



מבחן שיקול הדעת העסקי, וועדות בלתי תלויות ועוד

במזכר תאגידיים ניירות ערך ושוק ההון - מאי 2018

לקוחות יקרים,

לאחרונה פורסמו מספר פסקי דין, ביניהם פסקי דין של בית המשפט העליון, שדנו בנושאים שונים כגון תחולת כלל שיקול הדעת העסקי בישראל, מהו שווי הוגן וגילוי מסמכים במסגרת תביעה ייצוגית.

בהמשך לפסיקות אלו, עולות שאלות דוגמת האם ניתן לטעון לחסיון עו"ד לקוח לעניין דיוני ועדה בלתי תלויה? האם לפני ביצוע הצעת רכש כדאי להצטייד בהערכת שווי? ומה כללי האחריות שחלים על חברה דואלית?

על כל אלה ועוד במזכרנו זה.

המלצות:

לאור הפסיקה האחרונה ראוי לשים לב במיוחד לעניינים הבאים:

- אחד המבחנים לעניין קיומו של עניין אישי הוא מבחן הזיקה העודפת. משמעותו של מבחן זה היא שבעסקה שהחברה הציבורית שבשליטת בעל השליטה, נמצאת מצד אחד של המתרס וחברה אחרת שלבעל השליטה יש בה עניין אישי נמצאת בצידו האחר של המתרס, ניתן לבדוק האם האינטרס הכלכלי של בעל השליטה בחברה הציבורית עולה על האינטרס הכלכלי האחר שלו. במידה וכן, יהיה בכך שיקול לעניין הקביעה כי אין מדובר בעסקה שלבעל השליטה יש בה עניין אישי (צמיחה).
- בנסיבות מסוימות דירקטוריון רשאי להסתמך על חוות דעתו של עורך דין שייצג הן את החברה והן את בעל השליטה בלא שהדבר יחשב לפעולה רשלנית (צמיחה).
- גם נתון שהחברה נתנה באופן וולונטרי ושאין חובה לתיתו על פי הדין יכול להוות פרט שהינו מהותי ועל כן טעות בו תיחשב ליפרט מטעה בדיווח. לפיכך יש לשקול היטב אם לתת מידע וולונטרי ואם מגיעים למסקנה שיש מקום לתיתו, יש לקיים הליך בדיקה מלא לגבי מידע זה (גבריאלי).
- תיקון טעות בדוח תקופתי על דרך של פרסום דוח מיידי עשוי להצביע על כך שהחברה ראתה את הטעות כטעות מהותית, שאם לא כן, לא היה נדרש דוח מיידי, לפיכך אם התגלתה טעות בדיווח תקופתי יש לבחון היטב מהי הדרך הנאותה לתיקון, שכן תיקון במסגרת דוח מיידי עשוי להצביע על כך שלדעת החברה מדובר בטעות מהותית (גבריאלי).



- בעת קיום דיונים בעסקה עם בעל שליטה יש להביא בחשבון כי תידרש חשיפה של כל הפרוטוקולים של דיוני הוועדה הבלתי תלויה ושל הדירקטוריון שדנו בעסקה, וכן של כל תכתובת בינם לבין בעלי השליטה או היועצים שמונו לסייע לוועדה (אסם).
- צד לא יוכל לטעון טענת חסיון עו"ד – לקוח כאשר במסגרת כתבי בי-דין שהגיש לבית המשפט נכללו דברים שנאמרו על ידי היועצים המשפטים ואשר הינם חלק מהנושאים לגביהם נטענת טענת החסיון, שכן יראו את הצד כאילו ויתר על החסיון הנוגע לתוכן הייעוץ במלואו (אסם).
- טענת חסיון עו"ד – לקוח לא תעמוד לעניין פרוטוקולים של ישיבות דירקטוריון שנכחו בהן נציגים של בעל השליטה, שהיה הצד הנגדי לעסקה (אסם).
- להערכת שווי שערך מציע עובר לביצוע הצעת רכש מלאה, ואשר הוצגה לציבור, כוח ראייתי גבוה מזה של חוות דעת שנערכת בדיעבד לצרכי הוכחת השווי ההוגן בהליך משפטי של תביעה לסעד הערכה. לפיכך מוצע לשקול לבצע, לפני פרסום הצעת רכש, הערכת שווי התומכת בכך שמדובר בשווי הוגן לניירות הערך הנרכשים (כור מתכת).

תוכן עניינים:

פסיקה עליון	3
1. ורדניקוב נ' אלוביץ':	3
2. לייבוביץ נ' יורש:	4
פסיקה מחוזי	5
3. דמתי נ' מנקינד קורפוריישן:	6
4. דויד כהן נ' טאואר סמיקונדקטור בע"מ:	7
5. מרדכי גבריאלי נ' החברה לישראל בע"מ ואח':	8
6. שרון עצמון נ' אסם השקעות בע"מ ואח':	9
7. חברת פלג-ניא בע"מ נ' כור מתכת גרופ בע"מ:	11



פסיקה עליון

1. ורדניקוב נ' אלוביץ'¹:

בקשה להורות על קיומו של דיון נוסף בפסק דינו של ביהמ"ש העליון.

