

הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון - קווים לדמותה החדשה, והצבעת האמון של בתי המשפט בממשל התאגידי של חברות בדלוור ובישראל

ורד שיידמן, עו"ד וסיגל לזרוביץ, עו"ד¹

א. הקדמה

הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון נמצאת בימים אלה בתהליכים מתקדמים של מטמפרוזה. בארץ, כמו גם בארצות-הברית, תפקידה הקלאסי - להוות כלי עזר וייעול לדירקטוריון² - אבד מזמן בין שורות הפרשנות המשפטית שביצעו לה בקהילה המשפטית, לנוכח הולדתם של צרכים חדשים בתאגיד. כעת, דומה, כי הוועדה המיוחדת הגיעה לפרקה. המגמה מלמדת, כי תם תפקידה של הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון כגורם מייעל גרידא. בימים אלה ממש, הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון נערכת ליטול על עצמה תפקידים מורכבים בהרבה, על מנת להבטיח ממשל תאגידי תקין ולרכוש את אמונם של שוק ההון ואף של בית המשפט, בהתנהלות חברה עם בעל השליטה בה.

בפסיקות של בתי המשפט בארץ ובעולם שניתנו בשנים האחרונות, הוטלו על הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון מטלות נוספות, וביניהן: "טיהור" של ניגודי העניינים האינהרנטיים של הדירקטוריון עת מדובר בחברה שלה בעל שליטה, תוך מתן פתרון ל"בעיית הנציג"; הפיכת הוועדה לשומר סף לשם הבטחת השמירה על חובות האמונים בחברה; ולבסוף - בל נשכח את תפקידה כמי שמאפשרת לבית המשפט להימנע מלהיכנס לעובי קורת עסקה או פעולה של הדירקטוריון, עת מתאפשר לבית המשפט להעדיף את בחינת פעולת הדירקטוריון לפי סטנדרט בחינה קל, כלומר לפי כלל שיקול הדעת העסקי, על פני סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה. לא קלה היא דרכה של הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון, והשאלה העיקרית העולה מכל אלה הינה - האם יש לוועדה המיוחדת של הדירקטוריון היכולת והכישורים למלא שלל תפקידים אלה, או שמא מדובר בהעמסה מוגזמת של דוקטרינות משפטיות מורכבות על כתפיה הצרות?

במאמר זה, נבחן את השינויים במעמדה של הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון (the board of director's special committee) בבית המשפט בדלוור, ואף נבחן את ההתפתחויות בתפקידה ובמטרותיה של הוועדה המיוחדת גם בישראל.

1. הכותבות הינן עו"ד סיגל לזרוביץ - חברת מערכת ב-GCL - Global Comparative Law, ועו"ד ורד שיידמן - עורכת ראשית וחברת מערכת ב-GCL - Global Comparative Law.
2. ראו לדוגמה סעיפים 110, 111, 112 ו-113 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות").

מלבד בחינת ההתפתחות כאמור, נדון בפניה החדשות של הוועדה המיוחדת. בתוך כך, נתחיל להעלות שאלות ראשוניות הנגזרות מהשינוי בתפקידה, וההשלכות של שינויים אלה, לא רק על עצם תפקודה של הוועדה, אלא גם על תחולתם של דוקטרינות אחרות וידועות מדיני התאגידים, על הדירקטוריון בכללותו ועל יתר הדירקטורים בדירקטוריון שאינם יכולים לשבת בוועדה. מבחינות רבות ניתן לומר כי הדיון בנושא מקדים את זמנו, משום שמבחן הזמן טרם התרחש וטרם ניתן לעמוד על טיבם ומשמעותם של השינויים לעומק. מנגד, צריך להתחיל לבחון את השינויים והתמורות הללו. וזאת נעשה במאמר זה.

ב. הספקטרום של סטנדרט הבחינה של בית המשפט בדלוור - מכלל שיקול הדעת העסקי ועד לכלל ההגינות המלאה

ההתפתחות האבולוציונית של הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון, התחילה בצורך של בית המשפט לקבוע, איזה סטנדרט בחינה יחיל בית המשפט על פעולת הדירקטוריון, נשוא המחלוקת המובאת בפניו. הנרטיב הוא בדרך כלל כדלקמן: דירקטוריון חברה מאשר את התקשרותה בעסקת מיזוג (לשם הדוגמה). בעלי מניות המיעוט של החברה מתנגדים לעסקה כולה או לחלקה בטענה, כי העסקה אינה הוגנת כלפיהם, וכי היא אושרה תוך כדי הפרת חובות האמונים של הדירקטוריון, והם מזדרזים להגיש את תביעתם. התביעה מובאת לפתחו של בית המשפט, והוא ניצב בפני הדילמה, עד כמה נכון וראוי, כי יתערב בשיקול דעתו של הדירקטוריון. שאלה זו, לא רק עולה במסגרת בחינתה של עסקת מיזוג ספציפית, אלא היא מתעוררת גם כשאלה של מדיניות שיפוטית כללית - עד כמה ראוי הוא, כי בית המשפט יתערב בחיי המסחר של חברה?

