות 60 ₪.
- כעת מציעים לרכוש את החברה תמורת 110₪
- האם מבחינה כלכלית כדאי למכור את החברה?
- אם נדגול בעקרון השוויון כמה יקבל כל צד?
- האם בעלי השליטה יהיו מעוניינים למכור?



כאשר מגיע רוכש פוטנציאלי המציע לרכוש את החברה תמורה 110, לכאורה, ברמה הכלכלית ברור שכדאי לבצע עסקה כזאת היות והיא מייצרת ערך, תוספת 10 לעומת 100 קודם לכן. אך אם כעת בעל השליטה לא יקבל לפחות 60, הוא לא יהיה מעוניין בביצוע עסקה שכזאת, ולכן צריך לראות שדרישת התמורה השוויונית לא גורמת לאיבוד עסקאות יעילות.

5. בעלי השליטה בחברת פינרוס נכשלו בהצעות רכש לרכישת חלק הציבור בחברה. דירקטוריון החברה לא מנע את כניסת החברה לרשימת שימור לקראת מחיקתה מהבורסה וברגע שהחברה נכנסה לרשימה זו, עלתה פעם נוספת הצעת רכש ובפעם זו הצעת הרכש צלחה. בית המשפט קבע שלמעשה אי-הסחירות של המניה משפיעה לרעה יותר על בעלי המניות הקטנים, היות ולאחר מחיקת המנייה ממסחר, לא יהיה לי דרך (כבעל מניות מיעוט בחברה) למצוא קונה למניותיי באופן סביר. מכאן, שכניסתה של פינרוס לרשימת השימור למעשה שירתה את בעלי השליטה ואת הצעת הרכש שלהם על חשבון שאר הציבור.

6. בכירים בחברת כימיקלים לישראל קיבלו תשלומים ישירים מבעל השליטה. לכאורה מדובר על דבר טוב היות ומדובר על עלות הממומנת על-ידי גורם חיצוני. בית המשפט קבע שעניין זה מעוות את מדיניות התגמול של החברה, כיוון שתשלום צידי זה לנושא המשרה גורם לו להבין שהוא למעשה עובד בעבור בעל השליטה ולא בעבור החברה עצמה.

דוגמאות אלו מובאות כמצבים בהם בית המשפט מסמן מקומות בעלי ניגודי עניינים שלא תמיד נכנסים בקטגוריות הגדולות והברורות, אך עדיין אולי היו צריכים להיות מראש מסווגים כעסקה עם בעלי עניין ולהיות מטופלים כעסקאות כאלו.

הטיפול בעסקאות בעלי עניין והממשל התאגידי: ממשל תאגידי בחברות חשוב מאוד בכדי למנוע את עסקאות בעלי העניין הבלתי רצויות. הדירקטוריון אמור להיות זה שמפקח על פעילות החברה. בארה"ב, בה השליטה לרוב אינה קיימת והמניות מפוזרות בין הרבה בעלי מניות קטנים, החשש הוא למערכת תמריצים מעוותת בין הדירקטוריון ובין ההנהלה, ולכן נושאים הקשורים לממשל התאגידי מסייעים להעניק לדירקטוריון את תפקידו כגוף המקפח על פעילות החברה באופן מיטבי. מחקרים מראים שתגמול גבוה למנהלים ולדירקטוריון גוררים מבחינה סטטיסטית פחות עסקאות בעלי עניין.

עלות ותועלת מממשל תאגידי חזק: ממשל תאגידי חזק מייצר יתרון בכך שהוא מחזק את גורמי הבקרה והפיקוח בחברה, ומגביר את השקיפות. מחקרים מראים שדירקטוריון בעל רמת עצמאות גבוהה משמש כלי יעיל במניעת עסקאות בעלי עניין, על-ידי אחוז גבוה של דירקטורים עצמאיים, אחוז נמוך של דירקטורים מחברת האם, מכון רחב של בעלי משרה המאיישים את התפקידים ודירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית. מנגד, יצירת ממשל תאגידי חזק כרוכה בעלויות גבוהות, בתהליכים מסורבלים וגמישות נמוכה יותר. בשורה התחתונה, מחקרים מראים כי בהסתכלות של עלות מול תועלת, יש יותר תועלת מעלות לממשל תאגידי חזק: איכות גבוהה של ממשל תאגידי משפיעה באופן חיובי על ביצועיה של החברה ומעלה את ערכה לבעלי המניות. חברות אשר ביצעו פעולות לשפר את הסטנדרטים של הממשל התאגידי בחברה הציגו ביצוע יתר על חברות אשר החמירו את פעולותיהם בנושא.

עקרונות מנחים של ה-OECD לממשל תאגידי בנושא:

- חשיפת מידע – גורמת לכך שמראש יודעים שבמידה ותהיה בעיה, תופיע תביעה ייצוגית או נגזרת ולכן מראש הדברים נעשים בצורה יותר ראויה.
- דירקטוריון עצמאי ובעל גישה בטוחה לדווח על מעשים לא אתיים – קרי אינו חושש לחשוף דבר תוך סיכון באיבוד משרתו.
- במקומות בהם ישנן פרצות, כאן המקום של הרגולטורים לחסום את אותן הפרצות ולאפשר את הממשל התאגידי הראוי.

פרופ' אסף חמדני (הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל-אביב)

הערות מקדימות

ראשית, בחברות עם בעלי שליטה הטיפול בניגודי עניינים מעלה סוגיה מאוד מורכבת, בין השאר לאור מחסור בתיאוריה טובה לסיבה היווצרות בעלי השליטה.

שנית, ברמה הפרקטית, חברה עם בעל שליטה תחלק דיבידנד לעולם בעיתוי שהוא נוח לבעל השליטה ולכן, השאלה האם יש מישהו שיש לו "עניין אישי" בקבלת דיבידנד איננה תמיד השאלה המלאה שצריכה להישאל, אלא יש לבדוק מה עומד מנגד, היכן ניגודי העניינים מפריעים לנו, היכן הם לגיטימיים, והיכן הם כאלו הדורשים ריכוז של מירב המאמצים למתן פתרונות משפטיים, לרבות פתרונות ממשל תאגידי.

שלישית, שאלה שאין לה מענה היא מהי החלוקה ההוגנת של סינרגיות בעסקאות בעלי שליטה. נניח שישנו נכס, עבור אדם א' הוא שווה 50, לאדם ב' הוא שווה 100. מהי החלוקה ההוגנת של התועלת העולה מהעסקה הזאת? התשובה בכלכלה היא – מה שיושג על-ידי הצדדים במו"מ. ברור שיש כאן שאלה שהתשובה עליה איננה פשוטה וברורה.

התמודדות הדין בישראל עם עסקאות בעלי שליטה

אם נתבונן מספר שנים לאחור ונבחן מצב בו בעל השליטה היה מעוניין לעשות עסקת בעלי עניין, היה את מנגנון האישור המשולש בחוק החברות, אך בשלב הראשון ועדת הביקורת הייתה הרבה יותר תלותית בבעל השליטה; ישבו בה דח"צים שנבחרו בשליש של רוב בעלי מניות המיעוט; לא הייתה כמעט אכיפה פרטית; לא הייתה מחלקה כלכלית בבית המשפט; לא היו תביעות נגזרות בתחום. אם נתבונן על העשור הראשון של שנות ה-2000 נגלה בכלל תיקים פליליים, כאלו שבעלי השליטה לא הצליחו להשיג אפילו שליש מקרב בעלי מניות המיעוט וניסו לעשות עסקאות קש, כמו לדוגמה פס"ד אייזנברג.