בעניינה של בקשת תביעה נגזרת של ורדניקוב שהוגשה לבית המשפט המחוזי. הטענה בתביעה הייתה כי מדיניות גיוס החוב וחלוקת הרווחים של בזק שכללה הפחתת הון משמעותית בתקופה שבסמיכות לאחר רכישת השליטה בה ע"י אלוביץ', הייתה שלא לטובת החברה. נטען כי מכלול הפעולות נועד לשרת את אלוביץ' ולאפשר לו לעמוד בהתחייבויותיו בגין הרכישה הממונפת של בזק.

אחת הסוגיות המרכזיות שנבחנו בעליון הייתה כיצד יש לבחון את שיקול דעת נושאי המשרה בסיטואציה של הפחתת הון משמעותית בסמיכות לרכישה ממונפת. בית המשפט העליון קבע כי הבחינה תעשה עפ"י "כלל שיקול הדעת העסקי המוגבר" (להלן: "הבחינה המוגברת"). על מנת להיכנס לגדרי הבחינה, על התובע להוכיח כי לבעל השליטה השפעה ניכרת על קבלת ההחלטות בחברה ואת קיומו של שינוי משמעותי במבנה ההון של החברה. באם יצליח בכך, עובר הנטל לנתבעים להוכיח כי בעת קבלת ההחלטה לא היו לבעל השליטה קשיי נזילות דוחקים וכי קיים הגיון עסקי סביר בהחלטות שהתקבלו. בחינה זו מעבירה את הנטל הראשוני לנושאי המשרה להראות כי החלטתם נופלת במתחם הסבירות וספקטרום ההתערבות של ביהמ"ש כאן הוא רחב יותר מזה הקיים כאשר ביהמ"ש אינו מחיל את הבחינה המוגברת אלא רק את כלל שיקול הדעת העסקי הרגיל².

דיון והכרעה: בהחלטה זו, בית המשפט מפי הנשיאה מ' נאור, דחה את הבקשה לדיון נוסף. ביהמ"ש בחן האם נקבעה בפסק הדין בעליון הלכה מיוחדת וחריגה, המשנה באורח מהותי את הדין הקיים, והמצדיקה קיומו של דיון נוסף, והגיע למסקנה שלילית כמפורט להלן:

1. אימוץ כלל שיקול הדעת העסקי לדין הישראלי:

ביהמ"ש קיבל את עמדת ביהמ"ש קמא כי "כלל שיקול הדעת העסקי" קנה לו שביתה בדין הישראלי לפני שנים רבות, ולכן "הסרת הלוי" מעל מציאות זו אינה חידוש מרעיש.

2. אימוץ הבחינה המוגברת לדין הישראלי:

לשאלת אימוץ הבחינה המוגברת התייחס ביהמ"ש כפיתוח נקודתי של כלל שיקול הדעת העסקי - העילה מוגבלת למקרה ייחודי של שינוי מבנה ההון של חברה בסמוך לרכישה

¹ דנ"א 1380/17 ורדניקוב אילן נ' אלוביץ' שאול (פורסם בנבו, 30.08.2017).

² שאז מוגבלת התערבותו למקרים חריגים כגון החלטה נטולת רציונל כלכלי או כזו הנכנסת תחת "דוקטרינת הבבוז".



ממונת, כאשר חשובה מאוד גמישות הבחינה והתאמתה לנסיבות השונות של כל מקרה ומקרה. לכן, למרות שאכן מדובר בתוספת חדשה לדין הישראלי, לא מצא ביהמ"ש כי היא מצדיקה דיון נוסף.

3. האם הבחינה המוגברת מחמירה עם התובע ומקלה עם נושאי המשרה?

ביהמ"ש דחה טענה זו. הבחינה המוגברת מקלה על התובע – היא מרחיבה את העילות המקובלות להעברת הנטל הראשוני במסגרת כלל שיקול הדעת העסקי. הבחינה מהווה תוספת רביעית לשלוש החלופות הקיימות (החלטה שאינה בתום לב/בניגוד עניינים/אינה מיודעת), תוספת השמורה למקרים של שינוי מבנה ההון של החברה לאחר רכישה ממונת.

מעבר לכך, מתחם הסבירות, הנבחן בבחינה המוגברת, אינו נבחן כלל ביחס להפרות לפי שלוש החלופות כאמור.

4. האם חלוקת דיבידנד יכולה להיחשב עסקה ולהקים עניין אישי המחייב מנגנון אישור משולש?

טענת המבקש היתה כי יש לקיים דיון נוסף בהלכות שנקבעו בעליון ולפיהן: (1) חלוקת דיבידנד אינה יכולה להחשב 'עסקה' (2) לבעל מניות לא יכול להיות 'עניין אישי' בהחלטה על חלוקת דיבידנד. לפי ביהמ"ש, לא נקבעה הלכה מחייבת בעניין זה. אומנם זו הייתה עמדתו של השופט עמית, אך השופטת ע' ברון התייחסה בחוות דעתה למקרה הקונקרטי והשופט נ' סולברג התנגד לקביעת הלכה גורפת בנושא.