דילמה זו, היא אשר הביאה את בית המשפט בדלוור, בטרם כניסתו לעובי הקורה של התביעה שלפניו, לשאלת סטנדרט הבחינה, לפיו הוא יבחן וישפוט את העסקה נשוא התביעה. מכאן למעשה, נולד ספקטרום של סטנדרט הבחינה, על פיו בתי המשפט בדלוור בוחנים את פעולת הדירקטוריון ואת העסקאות שהוא מאשר. ספקטרום בחינה זה אומץ זה מכבר, גם בישראל במספר פסקי דין שניתנו בבית המשפט הכלכלי.³

בין פעולות הדירקטוריון שבית המשפט הצינרי נדרש לבחון בתדירות יום-יומית כמעט, נכללים: אישור עסקת מיזוג בין חברה ובין צד שלישי (at arm's length); אישור עסקת מיזוג או כל התקשרות אחרת בין חברה ובין

3. תנ"ג (מחוזי ת"א) 32489-02-12 רומן אלטמן נ' אורמת תעשיות בע"מ (פורסם בנבו) (3.10.2013); תנ"ג (מחוזי ת"א) 32690-10-11 גוטליב נ' איילון אחזקות בע"מ (פורסם בנבו) (3.9.2012); תנ"ג (מחוזי ת"א) 46924-05-11 דין נ' פתאל (פורסם בנבו) (4.9.2012).

בעל השליטה בה; ואף החלטת דירקטוריון למצות, או שלא למצות, את זכויות החברה בערכאות בתי המשפט.

לעמדתנו, המכנה המשותף המהותי ביותר של שלוש קבוצות אלו של החלטות הדירקטוריון, הוא שאלו הן החלטות המדגישות ביתר שאת את חובות האמונים של הדירקטוריון כלפי החברה (ולעיתים גם כלפי בעלי מניותיה), עת הוא מאשר או אינו מאשר אותן. כלומר, הביקורת או ההתנגדות של בעלי מניות החברה להחלטות אלו של הדירקטוריון, מלוות בדרך כלל בטענה מצידו של בעל המניות, כי החלטת הדירקטוריון לה הוא מתנגד בתביעתו, התקבלה תוך הפרת חובות האמונים של הדירקטוריון כלפי החברה, ואף כלפי בעלי מניות מיעוט בנסיבות מסויימות.

בטרם נעמיק במאפייניה של הוועדה המיוחדת, נציין כי התפתחותה של הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון בדיני החברות בדלור, קשורה קשר הדוק לספקטרום הבחינה של בית המשפט את פעולות הדירקטוריון, והתרחשה בעיקר על רקע של עסקאות מיזוג של החברה, תחילה עם בעל השליטה בה, ובהמשך לכך גם על רקע עסקאות מיזוג עם צד שלישי. עוד נציין, כי במועד כתיבת שורות אלו, קיים עניין רב בישראל, דווקא בהקשר של וועדת תביעות בלתי תלויה של הדירקטוריון. על פניו, וכפי שיודגם בהמשך, אין כל אבחנה בין סוג או טיב הוועדה למטרות שלשמן היא הוקמה - בין אם מדובר בוועדה מיוחדת לענייני מיזוגים, ובין אם מדובר בוועדת תביעות של הדירקטוריון - שכן שתי הוועדות לרוב, נועדו ליתן פתרונות לניגודי עניינים או לעניין אישי של חלק מהדירקטורים בדירקטוריון. אבל על מנת שלא להשאיר שום "אבן בלתי הפוכה", נתייחס גם לאחד מפסק הדין שניתנו בדלור (*Arthur v. Belendiuk*), העוסק בטיבה של וועדה מיוחדת אשר נוסדה לצורך בחינת הגשת תביעה בשם החברה, קרי ועדת תביעות בלתי תלויה (Demand Committee או Special Litigation Committee). נבקש להבהיר, כי פסק דין זה, אשר דן בוועדת התביעות המיוחדת של הדירקטוריון, אינו מבין המובילים בהגדרת תפקידיה ומאפייניה החדשים של הוועדה המיוחדת, ולטעמנו, שאלת טיבה וטבעה המתחדשים של הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון, נלמדת טוב יותר, דווקא מפסקי הדין שניתנו בהקשר של עסקאות מיזוג.