איזה ארגז כלים יש ברשותנו כיום?

1. מנגנון האישור המשולש – אי התלות בוועדת ביקורת כיום שופר.
2. בוועדת הביקורת ישנם דח"צים שנבחרים ברוב מבעלי מניות המיעוט ולא על-ידי שלישי מהם.
3. כאשר החלטות מגיעות לאסיפה ישנו גוף הנקרא אנטרופי, בעל מעמד מרכזי בשוק.

4. ישנה חקיקה האמורה לטפל בבעיות הריכוזיות, היות וחלק מהבעיות נוצרות מהמבנה הפירמידלי. בעתיד יהיה הרבה יותר קשה להחזיק חברות במבנה כזה.
 5. חוק הריכוזיות פותר בעיות נוספות של ניגודי עניינים של מוסדיים. אם גוף מוסדי שבצד אחד אמור לאשר עסקאות של בעלי שליטה, ומנגד בעצמו חלק מקבוצה עסקית גדולה העושה עסקאות בעלי עניין, לא סביר שאותו מוסדי יהיה אגרסיבי למדי ויקבע נורמות.
 6. אכיפה פרטית – אם פעם עסקה בניגוד עניינים, לאחר קבלת השליש מבין המיעוט, הייתה עסקה תקינה, כיום ישנה מסגרת נוספות המעניקה אפשרות לתובעים אשר חושבים שלמרות שמדובר על עסקה שעברה את המיעוט, מדובר על עסקה שאינה הוגנת, ללכת לבית המשפט.
 7. מחלקה כלכלית בבית המשפט – מבחן ההגינות המלאה האומר שגם לאחר מנגנון האישור המשולש, ועדת הביקורת, אנטרופי, אישור של רוב בעלי המניות שאינם נגועים, עדיין אין זה אומר שישנה חסינות בבתי המשפט ואלו שומרים לעצמם את הפתח בנסיבות מסוימות לבדוק את תנאי העסקה.
 8. תובעים שניסו להרחיב את עצם ההגדרה של ניגודי עניינים, גם במקרים שבהם על-פי החוק אין צורך באישור משולש, לרבות תיק שהגיע עד בית המשפט העליון שבו דנו בשאלה האם דיבידנד שחולק פרו-ראטה באופן שוויוני, מחברה שעמדה במבחני החלוקה, ולא עלה שום חשש לנושים, האם זו עסקה שצריך בית המשפט להתערב בה כיוון שבעל השליטה היה בניגוד עניינים. בעניין זה, אם מסתכלים על המכלול, ישראל היא המדינה שמבחינת שהלכה הכי רחוק בקביעת מנגנונים שנועדו להתמודד עם עסקאות בעלי שליטה.
 9. אכיפה מנהלית של רשות ניירות ערך במקרים שבהם ישנם הפרות דיווח, גם לרשות ישנו סל כלים שלא היה ברשותה בעבר.
- על רקע כל האמור לעיל נשאלת השאלה האם התמהיל שיש ברשותנו כיום להתמודדות עם עסקאות בעלי שליטה הוא אכן התמהיל הנכון.
- אם נתבונן על הדרך שנעשתה מאז תיקון 16 לחוק החברות נשאלת השאלה מה המקומות שבהם אפשר להפוך את המערכת להיות יותר מאוזנת.

מה כן צריך לעשות?

1. בית המשפט צריך להשתמש בכוחו לבקר עסקאות לפי מבחן ההגינות המלאה בצורה מצומצמת, קרי אם בית המשפט משתכנע שהחברה עברה תהליך מסודר של ועדה מיוחדת אפקטיבית, הכולל יועצים חיצוניים, כל המידע הרלוונטי דווח לבעלי המניות, הרוב הבלתי נגוע אישר את העסקה בהתאם לדרישת חוק החברות וכל מה שנותר להתווכח עליו הוא עניין השווי שנקבע בעסקה ומידת ההוגנות שלו, אזי אין ערך אמתי של התערבות בית המשפט לשם הגנה על בעלי

- מניות המיעוט. בסופו של דבר השוק אמור להחליט אם העסקה טובה או לא. גם בית המשפט לא תמיד מסוגל לקבוע מהו מחיר עסקה הוגן או לא.
2. חוק החברות בישראל אינו סלחני לטעויות באישור עסקאות בעלי עניין. כלומר, הסיבוך בזיהוי עסקאות בעלי העניין עובד לשני הכיוונים: כל עסקה חריגה שבה לבעל השליטה יש עניין אישי מחייבת אישור משולש, וטעות בעניין הזה – גם בתום לב – מביאה לבטלות העסקה. בעולם ובו בתי משפט יכולים להתמודד עם עסקאות לא הוגנות, החוק אינו צריך להיות כזה שבכל טעות, העסקה בטלה. המצב כיום הוא בעייתי: מחד, עסקה שלא אושרה לפי המנגנון המשולש, אפילו אם הטעות הייתה בתום לב, ולאחר מכן התגלה כי יש עניין אישי, היא עסקה בטלה. מנגד, עסקה שקיבלה את כל האישורים אינה זוכה לחסינות: גם לאחר אישור עסקה עדיין ניתן לתבוע את בעל העניין בטענה לחוסר הוגנות. מצב זה מייצר חוסר איזון, וצריך לחשוב על מנגנונים לריכוך, והפיכת חוק החברות לסלחני יותר לכשלים בהליך האישור.
3. נושא הדח"צים – ישנן כיום הצעות לחזק את הכוח של בעלי מניות המיעוט במינוי דח"צים. בעולם של היום – אחרי תיקון 20 – יש לחשוב על מנגנון שבו חיזוק המיעוט במינוי דח"צים יביא להקלות בעולם הכללים לאישור עסקאות בעלי עניין. מה המודל כאן? מודל מבוסס על חלק תיאורטי אשר לפיו, לא בכל החלטה בעלי מניות מקרב המיעוט מסוגלים לקבל החלטה בשוטף (לדוגמה, מתן שכר של 25,000 לבן של בעל השליטה עבור תפקיד בחברה. לא ברור עד כמה ניתן לגנוב בשכר כזה). במקרים אלו, נציגם יהיה הדח"צ שיקבל עבורם החלטות ברמה השוטפת, בחלקן יטעה ובחלקן יציף ערך לבעלי מניות המיעוט אשר אחת למספר שנים ישפטו את תפקודו "בקלפי" ויחליטו בנוגע להמשך תפקידו בחברה. כך למעשה ניתן להיות לספק תמריץ לאותו דח"צ לשרת באופן מיטבי את האינטרסים של המיעוט גם בעבור נושאים שוטפים.
4. נושא הריכוזיות – לא ניתן מספיק משקל לחקיקה סביב נושא הריכוזיות. אין זה מקרי שחלק מהבעיות המדוברות הן בעיות שהתעוררו על רקע קבוצות שליטה, בהן קיים עיוות תמריצים של בעלי השליטה, הדירקטורים וכן הלאה. יש לבחון האם ארגז הכלים הנוכחי הינו רלוונטי לשוק שהולך להיראות בעתיד הקרוב שונה לגמרי, ביום שלאחר יישום חוק הריכוזיות במלואו, היות ולא בטוח שבעיות שעלו מפירמידה בעלת שלוש שכבות, הינן בעיות שתתקיימנה בחברה בעלת שכבה אחת עם בעל שליטה או בקבוצה של שתי חברות, אם ובת. מכאן, יש לחכות ולבחון כמה מהבעיות עוד יוותרו ביום שלאחר יישום הוראות המעבר של תקופת הריכוזית, בשוק יציב יותר.