לקריאת פסק הדין לחצו [כאן](#). לקריאת מזכרנו לגבי פסק הדין של בית המשפט העליון לחצו [כאן](#).

2. לייבוביץ נ' יורש³:

רעור על פסק דינו של ביהמ"ש המחוזי אשר דחה בקשה לאישור הגשת תביעה נגזרת.

במוקד פסק הדין שתי עסקאות שכרתה המשיבה, צמיחה אינווסטמנט האוס בע"מ (להלן: "צמיחה"), לרכישת זכויות השתתפות והתחייבות ברישיון לחיפוש נפט וגז שניתן לשמן משאבי נפט וגז בע"מ (להלן: "שמן"). המערער – בעל מניות בגרינסטון תעשיות בע"מ (להלן: "גרינסטון"), בעלת השליטה בצמיחה – טען בביהמ"ש המחוזי כי העסקאות היו עסקאות בעלי עניין שאושרו שלא בהתאם לפרוצדורה הקבועה לכך בחוק החברות, וכי מכל מקום אישורן, וכך גם אכיפת תנאיהן, נעשו באופן רשלני. בהתאם עתר המערער לחיוב הנתבעים בגין הנזקים שנגרמו לצמיחה כתוצאה מעסקאות אלה בסכום מוערך של 19.9 מיליון ₪.

ביהמ"ש המחוזי דחה את בקשת המערער לאשר הגשת תביעה נגזרת. ראשית, נדחתה הטענה כי עסקת שמן, העסקה העיקרית, הייתה עסקת בעלי ענין שהצריכה פרוצדורה מיוחדת לאישור.

³ ע"א 6798/16 בעז תודאל לייבוביץ נ' אליהו יורש (פורסם בנבו, 26.09.2017)



בהקשר זה ביהמ"ש קבע כי כאשר עניינו של בעל שליטה בעסקה של החברה נובע מהחזקתו בחברה נוספת שיש לה עניין בעסקה, ההבחנה בין ענין סתם ל"ענין אישי" של בעל שליטה או נושא משרה נעשית עפ"י "מבחן הזיקה העודפת". מבחן זה אינו מתמצה במבחן הכלכלי שכן ייתכנו נסיבות בהן תהיה לבעל השליטה "זיקה עודפת" בשל אינטרסים כגון מוניטין, שם טוב וכדומה, אך ברגיל ההנחה היא כי בעל השליטה מכוון את פעולותיו לצורך השאת נכסיו ולכן ניתן יהיה לבחון לפי האינטרסים הכלכליים השונים של בעל השליטה האם יש חשש שהוא יעדיף את האינטרסים הזרים על פני האינטרסים שלו כבעל השליטה בחברה. בעקבות בחינה כאמור הגיע בית המשפט המחוזי למסקנה כי לא היה מדובר בעניין אישי של בעלת השליטה, מכיוון שהתועלת של אולטרה מעסקת שמן, בהתחשב בשיעור ההחזקה שלה בצמיחה, היתה פחותה משמעותית מההוצאה שלה בגין עסקה זו, ועל כן לקיחת סיכון לעניין העסקה היתה כדאית רק אם סבר בעל השליטה שהיא משרתת את טובת צמיחה. שנית, ביהמ"ש דחה את טענת המערער כי עסקת שמן אושרה באופן רשלני, גם במנותק משאלת העניין האישי, וקבע כי בנסיבות המקרה יש מקום להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי.

טענה נוספת שהועלתה ונדחתה הייתה כי הסתמכות הדירקטוריון על חוות דעתו של עורך דין שייצג את החברה ואת הצד השני לעניין ההליך הנאות לאישור העסקה לנוכח אפשרות של עניין אישי של בעל השליטה, הינה רשלנית. ביהמ"ש דחה טענה זו הן מהנימוק שלא היה עניין אישי בעסקה, והן מכיוון שלעמדתו הייצוג לא היה פסול בנסיבות העניין – בשל התמחותו של עורך הדין בתחום נשוא העסקה.

ערעור זה נדחה ע"י ביהמ"ש מהטעם שנסב על ממצאים עובדתיים וקביעות מהימנות, והמערער לא השכיל לבסס עילה כלשהי העשויה להצדיק את התערבות בימ"ש שלעורר בפסק דינו של בימ"ש קמא.

לפסק הדין לחץ כאן. למזכרנו לעניין פסק הדין שניתן בבית המשפט המחוזי לחץ כאן.

[פסיקה מחוזי](#)

3. דמתי נ' מנקיינד קורפוריישן⁴:

בפנינו החלטה בשאלה אילו כללי אחריות חלים ביחס לחובות הדיווח, כשמדובר בחברה זרה שנסחרה תחילה רק בבורסה זרה ולאחר מכן ביקשה להיסחר גם בישראל והפכה לחברה

⁴ ת"צ (כלכלית) 28811-02-16 גבריאל דמתי נ' מנקיינד קורפוריישן (פורסם בנבו, 12.10.2017)



דואלית. ההחלטה נידונה לאור בקשה לאישור תביעה ייצוגית שהגיש דמתי כנגד מנכ"י קורפוריישן שעניינה טענה להפרת חובת הדיווח של החברה, נושאי משרה ובעלי תפקיד בה.