בכל מקרה, במאמר זה, אנו מבקשות להתייחס באופן תכליתי ועקרוני יותר לשאלת תפקידיה החדשים של הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון, בלי קשר לסיבת ולמטרות ייסודה. הואיל ושאלה זו קשורה בטבורה, כאמור לעיל, לסטנדרט הבחינה של בית המשפט, לא תמיד עלה בידינו לנתק ביניהם.

נתחיל.

1. סטנדרט הבחינה של בית המשפט לפי כלל שיקול הדעת העסקי

מן העבר האחד של ספקטרום הבחינה של בית המשפט, נמצא סטנדרט הבחינה לפי כלל שיקול הדעת העסקי (the business judgment standard)

of review] או לחילופין (the business judgment rule). סטנדרט בחינה זה, מהווה את סטנדרט הבחינה הנמוך ביותר המוחל על פעילות הדירקטוריון. לפי סטנדרט זה, בית המשפט יימנע מלהיכנס לעובי הקורה של העסקה הנבחנת או של ההחלטה הנבחנת של הדירקטוריון, ויסתפק אך ורק בבחינת מכלול ההליכים הפרוצדורליים שנקטו על ידי החברה, ובהשגת האישורים הנדרשים על ידי האורגנים השונים בחברה, בהתאם לדין ולפסיקה.

על פי סטנדרט בחינה זה, ניתן כבוד מלא להנחה ולחזקה, כי פעולות הדירקטוריון מתבצעות על בסיס מידע מלא, כי הן נעשות לטובת החברה, וכי הדירקטוריון פועל תוך שמירה מלאה על חובות האמונים המוטלות עליו.

2. סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה

מן העבר השני של הספקטרום, ניתן למצוא את סטנדרט הבחינה של בית המשפט לפי כלל ההגינות המלאה (The entire fairness standard of review), אשר על פיו בית המשפט נדרש לבחון מבחן כפול: את הגינות ההליך ואת הגינות המחיר (fair price and fair dealings).

סטנדרט בחינה זה, הוא סטנדרט הבחינה המחמיר ביותר של בית המשפט, והוא יחול באותם מקרי שוליים שבהם מתעורר החשד, כי בוצעה פעולה שהיא בבחינת עושק של בעלי מניות המיעוט בחברה, או חשד לכל פעילות אחרת שמבצע הדירקטוריון, תוך הפרת חובותיו על פי דין כלפי החברה, ותוך פגיעה בבעלי מניות המיעוט. במשך תקופה ארוכה, סטנדרט בחינה זה היה הסטנדרט הנוהג כמעט באופן אוטומטי, בעסקאות של חברה עם בעל השליטה בה, רק מעצם פוטנציאל הפגיעה הטמון בסוג עסקה זה, בחברה ובבעלי מניות המיעוט. זהו סטנדרט הבחינה המחמיר ביותר, של בית המשפט, את פעולות החברה. השינוי בא עם מתן פסק הדין בעניין MF⁴, אליו נתייחס בהמשך.

שאלה שנדונה בימים אלה בבתי המשפט בדלור,⁵ מתייחסת למבחן הכפול של סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה, והיא - מה הדין כאשר מתברר, כי למרות ההליך הבלתי הוגן אשר ננקט על ידי דירקטוריון החברה, מחיר העסקה נמצא הוגן? דהיינו, האם בעלי מניות המיעוט זכאים לפיצוי בגין הליך בלתי הוגן שנקט על ידי הדירקטוריון, על אף

4. GCL – Global Comparative Law באתר (29.5.2013) In Re MFW Shareholders Litigation, C.A. No. 6566-CS.

5. In Re Nine Systems Corporation Shareholders Litigation, Consolidated, C.A. 3940-VCN (4.9.2014), פורסם באתר GCL - Global Comparative Law. בפרשה זו, הוכרה הזכות העקרונית של בעלי מניות המיעוט לקבל סעד, בגין הליך לא הוגן של התקשרות החברה, אפילו אם מחיר המניה שנקבע בעסקת המיזוג, היה הוגן. כמו כן, בפרשה זו, בית המשפט נדרש לשאלת סוג הסעד או הפיצוי שיינתן.