פאנל מומחים: עסקאות בעלי עניין

ד"ר טל מופקדי: מתי נוצר עניין אישי לבעל שליטה, מצביע, או נושא משרה? בפרט, האם תוכלו להצביע על דוגמאות למקרים שלא נתפסו ברשת הקיימת של הכללים, כלומר עשויים לעורר סוגיות עניין אישי, אך עד כה לא ניתנה עמדה רשמית של רשות ניירות ערך, או בית המשפט ביחס אליהם?

עו"ד קרן גיחז: השאלה מתי מתעורר עניין אישי, היא שאלה רחבה מאוד. המונח עניין אישי הינו מונח מפתח בהקשר של עסקאות בעלי עניין ורלוונטי במספר הקשרים והמרכזיים שבהם לצורך סיווג עסקה שנדרשת בהליך מיוחד, עסקה שלבעל השליטה יש בה עניין אישי או שלנושא משרה יש בה עניין אישי, וההקשר השני הוא לצורך בחינת הרוב שנדרש לאישור עסקה כזאת, רוב מקרב מי שאין לו עניין אישי באישור העסקה. בחוק יש הגדרה למונח עניין אישי, אלא שההגדרה היא מאוד כללית, אין בה תוכן קונקרטי של ממש ולא בכדי היות ושאלת העניין האישי היא מאוד נסיבתית, קשה מאוד לייצר מראש כללים ועקרונות שיכסו את כלל המקרים. רשות ניירות ערך פרסמה במשך השנים עמדות שונות הבוחנות מתי עשוי להתעורר עניין אישי של בעל שליטה או של מצביע, לצד פסיקות של בתי המשפט שהתוו עקרונות והלכות בסוגיה. המבחן המרכזי הינו מבחן הזיקה העודפת המהותית. האם לאדם יש זיקה עודפת ביחס לאינטרס האינהרנטי שיש לאדם כמחזיק מניות בחברה, אשר עשויה להשפיע באופן מהותי על שיקול דעתו כך שלא בהכרח יראה לנגד עיניו את טובת החברה בלבד. המקרים הקלים יחסית לבחינה הם כאשר האינטרס הנוגד הוא אינטרס כלכלי מובהק, או אז לרוב ניתן לעשות שימוש במבחן כלכלי-ארייתמטי המודד את עצמת האינטרסים ומשווה ביניהם. לדוגמה, עסקה בין שתי חברות ציבוריות בשליטת אותו בעל שליטה. במקרה זה ישנו אינטרס הנובע מההחזקה הצולבת שלו, והשאלה היא באיזה צד האינטרס שלו כה מהותי שיכול להשפיע על שיקול דעתו. כאשר אין דבר מה נוסף אשר עשוי להשפיע על המדידה (וזו הנחה חשובה), ניתן למדוד את עצמת האינטרסים לפי שיעורי ההחזקה שלו בכל חברה. בחברה בה הוא מחזיק שיעור נמוך יותר, שם עולה החשש לאישור עסקה המעבירה ערך לטובתו על חשבון בעלי מניות המיעוט באותה החברה. מתי הדברים מסתבכים? כשהאינטרס הנוגד קשה יותר לכימות, למשל, כאשר הקשרים הרבה יותר מסועפים ומתמשכים וקשה יותר לכמת אותם ואז הבחינה הרבה יותר נסיבתית. יש עשרות דוגמאות למקרים כאלה, וברשות פרסמנו עמדות פרטניות לאורך השנים ששמות זרקור על הנסיבות בהן עשוי להתקיים עניין אישי.

אני רוצה להתייחס לעניין, שלמיטב ידיעתי עד היום לא הובעה עמדה פורמלית-פוזיטיבית לגבי זה עניין אישי הנובע מקשרי חברות. אם נזקק את העקרונות שהותוו

עד היום בעמדות הרשות ובפסיקות ביהמ"ש שרלוונטיות בהקשר הזה – הרי שעניין אישי לא חייב להיות מוגבל לטובת הנאה כלכלית או לעסקה הספציפית המובאת לאישור ויכול לנבוע ממערכת יחסים אחרת בה מצוי בעל השליטה או בעל המניות. בנוסף, עניין אישי מוגדר בחוק – כלרבות עניין אישי של קרוב. אז מה עם קשרים חבריים? ברמה המהותית, בהחלט עשוי להתעורר מצב ובו קשר חברי יוצר עניין אישי. מערכת יחסים מאוד קרובה בין חברים יכולה להשפיע על שיקול הדעת שלי, במידה זזה, ואף מעבר, מכפי שעשוי להיות, למשל ביחסים עם גיס או גיסה. לא יהיה בלתי סביר לומר שבעל מניות בחברה יהיה מוכן לספוג פגיעה כלכלית מסוימת, באישור עסקה שאינה לטובת החברה, בכדי להטיב עם חבר קרוב. כמובן שהכל תלוי נסיבות, בין היתר תלוי היקף הנזק לחברה למול טובת ההנאה לחבר.

היכן מתעוררת הבעיה? מקורה בשניים:

1. איפה עובר קו הגבול? מה ייחשב לקשר חברי טוב וקרוב שיכול להשפיע על שיקול הדעת שלי? קשר טלפוני יומיומי? מפגשים לקפה. מפגשים בשבתות? עם בני הזוג? עם הילדים? האינטרס הנוגד כאן קשה למדידה.
2. קושי ראיתי – איך גורמי הפיקוח והאכיפה יכולים לעמוד על טיב הקשרים. מדובר על עניין די פלואידי שבניגוד לקשר עסקי, מקצועי או משפחתי – אין לגביו תיעוד שניתן להסתמך עליו.

עו"ד אורלי דורון: אחרוג מעט מהנושא המרכזי ואביא לדיון את הפן הפלילי. יש לזכור שמבחינה זו המבחנים לבחינת הדברים, בהקשר של עבירה פלילית, שונים מהתנהלות תאגידית והאופן שבו בוחנים התנהלות זו. לא ניתן אף להשוות את סטנדרט הבחינה שיחול על מעשיו של עבריין פלילי, לזה שיחול על החלטותיו של דירקטור, ובכלל הכנסת התחום הפלילי לכאן מייצרת "רעש" היות ולא קיים ממשק ממשי, ישנו דיון שנוגע להיבט הכלכלי של עסקאות, אך הפן הפלילי לא נוגע לכך אלא נוגע לעבירות שנעשות כדוגמת עבירות מרמה, פגיעה במצגים, תכניות פליליות מלכתחילה, אך אלה לא נוגעים לדיון המרכזי בפנל. הממשק לעסקאות בעלי שליטה החל בעשור הקודם בתיקים פליליים שהגיעו לפתחנו, לפני תיקון 16 לחוק החברות. שם למעשה הייתה הדרישה למנגנון המשולש אך דרושה היתה הצבעה של שלישי מבעלי מניות המיעוט, באסיפה הכללית. בתיקים מסוימים, לאור הקושי להשיג את אותו השליש, נעשו פעולות מירמטיות אשר "צבעו" מניות הנגועות בעניין אישי, כאילו היה מדובר במניות של המיעוט. הנושא שעלה באותה תקופה – מהו עניין אישי, היות ועלו טענות בנוגע לאמיתות הסיווג כעניין אישי, האם באמת ניתן היה להוכיח שמדובר היה בחשבונות קש, מה המבחנים לחשבונות קש, איך בוחנים עסקה כנגועה, נושאים של הסכמי הצבעה, נושאים של אופציות PUT.