בית המשפט המחוזי פסק כדלקמן :

לא קיים סעיף בחוק ניירות-ערך העוסק במישרין בשאלת הדין החל על חברות דואליות בנוגע לאחריות לדיווחים מפרים. לשונו של חוק ניירות-ערך כשלעצמה אינה נותנת מענה פרשני לשאלה זו, וכך גם ההיסטוריה החקיקתית של הסעיפים השונים אליהם הפנו הצדדים.

לפי הפרשנות התכליתית, מטרת הסדר הרישום הכפול בחוק ניירות ערך הוא עידוד חברות זרות לסחור בניירות הערך שלהן בישראל. את מטרה זו יש להגשים תוך הגנה על ציבור המשקיעים הישראלי. ההגנה באה לידי ביטוי בסינון נרחב וקפדני של הבורסות הזרות שחברות הנסחרות בהן רשאיות להירשם ברישום כפול בבורסה בישראל וכן מהאפשרות להגיש כנגד חברות אלה תביעות בבתי משפט בישראל.

לעמדת בית המשפט, הצורך לעודד חברות זרות להשקיע תוך הגנה על המשקיעים מביא למסקנה לפיה יש להעדיף כלל ברירת דין לפיו הדין הזר יחלוש על אחריותן של חברות דואליות ומי שפועל מטעמן ביחס להפרת חובת הדיווח.

קביעה לפיה כללי האחריות החלים על חברה דואלית יהיו הכללים הישראליים וכללי הדיווח יהיו זרים, תיצור יציר כלאיים שאינו תואם את התפיסה הכוללת של אף אחת ממערכות הדינים. ניתן להגיע למסקנה לפיה כללי האחריות הזרים הם החלים על הפרת חובות דיווח על-ידי חברות דואליות, גם אם ייקבע כי בהסדר הקיים ישנו חסך לגבי כלל ברירת הדין.

לפיכך, הדין החל על בקשת האישור בענייננו הוא הדין האמריקאי, הן לעניין כללי הדיווח והן לעניין כללי האחריות. המבקש טען לקיומן של עילות תביעה מכוח חוקי ניירות-הערך האמריקאים כטענה חלופית וטענות אלה הן שיידונו במסגרת הדיון בבקשת האישור.

למעבר להחלטה לחץ [כאן](#).

4. דויד כהן נ' טאואר סמיקונדקטור בע"מ⁵ :

בקשה לסילוק על הסף של בקשה לאישור תובענה ייצוגית.

השאלות העיקריות שנידונו בבקשה הן מהו הדין החל על חברה דואלית, בעניין האחריות להפרת חובות הדיווח השוטף החלות עליה במסגרת המסחר בבורסה בישראל, והאם לקיומם של ניירות ערך הנסחרים רק בישראל, השפעה על הדין החל.

⁵ ת"צ (כלכלית) 44775-02-16 דויד כהן נ' טאואר סמיקונדקטור בע"מ (פורסם בנבו, 07.11.2017)



בית-המשפט המחוזי פסק כדלקמן: הדין החל על חברה דואלית בנוגע לכללי האחריות האזרחיים בקשר להפרת חובות הדיווח השוטף המוטלות עליה הוא הדין הזר. כך ניתן להסיק מהוראת סעיף 35 לא(ב) לחוק ניירות ערך הקובעת כי כללי האחריות בחוק ניירות ערך לעניין דיווח שוטף לא יחולו על הדיווח השוטף של חברות דואליות.⁶

מסקנה זו מגשימה את שתי תכליות הסדר הרישום הכפול – עידוד חברות להירשם למסחר בישראל והבטחת הגנה מספקת על המשקיעים שירכשו את ניירות הערך של החברה בישראל.

הוראות חוק שאינן חוק ניירות ערך, כדוגמת פקודת הנזיקין וחוק החברות, אינן חלות בעניין שאלת האחריות להפרת חובות הדיווח השוטף של חברות דואליות.

כמו כן, לעצם קיומם של מספר סוגי ניירות ערך בחברה דואלית אין השפעה על תחולת הדין בעניין האחריות להפרת חובות הדיווח השוטף המוטלות על החברה, זאת גם כאשר חלק מניירות הערך נסחרים בישראל בלבד.

בהחלטה משלימה מפברואר 2018 קבע בית המשפט כי גם על רואי החשבון המבקרים של החברה יש להחיל, לעניין חוות דעתם ועבודת הביקורת שביצעו, את הדין הזר.

למעבר להחלטה לחצו [כאן](#). למעבר להחלטה לעניין רואי החשבון לחצו [כאן](#).