שמחיר העסקה מתברר כמחיר הוגן, ואם כן - איזה סוג של פיצוי יוענק? שאלה זו היא שאלה מרתקת בפני עצמה, אך לא נדון בה במאמר זה.

ב3. פרשת MFW ומתן קדימות והעדפה לסטנדרט הבחינה לפי כלל שיקול הדעת העסקי, כסטנדרט בחינה עיקרי

בשנת 1994, ניתן פסק הדין בעניין **Lynch**.⁶ בפרשה זו, בית המשפט העליון בדלוור, נדרש לדון במנגנוני ההגנה שחברה נדרשת לנקוט, על מנת לוודא את השמירה על זכויותיהם של בעלי המניות המיעוט, בעת התקשרות חברה עם בעל השליטה בה. באותה הפרשה, פסק בית המשפט העליון בדלוור, כי אישורה של ועדה מיוחדת של הדירקטוריון או אישורו של רוב מבעלי מניות המיעוט, אשר אין להם עניין אישי בהתקשרות, יסיטו את נטל ההוכחה לפי סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה, מהנתבעים אל התובעים. זוהי למעשה, ההגנה הפרוצדורלית הכפולה (the dual procedure protection).

על אף שפרשת **Lynch** לא עסקה בעסקת מיזוג, שבה בעל השליטה התנה מראש את ההתקשרות עימו בביצועם של שני מנגנוני ההגנה לטובת בעלי מניות המיעוט, קרי - ייסודה של ועדה מיוחדת של הדירקטוריון וכן אישור של רוב מבעלי מניות המיעוט שאין להם עניין אישי בעסקה - פרשה זו פורשה על ידי בתי המשפט בדלוור כהצעה וכהמלצה לחברות בדלוור לאמץ את שני מנגנוני ההגנה לטובת בעלי מניות המיעוט. עם זאת, עצם ההמלצה לא מנעה מבית המשפט לבחון את הפעולה או את עסקת המיזוג שהובאה בפניו, לפי סטנדרט הבחינה הגבוה של כלל ההגינות המלאה, במיוחד באותם המקרים שבהם החברה ובעל השליטה בה אימצו לעצמם מנגנון הגנה אחד בלבד, מתוך השניים המוצעים.

20 שנה מאוחר יותר, בפרשת **MFW**,⁷ התגלגלה לפתחו של בית המשפט הצינורי בדלוור שאלה משפטית חדשה לחלוטין, שטרם נפסקה בה הלכה כלשהי, כדלקמן - **האם יישום שני מנגנוני ההגנה לטובת בעלי מניות המיעוט, עתיד להעניק לבעל השליטה שהתנה את ההתקשרות עימו בהגנה הכפולה האמורה, הטבה כלשהי? השאלה הוצגה כשאלה של מדיניות ראויה. כלומר, האם ראוי להעניק הטבה כלשהי לבעל שליטה, אשר התנה את התקשרות החברה עימו בהגנה הכפולה לטובת בעלי מניות המיעוט?**

"In no prior case was our Supreme Court given the chance to determine whether a controlling stockholder

6. *Kahn v. Lynch Commc'n Sys. (Lynch I)*, 638 A.2d 1110, 1117 (Del. 1994). ההתייחסות לפסק הדין נלמדה מהתייחסותו של בית המשפט בפרשת **MFW** (ראו ח"ש 4 ו-12 להלן).

7. *In Re MFW Shareholders Litigation*, C.A. No. 6566-CS, (29.5.2013), פורסם באתר **GCL – Global Comparative Law**.

merger conditioned on both independent committee approval and a majority-of-the-minority vote should receive the protection of the business judgment rule."
(Court of Chancery, pg. 6)

"This appeal presents a question of first impression: what should be the standard of review for a merger between a controlling stockholder and its subsidiary, where the merger is conditioned ab initio upon the approval of both an independent, adequately-empowered Special Committee that fulfills its duty of care, and the uncoerced, informed vote of a majority of the minority stockholders. The question has never been put directly to this Court." (Supreme Court, pg. 17, 18)

נשיא בית המשפט הצ'נסרי (דאז), השופט **ליאו סטריין**, דן באופן ממוקד בשאלה, האם יש מקום להעניק הטבה לבעל שליטה, אשר התנה את התקשרות החברה עימו ביישום מנגנון ההגנה הפרוצדורלית הכפולה, והשיב על שאלה זו בחיוב.