במקרה הראשון, פרשת ערד, בעל השליטה רצה להעביר מניות במסגרת עסקת העברת מניות, מחברות בשליטתו לחברה ציבורית ערד, תוך קבלת פרמיה על העברת המניות. במקרה הזה עלתה התנגדות של הגופים המוסדיים, המייצגים למעשה את הציבור (מניות המיעוט), לעסקאות הללו. היות ופרקטית מקובל שפונים ומנסים להבין מה תהיה ההצבעה, פנו אל המוסדיים והבינו שההצבעה לא תעבור, ולכן נעשו שני דברים: 1) התקשרות בעלי השליטה עם אנשי עסקים בהסכמי הצבעה כך שירכשו את המניות ויצביעו באופן מסוים. 2) הובטח לאותם רוכשים לקבל אופציית PUT או אופציה לקבל בחזרה את מלוא כספם ללא קשר למחיר המניות בבורסה, ככל שיהיו מעוניינים בכך לאחר ההצבעה. הסדר נוסף שנעשה בעניין זה היה בעניין מנהל תיקים, שרכש מניות בעבור לקוחותיו והצביע בשמם ועבורם.

נושאים אלו היו במרכזו של הדיון ובסופו של דבר, בית המשפט העליון אישר את העמדה של בית המשפט המחוזי בעניין הסכם ההצבעה, אופציית ה-PUT. ובעניין מנהל התיקים נקבע שהיות ושיקול דעתו היה נגוע בעניין אישי אזי גם מניות לקוחותיו היו נגועות וצבועות, ולא ייצגו למעשה את קולם של המיעוט נכונה.

המציאות תמיד מעניינית יותר מהדמיון היות ומיד לאחר מכן, הגיעה לפתחנו פרשת צינורות מזרח תיכון, ובפרשה זו, הקביעה הטוענת שאם נאמן מצביע באופן עצמאי, אזי שיקול הדעת שלו הוא זה שקובע – הראתה לנו במקרה זה שהיוצרות התהפכו. הפרקליטות הגישה כתב אישום בנושא של עסקת דמי ניהול נגד שני בעלי שליטה, עורך דינם ומנכ"לית החברה, כאשר העובדות היו שבעלי השליטה לקחו לעצמם איש קש, מימנו את כל עסקת המניות, והשתמשו לצורך עסקת המניות גם בעורך דין מטעמם ובמנכ"לית, שערכה מצידה חישובים מדויקים בנוגע לכמות המניות הנדרשת לשם ההגעה לאותו שלישי דרוש למנגנון המשולש. למרות ההרשעה של שני בעלי השליטה, זיכה בית המשפט את עורך דינם ואת המנכ"לית תוך שקבע ששיקול דעתו של עורך הדין היה עצמאי, ענייני, מקצועי, ולמעשה נוכח הכרעה זו נוצר מצב בו ישנן מניות נגועות (שנרכשו בפועל על ידי בעלי השליטה ונרשמו על שם איש קש) שההצבעה מכוחן בוצעה על-ידי אדם אובייקטיבי (על-פי קביעת בית המשפט). בית המשפט העליון לא קיבל עמדה זו בערעורם של בעלי השליטה, וקבע שראשית הם הסתירו את העניין האישי שלהם במניות הללו ושנית, מלכתחילה ברגע שמניות אלו נצבעות בעניין האישי, עקב הבעלות אין זה משנה מי מצביע בעבורן והאובייקטיביות שלו אינה מכשירה אותן. מצב הפוך למקרה הקודם.

עו"ד אברמי וול: תחילה אני מעוניין לדבר על הבעיה האינהרנטית הקשורה למונח עניין אישי. בתחום זה קיימים מונחי שסתום רבים בעייתיים לאור ריבוי התחומים האפורים. הקושי בריבוי שטחים אלו הוא משולש:

1. ראשית, מדובר על פגיעה בוודאות העסקית וביכולת לתכנן עסקאות. זוגמה לכך היא מלקוח זר, שהכין תכניות סינרגטיות להצפת ערך, חלוקת דיביזנדים וכו', הוסבר לו שבעקבות פס"ד ורדניקוב, יתכן ויטען שהעניין שלו יוצר עניין אישי ולכן הוא יידרש למנגנון המשולש. התוצאה בעניין זה היא נטישת העסקה מראש של אותו איש עסקים לאור החסם העיקרי בעינו ברכישת חברה הנסחרת בתל אביב, בעיקר לאור חוסר הבהירות שבמנגנון;
2. שנית, אנו עלולים לייצר זכויות וטו שלא תמיד מופעלת כהלכה ולטובת המיעוט. לעיתים אנחנו רואים התנהלות של המיעוט שהיא סחטנית באופייה, ואפילו לא משיקולים זרים, אלא רק כי המיעוט מבין שבעל השליטה יהיה מוכן לשלם יותר ממחיר השוק ההוגן. תופעה זו מצידה מרתיעה בעלי שליטה וחברות מלשקול עסקאות בעלי עניין, גם כאשר אובייקטיבית הן יכולות להיות טובות לשני הצדדים. זה יכול להגיע עד כדי מצבים בהם, פרמיית השליטה אשר אמורה להיות חיובית לאור העובדה כי לבעל השליטה יש היכולת לביצוע עסקאות מסוימות, מגיעה למצב בו הינה שלילית, קרי בעל השליטה דוחף את היד לכיסו מעבר למה שהיה משלם לולא העניין האישי.
3. שלישית, אי הבהירות וריבוי מונחי השסתום בתחום, מייצרים חשיפה אזהרית וחשיפה שעשויה להגיע לעולם הפלילי במקרה של טעות בסיווג. אני מזכיר שפס"ד ערד שהיה פסה"ד המנחה בעניין, הוא פס"ד שעסק בעסקת בעל עניין שלא אושרה כדן, אך הפגם באישור נבחן בהליך פלילי ולא בהליך אזרחי שעניינו תוקף האישור.

בעניין זה, אצטט, בהסכמה ובכל הכבוד, את דברי כבוד השופטת רונן בעניין שמן /צמיחה:

"...לסיווג הזה ישנו גם "מחיר" – הן מבחינת משך הזמן שנדרש לצורך אישור העסקה, ה-"סרבול" הבירוקרטי הנוסף הכרוך בכך, והחשש האפשרי כי הרוב מקרב המיעוט לא יאשר גם עסקאות שהן "טובות" לחברה [...] יש להיזהר מפני הרחבת היריעה מעבר לנדרש, תוך סיווגן של עסקאות רבות מדי כעסקאות בעלי ענין שלא לצורך."

על רקע זה, אתן מספר דוגמאות לסוגיות המצויות בתחומי "האפור":

1. חברות/ הכרות – מדובר על מקרה מובהק של סיווג יתר היות ומדובר על רצף המתחיל מידיד נפש, חבר, מכר, מישהו שעשה איתי מילואים יחד, מישהו שנמצא איתי בקבוצת הוואטס-אפ של ילדי גן מרים. כאשר מתבוננים על השאלה האם יש או אין הטיה צריך לזכור את המחירים במונחים של עלות תועלת.

2. עניין אישי קל זניח וחישוב עצמת העניין האישי – הפסיקה הכירה מזמן בקיומו של עניין אישי "קל זניח". פרופ' דוד האן הציע בזמנו מבחן כמותי, המבוסס על השכל הישר למדידת העצמה הנדרשת (בתמצית: מאיזה צד של המתרס יש לבעל השליטה אינטרס גדול יותר). רשות ניירות ערך אמנם הסתייגה מגישה זו, אך היא אומצה בפס"ד בעניין צמיחה/ שמן על-ידי כבוד השופט רונן.