5. מרדכי גבריאלי נ' החברה לישראל בע"מ ואח'⁷:

בקשה לאישור תובענה כייצוגית כנגד החברה לישראל בע"מ (להלן: "החברה" או "המשיבה") המתייחסת לדיווח מיידי שפורסם על ידי החברה ביום 31.12.14, בשעות הערב לאחר סיום יום המסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ בו נאמר כי בדוח הדירקטוריון לרבעון השלישי של שנת 2014 נכללו פרטים מטעים אשר כונו על ידי החברה "טעות סופר". המבקש טען כי מדובר בפרטים מטעים בהיקף ניכר ומשמעותי של כ-376 מיליון דולר ארה"ב. הפרטים המטעים מתייחסים לחוב נטו של חברת בת של החברה (להלן: "חברת הבת") המוחזקת על ידי החברה ב-100% - החוב אינו 1.575 מיליארד דולר כפי שפורסם בדוח הדירקטוריון אלא 1.199 מיליארד

⁶ יצוין, כי אומנם השופטים במנקהינד וטאואר הגיעו לאותה תוצאה, אך בעוד שרות רונן במנקהינד לא קיבלה את הטענה שמסעיף 35 לא(ב) ניתן להסיק באופן חד משמעי לעניין תחולת הדין הזר לשאלת אחריות החברה (סעיפים 37-39 להחלטה), כבוב בטאואר סמך ידו על נימוק זה כנימוק העיקרי (סעיפים 61-54 להחלטה). החלטה זו התקבלה כחודש לאחר החלטת מנקהינד.

⁷ ת"צ (כלכלית) 30751-01-15 מרדכי גבריאלי נ' החברה לישראל בע"מ (פורסם בנבו, 06.12.2017)



דולר ארה"ב. יצוין כי טעות הסופר מתייחסת לנתון חוץ מאזני שאינו כלול בדוחות הכספיים, אשר הדין לא מחייב את הכללתו ומסירתו במסגרת הדוחות. עוד נאמר על ידי המבקש, כי מיד לאחר פרסום תיקון הטעות בדיווחי החברה זינק שער המניה של החברה בשיעור 5.4% ביום פרסום ההודעה. לבקשה צורפה חוות דעת מומחה, לפיה הדיווחים המטעים של החברה הובילו להטעה מהותית של ציבור המשקיעים ולנזק משמעותי שנגרם למשקיעים אשר מכרו את המניות טרם נודע בציבור דבר ההטעה.

בית-המשפט מפי השופטת דניה קרת-מאיר אישר את הגשת הבקשה כתובענה ייצוגית והורה על גילוי הפרוטוקולים של דירקטוריון החברה וועדותיו בהם נידון הדוח המטעה.

בין שאר טענותיה טענה המשיבה כי הטעות נפלה בנתון שהדין אינו מחייב את גילוי וכי הוא איננו פרט מהותי. בית-המשפט דחה טענה זו, באומרו שמשעה שהנתון דווח לציבור – קמה אחריות לנכונותו. כמו כן, **קבע בית-המשפט כי עצם תיקון הפרט המטעה בצורה של דיווח מיידי מעיד כי המשיבים עצמם ראו את המידע כמידע מהותי ולכן יש לראות בו כפרט מטעה.**

בנוסף, דחה בית-המשפט את טענת המשיבה לפיה המחוקק לא הקנה עילת תביעה לבעל מנייה לקבל פיצוי בעקבות מכירת מניות בתאגיד ציבורי במהלך חלון זמן בו הייתה קיימת "טעות חיובית", וקבע כי אין מקום להבחין בין טעות שלילית לבין חיובית. בית המשפט קבע כי ניתן ללמוד זאת מסעיף 31 לחוק ניירת ערך שמטיל אחריות, בין היתר, כלפי "מי שמכר או רכש ניירות ערך תוך כדי המסחר בבורסה או מחוצה לה, לנזק שנגרם להם מחמת שהיה בתשקיף פרט מטעה".

למעבר להחלטה לחצו [כאן](#).

6. שרון עצמון נ' אסם השקעות בע"מ ואח"ם⁸:

בקשה לגילוי מסמכים שהוגשה במסגרת תביעה ובקשה לאישורה כתביעה ייצוגית, שעניינה עסקת going private שבוצעה במתווה של מיזוג משולש הופכי (להלן: "המיזוג" או "עסקת המיזוג"). במסגרת עסקת המיזוג רכשה חברת Nestle S.A. ("נסטלה"), בעלת השליטה באסם השקעות בע"מ ("אוסם"), את מניות הציבור באוסם תמורת מזומן וכתוצאה מכך הפכה אוסם

⁸ ת"צ (מחוזי תל אביב-יפו) 40404-03-16 שרון עצמון נ' אסם השקעות בע"מ (פורסם בנבו, 26.01.2018)



לחברה פרטית. טענותיה העיקריות של המבקשת בבקשה היו ביחס להליך אישור עסקת המיזוג והוגנות התמורה שקיבלו בעלי-מניות המיעוט.

מנגד, טענו המשיבים כי תנאי העסקה גובשו במשא-ומתן אמיתי בין נסטלה לבין ועדה מיוחדת שהקים דירקטוריון אוסם, כאשר העסקה נוהלה על-ידי אוסם ללא כל מעורבות או השפעה של נסטלה. כמו כן טענו כי התמורה שקיבלו בעלי המניות בעסקה כנגד מניותיהם שיקפה את השווי ההוגן של המניות, כפי שעולה מהערכות של מספר מומחים כלכליים.