בפרשת **MFV** נפסק, כי אם התקיימו התנאים המצטברים הבאים בעסקת מיזוג (going private) של חברה עם בעל השליטה בה: (א) ייסודה של ועדה מיוחדת המורכבת מדירקטורים עצמאיים ואשר נשאה ונתנה את תנאי ההתקשרות, מקום שמלכתחילה, הוועדה אף הייתה מוסמכת לשלול את העסקה; (ב) העסקה אושרה על ידי רוב מבעלי מניות המיעוט, מבלי שהמצביעים בעד העסקה היו מוטים בדרך כלשהי לטובת בעלת השליטה, ומקום שהחלטתם זו נעשתה על בסיס מידע מלא של העסקה - יחול כלל שיקול הדעת העסקי על העסקה, והעסקה לא תיבחן על פי סטנדרט הבחינה של כלל ההגינות המלאה. **זוהי למעשה, ההטבה המובטחת לבעלי שליטה, אשר בחרו לנקוט במנגנון ההגנה הפרוצדורלית הכפולה לטובת בעלי מניות המיעוט בחברה, ובית המשפט יימנע מלהתערב בפן המסחרי של ההתקשרות.**

בית המשפט המשיך לנמק, כי לעמדתו, אין די במנגנון הגנה אחד בלבד, בשעה שוועדה מיוחדת של הדירקטוריון לבדה מבטיחה רק את קיומו של משא ומתן הוגן לקראת התקשרות בעסקת מיזוג עם בעל השליטה, אך אינה מאפשרת לבעלי מניות המיעוט להתגונן מפני העסקה, אם זו אינה משתלמת להם. לעומת זאת, הצבעת רוב בעלי מניות המיעוט מאפשרת לבעלי מניות המיעוט להתנגד לעסקה מסיבות שונות. בית המשפט רואה בשני מנגנוני ההגנה דלעיל, מנגנונים משלימים ולא חלופיים.

מלבד ההלכה החדשנית, כי בביצוע מנגנון ההגנה הכפול, ייהנו החברה ובעל השליטה מהתערבות מופחתת, אם בכלל, של בית המשפט

בהתקשרות, ניתן לומר גם, בין יתר הדברים, כי פרשת MFW הייתה הפרשה העיקרית שהפנתה זרקור על תפקידה של הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון, במסגרת מנגנון ההגנה הכפול, והזניקה אותה למעמדה החדש.

נאמר כבר עתה, כי יישום הלכת MFW לא היה פשוט וקל עבור בית המשפט הצינסי בדלוור. בין היתר, שופטי הצינסי נדרשו לבחון את תפקידה ואת מעמדה החדש של הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון, והנוהג הקודם (והאוטומטי כמעט) להיכנס ולבחון את הגינות העסקאות שהובאו בפניהם (במיוחד עסקאות של חברה עם בעל השליטה בה) על פי סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה, היה גם הוא לרועץ.

נציג להלן מספר פסקי דין נבחרים ואת יחסם להלכת MFW, על מנת להדגים ולהמחיש את השתלשלות האירועים החשובים מאז מתן הלכת MFW, כמו גם להציג את הקשיים לעיתים, שביישום ההלכה. כוונתנו היא, כי מתוך הקריאה הרבה של ההתמודדויות השונות, נשכיל כולנו להבין את תפקידה של הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון, ואולי אף חשוב מכך, את התכליות החדשות שהוועדה אמורה לממש.

ג. תנאים מוקדמים ודרישות מוגברות מהוועדה המיוחדת של הדירקטוריון - לאחר פרשת MFW

ניתן למנות שתי פרשות עיקריות, אשר דנו באופן מפורש בפן המעשי יותר של הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון: הפרשה הראשונה הינה פרשת *Southeastern Pennsylvania Transportation Authority* אשר אף הגדילה לעשות, עת החילה את ההלכה גם על עסקאות מיזוג של חברה עם צד שלישי, נוכח קיומה של שליטה בחברה; הפרשה השנייה הינה למעשה, החלטתו של בית המשפט העליון בדלוור, בערעור על החלטתו של בית המשפט הצינסי בפרשת MFW.⁸

1. פרשת *Southeastern Pennsylvania Transportation Authority* - תחולת הלכת MFW גם על עסקאות מיזוג של חברה עם צד שלישי

פסק דין זה היה למעשה, ההחלטה הראשונה שניתנה בבית המשפט הצינסי בדלוור, לאחר שניתנה החלטתו של השופט סטריין בעניין MFW,

8. אמנם הערעור בפרשת MFW התקבל, אך באותו מעמד, ניתנה לבית המשפט העליון בדלוור ההזדמנות ליצוק תוכן ממשי ומעשי לוועדה, להרכבה, לתפקידה ולתכליתה.