3. עניין אישי בחלוקה – השאלה האם לבעל שליטה יש עניין אישי בחלוקת דיבידנד (וממילא בכל העסקאות המאפשרות את החלוקה – עסקאות נטילת חוב, מכירת נכסים וכדומה) היא קריטית. הנזק שבהפיכת מהלכים עסקיים אלמנטריים לטעונים אישור משולש הוא עצום. הנושא עלה בפרשת ורדניקוב והשאיר את העוסקים בפרקטיקה ברגשות מעורבים. מחד גיסא, פסק דינו של השופט עמית כולל אמירה נחרצת על כך שהאינטרס הספציפי של בעל שליטה לעולם אינו יוצר עניין אישי בחלוקה, כל עוד הדיבידנד מחולק באופן שוויוני. מאידך גיסא, בדיון הנוסף הבהירה הנשיאה חיות כי אמירה זו אינה הלכה מחייבת. לדעתו, יש להצטער על הפילוסופיה השיפוטית העולה מפרשת הדיון הנוסף, כמו גם מפסקי דין נוספים, היות והיא פילוסופיה המסייגת את ההכרעה לנסיבותיה הספציפיות ורוויה חשש מיצירת תקדימים רחבים מדי.

לסיכום, יש בשאלה גם שיקולי מדיניות לגבי התוויית המבחן הרצוי, וגם שיקולים מעשיים המתייחסים להיותו מבחן המתאים לחיי המעשה. ברור שכרגע מדובר בסוגיה שיש בה אי ודאות רבה – דבר בהחלט לא רצוי.

ד"ר טל מופקדי: השאלה הבאה עוסקת בדרישות הוועדה מיוחדת לניהול משא ומתן. האם עניין זה נקלט במשפט שלנו? האם יש לכך בסיס? מה ההשלכות על הפרקטיקה של אישור עסקאות, ובפרט על היכולת למחוק חברות מהמסחר?

עו"ד אברמי וול: ראשית, דרישת הוועדה מיוחדת נקלטה במשפטינו בפרשת מכתשים אגן. בפרשה זו בית המשפט אמר שיש בחוק מנגנון של אישור משולש, ועדת ביקורת, דירקטוריון (דירקטורים בלתי תלויים) ואסיפה כללית, אבל הוסיף דרישה נוספת והיא שוועדה מיוחדת תנהל את המשא ומתן. עניין זה מעורר שאלות הן בהיבט המשפטי והן בהיבט הפרקטי.

ברמה המשפטית, יש להבין שבארה"ב (Delaware) כללי עסקאות בעלי עניין מוסדרים כמעט אך ורק בפסיקה. כלומר, החוק שם מאפשר לבעל השליטה לעשות כמעט כל העולה על רוחו, ואז התרופה של בעלי מניות היא ללכת לבתי המשפט ולהגיש תביעה. עם השנים בתי המשפט שם פיתחו כלים המייצרים וודאות. אחד מן הכלים הללו היא הוועדה המיוחדת. המודל הישראלי הינו מודל שונה לחלוטין. חוק החברות הישראלי דורש ועדת ביקורת, דירקטורים מסוימים, אי-תלות מוגדרת אף היא, אסיפה כללית

צריכה לאשר, בעבר היה צריך שלישי, לאחר מכן מחצית. בעניין זה, מתעוררת השאלה האם יש הצדקה שהמחוקק קבע מודל מסוים, ללכת ולהרכיב עליו דרישות נוספות הבאות משיטה משפטית אחרת שאין לה את האיזונים הללו.

הדברים נהיו אפילו חמורים יותר היות ומה שקורה בארה"ב, בתי המשפט הולכים לכיוון של ודאות גבוהה יותר, כתוצאה משורה של פסקי דין, הבולט מבניהם הוא MFW, פס"ד מצוטט מאוד גם כאן. פס"ד זה אמר שאם עסקה אושרה בידי ועדה מיוחדת והאסיפה הכללית עם רוב מן המיעוט, למרות שלא נדרש, העסקה חסינה מביקורת. עניין זה עלה ארצה ועלתה השאלה כאן (לאור העובדה שהחוק כאן לא דורש ועדה מיוחדת) האם אחרי הקמת ועדה מיוחדת כאן נקבל לפחות את מה שקיבלו האמריקאים כממציאים של ועדה זו?

כשרעיון זה הומצא בארה"ב, הוא בא מתוך תפיסה שהציבור הינו תינוקות שנשבו ויש להגן עליו. מישהו חייב לנהל עבור בעלי מניות המיעוט את המשא ומתן. אחד האלמנטים המוטיבים החוזרים בפסיקה בארה"ב, זה שהציבור יודע לדאוג לעצמו. גם בארצנו, מאשרים את העסקאות בוועדת ביקורת, גם באסיפה הכללית (רוב מתוך המיעוט), כלומר המשקיעים כאן מאוד מתוחכמים, יש להם את האנטרופי, יש להם אנליסטים ואם הם רוצים להגיד לא הם יודעים להגיד זאת, והרעיון שצריך לייצר עוד ועוד הגנות רק כי לא מספיק שהציבור יצביע בעד ונגד ברוב הנדרש, היא בעייתית.

ברמה הפרקטית, ראשית בעניין מכתשים אגן, בית המשפט קבע שוועדה מיוחדת נדרשת לעסקאות גורליות בלבד. בפרקטיקה, עורכי דין רבים ממליצים ללקוחותיהם להקים ועדה מיוחדת בכל מקרה, גם במקרים בהן בית המשפט לא דרש.

כאשר דורשים ועדה מיוחדת, מה זה עושה? – ועדה זו יושבת בממוצע 20-30 ישיבות, היות ודירקטור שמקבל החלטה לעסקה תוך שהוא יודע שהוא הולך להיתבע על החלטה זו ב-100%, נמצא במצב מלחיץ. בנוסף, גוף קולגיאלי (דירקטוריון) לא תמיד בנוי לנהל משא ומתן עם גוף אחר, לכן הם יושבים ישיבות רבות, שוכרים יועצים חיצוניים, עורכי דין בלתי תלויים, חוות דעת מפרופ' למשפטים ומיועץ פיננסי וגם חוות דעת שניה, וזה הופך לתהליך ארוך, יקר, מסורבל וכו'.

אם כל העניין היה נגמר בזה, פחות נורא, אך המקום המרכזי בו פוגשים את הוועדה המיוחדת הוא בעסקאות של "Going Privat". הרעיון של המיזוג המשולש, האופקי, הדורש את הוועדה המיוחדת ככלי להוצאה חברות מהמסחר בבורסה, נולד כי מנגנון הצעת הרכש המלאה בישראל לא עובד. אי אפשר למחוק חברות בהצעת רכש מלאה בגלל סיבות שונות.

לסיכום, אני בעד להחזיק כמה שיותר חברות בבורסה בת"א אך איני חושב שזו הדרך הנכונה, למנוע את כל הדרכים להביא למחיקתה.

עו"ד אורלי דורון: לא אתייחס לתפקודה של הוועדה הבלתי תלויה, אך אני מעוניינת לומר דבר מה על עניין משמעותי לדיון בישראל. בישראל ישנה ריכוזיות רבה בבעלות בשונה מארה"ב. בתיקים הפליליים ניתן לראות בעלי שליטה מאוד חזקים, שנושאי משרה (שומרי סף) היכולים למנוע עבירות, לא עומדים בפניהם, ולא מסיבות כלכליות, אלא מסיבות שהראשונה בהן היא כוחם של בעלי השליטה להשפיע על ההחלטות וכוחם לגרום לנושאי משרה לפעול באופן אסור. נושאי משרה אלו מאמינים בבעל השליטה ועושים כרצונם. בשלב השני, אפילו כשהם עושים מאמצים להחזיר את הכסף לקופה הציבורית מעורבותם עולה להם הן בכתב אישום פלילי והן בריצוי מאסרים בפועל. יתכן שמבנה הבעלות הריכוזית בישראל משפיע על בית המשפט ביחס לדרישות מחמירות במנגנוני אי-התלות כגון הוועדה הבלתי-תלויה.