לאחר הגשת כתבי הטענות, הגישה המבקשת בקשה לגילוי לעיון במסמכים, ביניהם הפרוטוקולים של ישיבות הוועדה המיוחדת ושל דירקטוריון אוסם ביחס לעסקת המיזוג ותכתובות שנערכו על-ידי נושאי משרה בחברה ואורגנים שלה (לרבות חברי הוועדה המיוחדת) ביחס לעסקת המיזוג, בינם לבין עצמם או בינם לבין גורמים חיצוניים. בית-המשפט מפי השופטת רות רוני, נעתר לבקשת הגילוי והעיון ביחס למרבית המסמכים, כמפורט להלן.

בית המשפט קובע כי לצורך מתן הרשות לגילוי מסמכים יש לבחון ראשית, האם המבקש העמיד תשתית ראייתית ראשונית ושנית, האם המסמכים המבוקשים רלוונטיים לצורך בירור התביעה. לעניין התשתית הראייתית בית-המשפט קבע כי קבלת ה"אישור המשולש" בחוק החברות, אין די בה, כשלעצמה, כדי להצדיק את המסקנה כי בקשת האישור היא בקשת סרק. בית המשפט גם אינו מקבל את טענת המשיבים לפיה בשל הקמת ועדה בלתי תלויה מדובר בעסקה שבוצעה ללא ניגוד עניינים, וקובע כי הטענה תבחן לגופה במסגרת הדיון בבקשה. עוד קובע בית המשפט כי אם יגיע למסקנה כי נפלו פגמים בעבודת הוועדה, יהיה עליו לבחון האם המחיר שהוצע עבור המניות היה מחיר הוגן. לאור האמור קובע בית-המשפט כי המבקשת עמדה בנטל הראייתי שהוטל עליה לצורך גילוי המסמכים. לאחר מכן, בית-המשפט נדרש לתנאי השני – שאלת הרלוונטיות של המסמכים המבוקשים. כדי לבחון מהם המסמכים הרלוונטיים, בית-המשפט מצייין כי ישנן שלוש אפשרויות לבחינת עסקה בניגוד עניינים בה הייתה בעלת השליטה מצויה משני צדי המשא-ומתן, כאשר העסקה אושרה על-ידי האורגנים בחברה ב"אישור משולש", וכאשר נטען כי תנאיה נקבעו במשא-ומתן שנוהל באמצעות ועדה בלתי-תלויה. כדלקמן:

1. אפשרות ראשונה – לקבוע כי כאשר מדובר בעסקה בניגוד עניינים, די בכך שניתנו האישורים הנדרשים בחוק החברות (ה"אישור המשולש" לפי ס'275(א) לחוק החברות) כדי למנוע התערבות של בית-המשפט בתנאי העסקה.
2. אפשרות שנייה – לקבוע כי אין די באישור המשולש ויש לברר גם האם התנהל משא-ומתן באופן המדמה "עסקה בתנאי שוק בין צדדים בלתי-תלויים" בדרך של הקמת ועדת דירקטוריון בלתי-תלויה. אם הוכחו המשיבים כי התנהל משא-ומתן כזה ולאחר מכן העסקה אושרה באישור משולש, כי אז אין מקום לבחון האם המחיר שהוצע עבור המניות היה הוגן וההחלטה חוסה תחת כלל שיקול-הדעת העסקי.⁹

⁹ זוהי עמדת המשיבים, אשר לגישתם תואמת את עמדת הפסיקה במדינת דלאוור:

Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A 3d 635 (Del 2014).



3. אפשרות שלישית – לקבוע כי גם כאשר קיים שילוב של ועדה מיוחדת בלתי-תלויה עם אישור של רוב מקרב המיעוט, יכול עדיין בית-המשפט לבחון את תנאי העסקה לגופם, ולוודא כי המחיר שהוצע עבור המניות הוא אכן מחיר הוגן.

בית-המשפט קבע כי משאין עדיין בפסיקה הכרעה בשאלה מהי האפשרות הנכונה הרי שיש מקום לגילוי ועיון הן במסמכים הקשורים לתהליך העבודה של הוועדה המיוחדת והן במסמכים הקשורים לשווי ההוגן של אוסם.

לעניין גילוי מידע קובע בית-המשפט כי כאשר חברה השולטת בחברה אחרת מבקשת לבצע עסקה בניגוד עניינים, בה מצוי בעל השליטה משני צדי המשא-ומתן, וכאשר בעלת השליטה מבקשת "להכשיר" את העסקה באמצעות ניהול משא-ומתן על-ידי ועדה בלתי-תלויה שתגן על זכויות בעלי-מניות המיעוט, צריך בעל השליטה להניח שתהליך הוועדה הבלתי-תלויה עשוי להיחשף בפני בעלי-מניות המיעוט, כדי שיהיה ניתן לוודא שהעסקה "נוקתה" מהפגם. בלא חשיפה כזאת, לא תוכל העסקה להנות מכלל שיקול-הדעת העסקי.