9. *Southeastern Pennsylvania Transportation Authority v. Ernst Volgenau and others*, C.A. No. 6354-VCN, 5.8.2013, פורסם באתר GCL - Global Comparative Law (להלן: "פרשת *Southeastern Pennsylvania Transportation Authority*").

אשר בה ביקש ליישם באופן אפקטיבי את הלכת MFW וליצוק בה תוכן. המעניין במיוחד בפרשה זו, הוא יישומה של הלכת MFW, לא על עסקה של חברה עם בעל השליטה בה (דוגמת עסקת going-private כפי שהיה ב-MFW), אלא על עסקת מיזוג עם צד שלישי.

Southeastern Pennsylvania Transportation Authority בפרשת במסגרת עסקת המיזוג, זכה בעל השליטה להטבות שלא זכו להן, יתר בעלי מניות החברה, ואלה כללו קבלת מניות וסמכויות מסויימות בחברת המטרה, והכול - בתמורה להחזקותיו בחברה הדלוורית הנמכרת, שהיו 59% מהונה המונפק והנפרע של החברה, בעלות של 31.25 דולר למניה.

בעלת מניות מיעוט לשעבר של החברה הדלוורית, הגישה תביעה זו כנגד הדירקטורים לשעבר של החברה, בטענה להפרת חובות האמונים שלהם, בעת שאישרו את עסקת המיזוג. התביעה הוגשה גם נגד הרוכשת בטענת סיוע, ונגד בעל השליטה, בטענה להתקשרות בעסקה שהיה לו בה עניין אישי (self dealing). נטען, כי המיזוג הוצא לפועל במחיר בלתי הוגן, בהליך אישור בלתי תקין, ותוך הפרה של תקנון החברה.

בית המשפט בחן, האם החברה הפעילה את ההגנה הפרוצדורלית הכפולה לשמירה על האינטרס של בעלי מניות המיעוט, כלומר: (א) המלצתה של ועדה מיוחדת בלתי תלויה ועצמאית (disinterested) של הדירקטוריון לאשר את העסקה; (ב) הצבעת רוב מבין בעלי מניות המיעוט לאשר את העסקה. לעמדת בית המשפט, אם מנגנון ההגנה הכפולה יושם כדון, אזי בעל השליטה היה צפוי ליהנות מבחינת עסקת המיזוג על ידי בית המשפט על פי כלל שיקול הדעת העסקי, ולא על פי כלל ההגינות המלאה.

בפרשה זו, בית המשפט הציג פסק, כי יש לפרש את הלכת MFW כקובעת את תחולת סטנדרט הבחינה לפי כלל שיקול הדעת העסקי, בהתקיים התנאים המצטברים הבאים:

(א) העסקה אושרה, הן על ידי ועדה מיוחדת (special committee) והן על ידי רוב מבעלי מניות המיעוט, כאשר בעל השליטה אינו מעורב בשני הליכים אלה;

(ב) הוועדה המיוחדת הינה עצמאית ובלתי תלויה (independent);

(ג) הוועדה הוסמכה באופן מלא (fully empowered) לשאת ולתת את תנאי העסקה או לשלול אותה על הסף, ולבחור לעצמה את יועציה המקצועיים;

(ד) הוועדה ביצעה את תפקידה באופן נאות (satisfied its requisite duty of care);

(ה) בעלי המניות המצביעים לאישור העסקה, עשו כן על בסיס מידע מלא, ומבלי ששוכנעו או הוטו (fully informed and un-coerced).

בית המשפט פירש את פסק הדין MFW כרצון להבטיח הגנה על בעלי מניות המיעוט. מבחינה זו, בית המשפט הבהיר, כי מנגנוני ההגנה היוו סוג של "טיהור" העסקה, אשר לאחר מכן, הצדיק את בחינתה על ידי בית המשפט לפי כלל שיקול הדעת העסקי.