עו"ד קרן גיחז: אחזור לוועדה הבלתי תלויה. אפשר להתווכח על תרומת הוועדה לעסקאות בעלי שליטה, גם במונחי עלות-תועלת, אך בעיני המפתח בסיפור הזה נמצא אצל בתי המשפט. כיום עניין הוועדה הבלתי תלויה לא מעוגן פורמלית בחקיקה, וניתן היה לקבוע בחקיקה כללים שיבטיחו את אפקטיביות עבודת הוועדה, מבחינה תהליכית (מעין Check List), אך יהיה קשה מאוד ליצור עקרונות שיבטיחו את העבודה של הוועדה מבחינה מהותית. לעומת זאת, לבתי המשפט יש היכולת לבחון בדיעבד ובשים לב לנסיבות העניין, האם הוועדה בהלתי תלויה פעלה באופן אפקטיבי, והאם קיימה את ייעודה, קרי, האם פעלה להבאת העסקה הטובה ביותר עבור החברה.

בהתאם, אם בתי המשפט שבוחנים את אופן אישור העסקה, יקבעו כללים מנחים לעבודת הוועדה. אשר קיומם יקנה יתרון דיוני לנתבעים הפוטנציאליים (בעלי השליטה ונושאי משרה), למשל באמצעות החלת כלל שיקול הדעת העסקי, מאוד יתכן שכללים אלו יחלחלו לפרקטיקה.

בסופו של דבר, מרבית העסקאות הגדולות מגיעות בצורה כזו או אחרת לבתי המשפט, ואם קברניטי החברות יידעו שהקפדה על הכללים תקנה להם ודאות גדולה יותר בנוגע לסופיות העסקה, ובפרט בנוגע למחיר, דבר שיקטין לאחור מכן את העלויות העקיפות שיש להם כתוצאה מניהול הליך משפטי, סביר שהם יפעלו כראוי וניווכח לתרומה רבה יותר של הוועדה הבלתי תלויה, גם במונחי עלות-תועלת.

אם נתבונן מעבר לים, בדלוואר למשל אין מנגנוני בקרה מניעתיים (מנדטוריים) אלא ביקורת שיפוטית מחמירה בדיעבד, קרי מיישמים את כלל ההגינות המלאה, לפיו ככלל הנטל הוא על הנתבעים להראות שהעסקה מקיימת הגינות מהותית ופרוצדוראלית. נטל זה עובר לתובע אם התקיימו אחד משניים, או אישור רוב מקרב בעלי מניות המיעוט, או ניהול המשא ומתן בגין העסקה על ידי וועדה בלתי תלויה. כאשר בעסקאות "Going Privat" (הלכת MFW), ולפי פסיקה ממש מהעת האחרונה נראה שגם בעסקאות נוספות בהן יש חשש לניגוד עניינים של בעל שליטה, אם מתקיימים

שני התנאים, אזי בית המשפט יטה להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי. בהחלט ניתן ללמוד ממנגנון זה. כלומר, אם בישראל יופעל סטנדרט שיפוטי דומה אשר יספק מראש תמריץ ראוי לאימוץ וולונטרי של מנגנונים מסוג זה, ברמה המעשית נהיה קרובים להיכן שאנו כיום רק שלחברות יהיה את שיקול הדעת האם לאמץ מנגנונים אלו או לא.

ד"ר טל מופקדי: לגבי הדין הקיים, כיצד לדעתכם ניתן לייצר יותר ודאות בשוק? הן מהצד של מבצע העסקאות והן מהצד של המיעוט? כיצד ניתן במסגרת הכלים הקיימים לייצר יותר וודאות לדעתכם?

עו"ד אברמי וול: המפתח בתחום זה נמצא בידי בתי המשפט. יש לבתי המשפט באופן כללי נטייה לצמצם מאוד את ההשלכות של הפסיקה שלהם, זאת אומרת קיימת רטוריקה משפטית לפיה מה שבית המשפט מחליט נכון בנסיבות המדוקדקות הללו בלבד.

דווקא בעולם של דיני התאגידים וניירות הערך וכדומה הפילוסופיה השיפוטית של בתי המשפט צריכה להיות הפוכה, קרי כזו המתנדבת לדבר גם על דברים שאינם בהכרח חיוניים להכרעה בתיק המידי המונח לפנייהם, וכן קובע כללים הנכונים למקרה שלא היה על שולחנו, היות ואנו מצויים בטריטוריה של משקל דרמטי לקביעות בתי המשפט. זאת המגמה בארה"ב בשנים האחרונות. מדובר על שורה של פסקי דין שחתכה בצורה דרמטית את הליטיגציה שם, וכיום אנו המובילים בעולם כתובעים תאגידיים, כלומר עברנו את האמריקאים, זאת משום שהם קבעו כללים מאוד ברורים הדוחים תביעות על הסף. בישראל, המפתח עדיין מצוי בידי בתי המשפט בכל תיק ותיק.

עו"ד אורלי זרון: אני פחות יכולה לחוות דעה על המשפט האזרחי, אך אני חושבת שבית המשפט עושה עבודה ומתייחס לכמה שיותר סוגיות, אפילו בנושאים של חברות ועסקים. בהליכים הפליליים לרוב מגיעים להסדרי טיעון ולכן הרבה פעמים הכרעות משפטיות שניתן היה ללמוד מהן לא מוכרעות והדברים לכן נותרים בתחום "האפור". במקרים רבים בעלי השליטה בעצמם יודעים היכן הם מצויים יותר מעורכי דינם, והמציאות מלמדת שהם לא מוסרים את מלוא המידע לעורכי דינם, מסיבה זו כמעט אף פעם לא נתקלים בטענות משמעותיות של הסתמכות על עצה משפטית, ולרוב העובדות הדרושות בכדי לתת עצה משפטית מבוססת מוסתרות.

עו"ד קרן גיחז: תחום עסקאות בעלי עניין כולל שטחים "אפורים". יש לא מעט שאלות הנתונות לפרשנות בתחום הזה שרק לחלקן נדרשנו בדיון הנוכחי, למשל מהי עסקה? מה תיחשב לעסקה חריגה? מה ייחשב לעניין אישי שאינו קל וזניח? ובכלל – מי ייחשב לבעל שליטה?

שאלות אלו הן לרוב נסיבתיות, דבר המחריף את חוסר הוודאות. מהצד שלנו ברשות ניירות ערך, אנו עושים מאמצים בכדי לייצר ודאות גבוהה לחברות ככל האפשר, בין היתר באמצעות פרסום עמדות סגל בשאלות פרשניות רוחביות, פרסום של שאלות ותשובות תמציתיות ביחס לשאלות החוזרות על עצמן בשוק, וכמובן מנגנון הפניות המקדמיות - ה-Pre-ruling או No action, שמאפשר לחברות לפנות ביחס לסוגיה קונקרטית הנוגעת אליהן. בהקשר של מנגנון זה, הייתה לאחרונה פסיקה של בית המשפט העליון בעניין כהן פיתוח של הנשיאה חיות שקבעה שלהחלטות של הרשות אין מעמד של אישור או הרשעה, כוחן לא יפה כלפי כולי עלמא ובכלל זה כלפי מי שניזוק כתוצאה מפעולה או מחדל שנעשתה בעקבות אותה פנייה. בנוסף, היתה אמרת אגב של כבוד השופטת רונן (בפס"ד החברה לישראל) כי עמדות של הרשות לא מחייבות את בית המשפט (בעקבות פס"ד כהן פיתוח).