המסמכים הקשורים לשווי ההוגן של אוסם עשויים להיות רלוונטיים להכרעה, וזאת אם בית-המשפט יחליט כי האפשרות השלישית לפיה גם כאשר קיים שילוב של ועדה בלתי תלוי עם אישור רוב מקרב המיעוט יכול בית המשפט לבחון את תנאי העסקה לגופם ולוודא שהמחיר הוא מחיר הוגן.

טענת חסיון בשל יחסי עו"ד – לקוח, שהועלתה על ידי הנתבעים נדחתה על ידי בית המשפט מהטעמים הבאים:

- במסגרת כתבי בי-דין שהגישו הנתבעים לבית המשפט נכללו דברים שנאמרו על ידי היועצים המשפטיים בישיבות ואשר הינם חלק מהנושאים לגביהם נטענת טענת החסיון, ולפיכך יש לראות את הנתבעים כמי שויתרו על החסיון שכן לא ניתן לוותר על החסיון באופן חלקי.

- בחלק מהדיונים בדירקטוריון נכחו נציגים של בעל השליטה שהיה הצד הנגדי לעסקה. משכך לא ניתן לטעון לחסיון כלפי בעלי מניות המיעוט שהם הצד שעליו הועדה באה להגן.

בית המשפט השאיר בצריך עיון את השאלה האם בכלל קיים חסיון עו"ד – לקוח כאשר הלקוח הוא תאגיד ומי שמבקש לקבל את המידע הם בעלי מניות בו ובמשנה תוקף כאשר בעלי המניות שכנגדם מועלית טענת החסיון הם בעלי מניות מיעוט וכאשר הייעוץ המשפטי ניתן לוועדה הבלתי תלויה שהוקמה כדי להגן על זכויותיהם של בעלי מניות אלו.

למעבר להחלטה לחצו [כאן](#).



7. חברת פלג-ניא בע"מ נ' כור מתכת גרופ בע"מ¹⁰ :

עניינה של תובענה זו בבקשה לסעד הערכה לפי סעיף 338 לחוק החברות, תשנ"ט – 1999. המבקשים היו בעלי מניות בחברת פלג-ניא בע"מ (להלן: "החברה"), אשר לא נענו להצעת רכש מטעם המשיבה (כור מתכת גרופ בע"מ) בשנת 2014, ומניותיהם נרכשו על ידי המשיבה בכפיה בהתאם להוראות סעיף 337 לחוק החברות. המבקשים סבורים כי מחיר הצעת הרכש (1.8 ש"ח למניה) אינו מייצג את ה"שווי ההוגן" של המניות, ומבקשים כי בית המשפט יורה למשיבה להעביר לידם, ולידי יתר בעלי המניות שלא נענו להצעת הרכש, את ההפרש בין המחיר ששולם לשווי ההוגן. במסגרת בחינת סעד ההערכה, בית-המשפט דן בשאלה האם המחיר שנקבע בהצעת הרכש המלאה משקף את "השווי הפנימי של החברה כעסק חי", או שמא חל החריג לכלל אשר מאפשר הסתמכות על אינדיקציות חיצוניות כמו "מחיר שוק" או "הסכמת הרוב הבלתי נגוע", כבסיס מספק לקביעת הוגנות המחיר כאשר האינדיקציות הן ברורות וחותרות.

בית-המשפט מפי השופט גרוסקופף אישר את הגשת הבקשה כתובענה ייצוגית, בטענה כי בין הצדדים קיימות מחלוקות כלכליות-חשבונאיות המצדיקות את אישור הבקשה לניהול התובענה כיייצוגית, וקבע כי בהמשך ימונה מומחה מטעם בית-המשפט שיגיש הערכת שווי אובייקטיבית. ראשית, בית-המשפט קבע כי ככלל, "המבחן הרגיל" שקבע בית-המשפט העליון להפעלת סעד הערכה הוא קביעת שווי הוגן תוך הסתייעות בהערכות שווי בשיטת ה-DCF. אולם ייתכנו מקרים חריגים שבהם ניתן יהיה להסתפק בקיומן של אינדיקציות שמספק השוק להוגנות התמורה, אשר מלמדות באופן אמין על שוויה הפנימי של החברה כעסק חי. עסקה מרצון מחוץ לבורסה תהווה אינדיקציה כבדת משקל ולעיתים אף קונסקלוסיבית להוגנות המחיר שהוצע בהצעת הרכש, אם מדובר בעסקה משמעותית שמחירה נקבע לפי "השווי הפנימי של החברה כעסק חי", ואשר נעשתה בסמוך להצעת הרכש.