בשונה ובמאובחן מפרשת MFW, שם ניצב בעל השליטה משני צידי העסקה (כזכור, בעל השליטה בפרשת MFW רכש את מניות המיעוט), במקרה דנן, דובר בעסקת מיזוג עם צד שלישי. בנסיבות אלו, בית המשפט קבע, כי לא ניתן לראות בבעל השליטה, צד הניצב בניגוד עניינים לעסקת המיזוג, משום שגם הוא מכר את החזקותיו לצד שלישי יחד עם יתר ציבור בעלי מניות המיעוט, כלומר, לכאורה, בעלי מניות המיעוט, יחד עם בעל השליטה, הינם בעלי אינטרסים זהים, כמוכרים בעסקה. בכך, באופן עקרוני לפחות, היה לבעל השליטה וליתר בעלי מניות החברה אינטרס זהה, בהיות כולם מוכרים את החזקותיהם בחברה. שוויון האינטרסים הנ"ל בא לידי ביטוי, בין היתר, ברצונו של בעל השליטה, כמו גם ברצונו של בעלי מניות המיעוט, להשיג את המחיר הטוב ביותר עבור החזקותיהם. להשלמה נציין, כי בית המשפט פסק לגופו של עניין, כי עצם העובדה שבעל השליטה זכה לקבל מניות בחברה החדשה, לא הציבה אותו בשני צידי המתרחש של העסקה).

עם זאת, בית המשפט היה בעמדה, כי מעצם שליטתו, עלול בעל השליטה להשפיע באופן בלתי הולם על תוצאותיה של עסקת המיזוג, מכוח מעמדו כבעל שליטה. בצטטו מפסק דין בעניין Hammons,¹⁰ בית המשפט קובע:

"[I]t is... true that [a controlling stockholder] and the minority stockholders [are] in a sense competing for portions of the consideration [that the third-party is] willing to pay to acquire [the company] and that [the controlling stockholder]... could effectively veto any transaction. In such a case it is paramount... that there be robust procedural protections in place to ensure that the minority stockholders have sufficient bargaining power and the ability to make an informed choice of whether to accept the third-party's offer for their shares."

בית המשפט בפרשת Southeastern Pennsylvania Transportation Authority קובע כי למעשה, היתה זו פרשת Hammons, אשר דנה לראשונה, במנגנוני ההגנה המוקדמים, על מנת שעסקת חברה עם צד

¹⁰ In re John Q. Hammons Hotels Inc. S'holder Litig., 2009 WL 3165613, at *9 (Del. Ch. Oct. 2, 2009).

שלישי, אשר יש לה בעל שליטה, תזכה לסטנדרט של בחינה לפי כלל שיקול הדעת העסקי. והתנאים הם :

(א) על העסקה לקבל את המלצתה של ועדה מיוחדת, כאשר האנשים היושבים בוועדה הינם עצמאיים ובלתי תלויים ;

(ב) על הוועדה המיוחדת להיות בעלת סמכות מספיקה ובעלת הזדמנות נאותה לשאת ולתת בשם בעלי מניות המיעוט, לרבות היכולת לשכור את שירותיהם של יועצים כלכליים ומשפטיים.

(ג) על העסקה להיות מאושרת על ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט (a non-waivable majority of the minority vote).

(ד) על בעלי מניות המיעוט להצביע על בסיס החלטה מושכלת, ובהיותם נקיים וחפים מהטיה כלשהי.

בפסק דין זה, בית המשפט חידד קצת יותר את כוחה ואת סמכותה של הוועדה המיוחדת, בעת שהיא ממלאת את תפקידה במסגרת "ניקוי" ניגוד עניינים, ככל שכזה קיים, בהתקשרות החברה בעסקת המיזוג. בית המשפט סיכם את פסק דינו, במילים הבאות: ¹¹

"As does MFW, this case serves as an example of how the proper utilization of certain procedural devices can avoid judicial review under the entire fairness standard and, perhaps in most instances, the burdens of trial."

ג. פרשת MFW בבית המשפט העליון בדלוור ¹²

בפסק הדין של בית המשפט העליון שניתן בעניין MFW, על ידי מותב השופטים הנכבדים הולנד (שנתן את פסק הדין), ברגר, ג'ייקובס, רידג'לי וג'ורדן, מיום 14.3.2014, המשיך בית המשפט העליון בדלוור את קו ההנמקה של פסק הדין MFW שניתן בבית המשפט הצינסי, ושל פסק הדין שניתן לאחריו בעניין Southeastern Pennsylvania Transportation Authority.

בפרשת MFW כאמור לעיל, נדונה עסקת רכישת יתרת מניות החברה (עסקת going private) על ידי בעלת השליטה בחברה - חברת

¹¹ פרשת Southeastern Pennsylvania Transportation Authority, בעמ' 69.