הפסיקות הללו עשו לא מעט רעש בשוק בנוגע למעמד הפנייה המקדמית, וערכה בעיני חברות. בעניין זה אדגיש שהמצב לפני ואחרי פסיקות אלו לא באמת השתנה. גם קודם לכן הרשות ראתה בהחלטותיה סוג של הצהרה כיצד היא מפרשת ורואה מצב דברים מסוים. הרשות לא ראתה ואינה רואה בהחלטותיה כבעלות תוקף משפטי מחייב כמובן של יצירת נורמה חדשה, ותוקפן – גם אז וגם היום – היה מוגבל למערכת היחסים שבין הרשות לבין הפונה (לרבות כהגנה בהליכים פליליים במערכת היחסים בין הרשות לפונה).

למרות זאת, אני חושבת שנכון שבתי המשפט יחזקו את מעמדן של הפניות המקדמיות ו. אמנם לרשות אין סמכויות אכיפה ישירות בנוגע לעסקאות בעלי עניין, אך היא בהחלט רגולטור בעל בניסיון, המקצועיות והראיה המרחבית הנדרשת בתחום זה. כמובן שבסופו של דבר ההכרעה היא של בית המשפט, שיכול שלא להסכים לעמדת הרשות, אבל יש דרך לחזק את המנגנון, גם כאשר בית המשפט לא מחויב לעמדות הרשות. למשל, במצבים בהם רשות ניירות ערך נתנה, קודם לפתיחת ההליך המשפטי, עמדה פומבית בסוגיה הנדונה, נכון יהיה לצרפה כצד להליך בכדי שתוכל לפרוס את השיקולים שעמדו לנגד עיניה כאשר נתנה את עמדתה.

בתחום זה הנחשב ל"אפור" למדי, חיזוק המעמד של "Pre-Ruling", שיכול לאפשר לחברות לכלכל את צעדיהם מראש תוך הפחתת עלויות להתדיינות עתידית, עשוי להוות כלי להפחתת חוסר הוודאות המאפיינת את התחום הזה.

ד"ר טל מופקדי: בנוגע למנגנונים הקיימים, האם לדעתכם נכון להרחיב את ההקלות הקיימות כיום בדין, ביחס לאישור עסקאות בעלי שליטה, בהתחשב כמובן בעלות-תועלת שהסוגיה הזו מייצרת. דעתכם בנושא?

עו"ד אברמי וול: כרקע לכל מי שאיננו עוסק בתחום, אציין שלאחר שנקבע מנגנון האישור המשולש, נקבעו תקנות הכוללות כמה הקלות עיקריות הפותרות מהצורך באישור משולש. התקנות היו הצלחה גדולה כי ניתן לראות בפועל שכמעט אין תקדים לפיו, עסקה שאושרה במסגרת תקנות ההקלות, נדרשה על-ידי בעלי המניות לעלות גם לאישור האסיפה הכללית, ובעקבות זאת אכן תוקנו ההקלות כך שגם לא ניתן יהיה בעתיד לדרוש אישור אסיפה כללית.

עסקה נכנסת למצב שהיא טעונה אישור משולש אם היא נחשבת חריגה – משמע עסקה מהותית, עסקה שאיננה במהלך העסקים הרגיל, עסקה שלא נעשית בתנאי שוק.

הבעיה הגדולה ביותר הקיימת בעניין הסיווג היא האם העסקה נעשתה בתנאי השוק או לא, היות ואם היא מהותית או לא לרוב מדובר במבחן מתמטי, מהלך עסקים רגיל זה גם עניין של שכר ישר. תנאי שוק זה דבר שמאוד קשה לקבוע.

הגישה של הרשות היא גישה מצמצמת, קרי, בניגוד לעולם המיסוי בו הנטל מושט על רשות המיסים להוכיח שהעסקה איננה מייצגת מחירי שוק, בעסקאות בעלי עניין מדובר על מצב הפוך, חוות דעת שמאי אינה עוזרת לך כבעל עניין ואם לא תצליח להציג שוק מאוד עמוק, אתה עשוי ליפול בעניין זה.

בעניין זה יתכנו עסקאות המגיעות לאישור משולש בגלל שעלה קושי להוכיח את מידת תנאי השוק בהם, גם אם הם עסקאות לא גדולות למדי. ההקלה העיקרית החסרה לטעמי, היא לעסקה לא מהותית (שאיננה שכר), שצפו היות ולא בהכרח בתנאי שוק, או שקשה להראות את תנאי השוק.

כדי לפתור בעיה זאת, היה טוב אם עסקאות לא מהותיות היו ניתנות לאישור גם במסגרת תקנות ההקלות.

עו"ד קרן גיחז: הרחבת ההקלות גם לעסקאות זניחות זה בהחלט משהו אופציונאלי אשר עלה מספר פעמים מצד גורמים שונים בשוק. פעמים רבות ניתן לראות עסקאות זניחות המובאות לאישור אסיפה כללית, רק מכיוון שלא הצליחו להוכיח לגביהן תנאי שוק, או שהינן במהלך עסקים רגיל, ולא תמיד הן מצדיקות את התשומות שנדרשות אליהן, הן מבחינת החברה הצריכה לזמן אסיפה ולאשר את העסקה, והן מבחינת בעלי המניות הצריכים לבחון את העסקה ולהצביע.

הטיעון הנגדי הוא שעסקת בעל עניין העשויה להעביר ערך על חשבון המיעוט בעייתית בכל קנה מידה, וצריך לשמור על מנגנונים מניעתיים שיבטיחו שדבר כזה לא יקרה. יש לזכור, שבניגוד לעבר, כיום בתקנות ההקלות אין אפשרות לבעל מניות מיעוט להתנגד לעסקה ולדרוש להביא אותה לאישור באסיפה הכללית, ולכן במצב

כזה הדרך היחידה שתעמוד לבעלי המניות לתקוף את העסקה היא באמצעות פניה לבית המשפט.

כך או כך, גם בכיוון של הקלה על עסקאות זניחות, יש לתת את הדעת לשני עניינים:

1. היקף השימוש בהקלה כזאת, על מנת שלא נגיע למצב לפיו יעשו המון עסקאות מאוד קטנות וזניחות, אך במצטבר יכולה להיות פגיעה מהותית בבעלי המניות.
2. יכולה להתעורר בעיית מדידה על מנת להכריע האם זו עסקה זניחה או לא. בעיקר בעסקאות מורכבות הכוללות מספר רכיבים או שמתבצעות במספר שלבים, אז עשוי להתעורר קושי בלכמת אותן.
3. כמובן שאפשר לחשוב על פתרונות בהקשר זה, אבל אלו נקודות שיש לקחת בחשבון.

עו"ד אורלי זורן: בכדי לייצר תחושת הגינות בשוק מסוג זה, ולייצר משהו בסיסי שיספק לנו שוק הון פעיל ותקין, הערכים החשובים ביותר הם וידוא שיש אי-תלות של מקבלי ההחלטות במצבים של עסקאות הניגוד, ובקיאות בעסקאות הללו. כל אלו לא תמיד מתקיימים כאשר מדובר במתווה האישור המשולש, היות ולא תמיד נעשה על ידי התאגיד שימוש בכלים הנכונים.