בית-המשפט קבע שבעניין זה לא מתקיים החריג לכלל על אף שהמשיבים המציאו שתי אינדיקציות שהצביעו לטענתם על הוגנות המחיר שהוצע בהצעת הרכש :

1. האינדיקציה הראשונה – כריתתה של עסקה מרצון בין קרן כלירמרק אופורטיוניטי לבין המשיבה למכירת מניותיה של כלירמרק בחברה בסמוך לפני הצעת הרכש (להלן: "**עסקת כלירמרק**"), בתמורה המשקפת מחיר זהה לזה שהוצע בהצעת הרכש.
2. האינדיקציה השנייה – היענותם של מרבית הגופים המוסדיים שהחזיקו במניות החברה להצעת הרכש.

לגבי האינדיקציה הראשונה, בית-המשפט קבע כי עסקת כלירמרק לא הייתה עסקה "פשוטה" למכירת מניות במחיר 1.8 ש"ח למניה בלבד, אלא עסקה מורכבת יותר, שכללה רכיבים נוספים, ובהם מכירת הלוואת בעלים שכנגדה קיבלה קרן כלירמרק את מניותיה בחברה. בנוסף, עסקת

¹⁰ ת"צ (מחוזי מרכז) 27678-11-14 חברת פלג-ניא בע"מ נ' כור מתכת גרופ בע"מ (פורסם בנבו, 22.01.2018)



כלירמרק נעשתה לאור רצונה של כלירמרק לממש את השקעתה בחברה, שהייתה מלכתחילה לטווח קצר יחסית, ולאור העובדה שכלירמרק לא הצליחה לאתר משקיע חיצוני שירכוש את החברה, ועל כן הסכימה לתנאים שהציעה המשיבה אשר אפשרו לה לממש את השקעתה בלוח זמנים קצר וברווח נאה. לכן קבע בית-המשפט כי עסקת כלירמרק אינה מהווה אינדיקציה לשווי ההוגן.

לגבי האינדיקציה השנייה, סבר בית-המשפט כי אין ליחס משקל משמעותי להצבעת הגופים המוסדיים במקרה זה, שכן מדובר בשלושה גופים מוסדיים שלאף אחד מהם לבדו לא הייתה יכולת לטרפד את הצעת הרכש, ואשר לא הצביעו באופן אחיד. זאת ועוד, קיים חשש כי הצבעת המשקיעים המוסדיים הושפעה מחוסר הסחרות של מניות החברה, ואם כך עלולה לשקף נכונות להסכים למחיר הכולל ניכיון מניות מיעוט, אשר אינו "שווי הוגן" לפי המבחנים שקבע בית-המשפט העליון למתן סעד הערכה.

בית-המשפט מציין כי החשש האמור לפיו הצבעתו של משקיע מוסדי עלולה לשקף ניכיון בגין מניות המיעוט, חזק דווקא כאשר המשקיע יכול לטרפד את הצעת הרכש שכן אז התנגדות המשקיע תכשיל בהכרח את הצעת הרכש.

בית-המשפט מסייג גם דברים שנאמרו בפסק הדין בעניין **קיטאל¹¹**, שם נאמר שעסקה מרצון למכירת השליטה, שקדמה להצעת הרכש לבעלי המניות מן המיעוט, עשויה להוות אינדיקציה מספיקה להוגנות המחיר שכן המחיר ששולם לבעל השליטה המוכר מהווה במקרה הרגיל אינדיקציה טובה לשווי החברה כעסק חי. בית המשפט קובע כי גם אינדיקציה זו ניתן לסייג במקרה שבו המחיר ששולם לבעל השליטה המוכר לא משקף בהכרח את שווי החברה, כך למשל כשבעל השליטה המוכר מצוי בקשיים כלכליים; במקרה שבו המחיר שקיבל בעל השליטה המוכר עשוי לכלול פרמיית שליטה, באופן שאינו מאפשר לגזור ממנו את שווי החברה.

באשר לנטל ההוכחה של המבקשים, בית-המשפט מציין כי לו הייתה המשיבה מציגה הערכת שווי שנערכה על ידה עובר להצעת הרכש, כוחה הראייתי הפוטנציאלי של חוות דעת כזו, לו הייתה נערכת בזמן אמת ומוצגת בפני הניצעים, היה גבוה מזה של חוות דעת שנערכת בדיעבד לצרכי ההליך המשפטי.¹²

למעבר להחלטה לחצו **כאן**.

מזכר לקוחות זה אינו מהווה יעוץ משפטי ומוגש כשירות לקהל לקוחותינו.

¹¹ רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' שאול ממן (פורסם בנבו, 28.08.2012).

¹² נציין לעניין זה כי בפסק דין של בית המשפט העליון מפי השופט עמית בענין כבירי נאמרה אמירה דומה.



אגמון ושות' רוזנברג הכהן ושות'
Agmon & Co. Rosenberg Hacoheh & Co.

נשמח לסייע ולייעץ בכל שאלה שמתעוררת,

irisc@agmon-law.co.il : יועצת, תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון, urir@agmon-law.co.il, שותף, ראש מחלקת תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון (משותף), shirel@agmon-law.co.il, שותפה וראשת תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון (משותפת), [law.co.il](http://www.agmon-law.co.il)

מחלקת תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון,

אגמון ושות', רוזנברג הכהן ושות'

<http://www.agmon-law.co.il> תאגידים ניירות ערך ושוק ההון