ד"ר טל מופקדי: לאור כל מה ששמענו היום, השיקולים, היתרונות והחסרונות - האם הרגולציה מתאימה לשוק הישראלי לדעתכם האישית? דובר על המבנה המיוחד של השוק הישראלי באופן יחסי, מהי הדרך הטובה ביותר לטפל בעסקאות בעלי עניין לדעתכם? האם יש לבצע איסור גורף? האם להטיל מגבלות? האם לתת הקלות? או האם לתת לשוק החופשי לטפל בנושא כך שהכל יסתדר מעצמו?

עו"ד אברמי וול: לא ניתן להתעלם מהעובדה שבניגוד לשוק האמריקאי בו בעיית הנציג מצויה בדירקטוריון ולכן ההתעסקות היא בנושאי שכר, תנאים נלווים וכו', בעיית הנציג בישראל הינה בעיה של בעלי שליטה. בעיה זו טעונה פתרון. מצד שני, לדעתי האישית הגענו לרמה שאפשר לכתוב ספרים העוסקים בעסקאות בעלי עניין בלבד. לכן יש לשאוף לאיזון סביר, אין פתרון קסם.

עו"ד אורלי זורן: אברמי לדעתי קלע בנושא לבעיה הייחודית בישראל בקשר לשוק הריכוזי, בית המשפט העליון התייחס לכך בערעור בפרשת ערד. בפועל כשמדובר על אשכול חברות, שרשור של חברות, (שאוילי חוק הריכוזיות יפתור בעתיד), ככל שבעלי השליטה מתרחקים מהזכויות ההוניות, אזי לבעלי השליטה ישנו תמריץ הולך ופוחת לעשות עסקאות המטיבות עם החברה.

אמנם הנושא מייצר עודף עיסוק משפטי, אך במבנה הקיים ובמטריה המורכבת אני חושבת שלא יהיה מנוס מטיפול משפטי בתהליכים מורכבים.

עו"ד קרן גיחז: אני רוצה להתייחס תחילה להצעה לאסור לחלוטין על עסקאות בעלי שליטה, גם כבוד השופטת רונן התייחסה לזה קודם, וכולנו נחשפנו לכותרות בהקשר הזה בתקופה האחרונה. הגורמים השונים העוסקים בעניין טוענים כי הפרוצדורה הקיימת, מנגנון האישור המשולש, לא פותרת את בעיית ניגוד העניינים בעסקאות הללו, והיו שהרחיקו לכת וכינו את הפרוצדורה הזו כבלוף. לטעמי קריאות אלו מפספסות מספר דברים:

1. יש עסקאות בעלי שליטה שעשויות להטיב עם החברה ואף כאלו שמהוות מוצא אחרון לצורך המשך פעילותה. הרבה פעמים אנו נתקלים בחברות המצויות בקשיים פיננסיים משמעותיים, ללא נגישות למימון חיצוני או בעלי נגישות למימון בתנאים רעים (ריביות זו ספרתיות גבוהות ודרישה לבטוחות), כאשר בעל השליטה הוא היחיד שמוכן ויכול להעמיד לחברה הלואה בתנאים סבירים. איסור על ביצוע עסקה שכזאת עלול לסתום את הגולל על פעילותה של החברה. דוגמה אחרת - רכישת נכס מאוד ייחודי מבעל השליטה, שצפוי לייצר סינרגיה משמעותית עם פעילותה של החברה, כזו שהחברה לא תצליח להשיג באמצעות רכישות אופציונאליות אחרות - מדוע לחסום את האפשרות הזו לחברה ולמנוע מבעלי המניות את התשואה שעשויה להיגזר מכך?
2. בין הקריאות להחמיר עם הליכי האישור של עסקאות בעלי שליטה, היו גם מתונים יותר, שהציעו להתנות מראש את ביצוע העסקה באישור ביהמ"ש, אבל גם מנגנון כזה, בעיני, הוא בעייתי, שכן הליך משפטי ראוי אורך זמן, וודאי אם בית המשפט נדרש לבחון את תנאי העסקה, כך שבמקרים רבים אישור כזה עשוי להתקבל כשהרכבת כבר עזבה מזמן את הרציף. וזאת מבלי להיזרש לשאלה האם, מהותית, נכון שביהמ"ש הוא שיבחן ויאשר מראש כל עסקת בעל עניין. קריאות אלו אף לא מתכתבות עם הממצאים בשטח. על-פי נתונים הקיימים ברשות ניירות ערך, מתוך סה"כ עסקאות שהועלו לאישור אסיפה בחמש השנים האחרונות, כשישה אחוזים מהעסקאות לא עברו בשל התנגדות המיעוט להם. מדובר על שיעור לא מבוטל ועדיין זה נתון שאינו משקף את התמונה המלאה שכן במרבית החברות מובאות העסקאות להצבעה לאחר שהתנהל משא ומתן מול גופים מוסדיים, אנטרופי, ובעלי מניות חזקים אחרים, שדה-פקטו מביא לטיוב תנאי העסקה. זאת אומרת, בסופו של דבר מגיעה לאסיפה עסקה בתנאים טובים יותר לבעלי המניות מזו שהציע במקור בעל השליטה.
3. יש לזכור שמנגנונים אלו אינם פועלים בחלל ריק, זה המנגנון המניעת. לצידו קיימים מנגנונים משלימים לטיפול בדיעבד בעסקאות כאלו והם מנגנוני האכיפה, כשבתי המשפט יוצקים תוכן לחובות שחלות על בעלי שליטה, חובת הגינות, חובת אמונים על נושא משרה.

עד כאן לכל מי שטוען שהמנגנונים מקלים מדי, אך האם הם מחמירים מדי?

נכון שהתהליך של האישור המשולש הוא יחסית מסורבל, אך נראה שהוא מהווה איזון ראוי בין הצורך להגן על בעלי המניות לבין הרצון לאפשר לחברות ולנושאי המשרה כמה שיותר שיקול דעת ומרחב פעולה בקבלת ההחלטות העסקיות בחברה.

זה לא אומר שאין מנגנונים חלופיים שעשויים להתאים לשוק הישראלי, וניתן היה לחשוב על כיוונים אפשריים. למשל מודל סמי-דלווארי, אליו התייחסתי קודם, אשר צריך שיושם, בשים לב למאפייני השוק הישראלי שהוא יותר ריכוזי מהשוק האמריקאי, ולכן יש להקפיד על כללי ביקורת שיפוטית שייצרו תמריץ מספק לאימוץ מנגנונים מניעתיים מראש.

בהקשר הזה - ודאי שמעתם על היוזמה בשיתוף משרד המשפטים והאוצר להקמת בורסה משנית לחברות קטנות ובינוניות. אחד העקרונות המרכזיים בגיבוש הרגולציה שתחול בבורסה זו, הוא לפשט ולהקל עד כמה שניתן ביחס לבורסה הראשית. בכדי לגבש את הרגולציה, בין היתר בנושא עסקאות בעלי עניין, הרשות נפגשה עם גורמים בשוק על מנת לנסות ולהבין האם נכון לאמץ מנגנונים שונים מאלו הקיימים היום.

באופן מפתיע היה קונצנזוס יחסית מוחלט שלא נכון יהיה לשנות את המנגנונים הקיימים, וששימור המנגנונים הקיימים בעסקאות בעלי עניין הינו עוגן מרכזי בהגנה על ציבור המשקיעים. כמובן שהשיקולים בנוגע לבורסה המשנית אינם אותם שיקולים בנוגע לבורסה הראשית, אך המסר שהתקבל היה גם בנוגע לבורסה הראשית - אם זה לא מקולקל, לא צריך לתקן.