¹² Alan Kahn and others (Plaintiffs and Appellants) v. M&F Worldwide Corp. and others (Defendants and Appellees), No. 334, 2013, Court Bellow - Court of Chancery of the State of Delaware, C.A. No. 6566, (14.3.2014), פורסם באתר GCL – Global Comparative Law (להלן: "פרשת MFW בבית המשפט העליון").

MacAndrews & Forbs Holdings, Inc., אשר ערב עסקת המיזוג, החזיקה בשיעור של 43% מהונה המונפק והנפרע של החברה.

בעלת השליטה התנתה את עסקת המיזוג עימה בשני תנאים מוקדמים: (א) כי תנאי ההתקשרות יתגבשו בין בעלת השליטה ובין ועדה מיוחדת או ועדת מיזוגים, שתהיה בלתי תלויה ותורכב מדירקטורים עצמאיים; (ב) כי העסקה תאושר על ידי רוב מבעלי המניות שאינם קשורים לבעלת השליטה. בדצמבר 2011, נסגרה עסקת המיזוג, לאחר שאושרה בהצבעה של 65.4% מבעלי מניות המיעוט של החברה אשר לא היו קשורים לבעלת השליטה.

בערעור, העלו המערערים שתי טענות עיקריות: ראשית, כי בית המשפט הצינסי טעה, בעת שהניח, כי אין מחלוקת מהותית בקשר לעובדות שגיבשו את העדפתו של בית המשפט לבחון את עסקת המיזוג על פי כלל שיקול הדעת העסקי. המערערים טענו, כי הגישו ראיות לכך שהוועדה המיוחדת הייתה מוטית, ובוודאי שלא עצמאית, וממילא לא הוסמכה באופן מלא גם לשקול את שלילת ההתקשרות עם בעלת השליטה. המערערים הוסיפו וטענו, כטענה משפטית, כי התנאת עסקת המיזוג באישור של רוב מבעלי מניות המיעוט, אשר אינם קשורים לבעלת השליטה, לא העניקה הגנה הולמת דייה לבעלי מניות החברה, באופן המאפשר ויתור על סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה. שנית, לעמדת המערערים, טעה בית המשפט הצינסי בקובעו, כי כלל שיקול הדעת העסקי חל על הצעות של בעל שליטה בחברה להתקשר עימה בעסקת מיזוג, שסופה הוצאתם של יתר בעלי המניות החוצה (בית המשפט מכנה עסקה כזו כ- "controller freeze-out mergers"), כאשר הצעתו של בעל השליטה מותנית הן באישור של הוועדה המיוחדת והן בהכרעת רוב מבעלי מניות המיעוט, שאין לו קשר עם בעל השליטה. נטען, כי גם כאשר שני מנגנוני ההגנה הללו מאומצים, עדיין יש להכיר בסטנדרט הבחינה של בית המשפט לפי כלל ההגינות המלאה, כסטנדרט הבחינה ההולם בנסיבות אלו.

השאלה המשפטית בערעור MFW, הוגדרה כדלקמן: מהו סטנדרט הבחינה הראוי של עסקת מיזוג בין חברה ובין בעל השליטה בה, אשר לו עניין אישי בהתקשרות, עת בעל השליטה התנה מראש את ההתקשרות עימו בהגנה הפרוצדורלית הכפולה, קרי - הקמתה של ועדה מיוחדת של הדירקטוריון שהינה עצמאית ובעלת סמכות רחבה למלא את תפקידה באופן הולם ובאכפתיות (with care), וכן אישור העסקה בהצבעת רוב מבעלי מניות המיעוט? האם עסקת מיזוג זו תיבחן על פי כלל שיקול הדעת העסקי, או שמא על פי כלל ההגינות המלאה? בית המשפט ציין, כי שאלה זו מעולם לא הובאה בפניו בעבר.

בית המשפט העליון התייחס אף הוא לפרשת Lynch¹³ שנתבררה כשני עשורים קודם לכן, ושם נפסק, כי באותם המקרים שבהם תיבחן עסקה על פי סטנדרט הבחינה של כלל ההגינות המלאה, עדיין ייתכן, כי נטל הראיה עשוי לחזור חזרה לתובע, בהתקיים אחד מהמקרים הבאים: (א) הנתבעים מראים, כי העסקה אושרה על ידי ועדה מיוחדת עצמאית ומתפקדת של הדירקטוריון; או (ב) הנתבעים מראים, כי העסקה אושרה על ידי רוב מבעלי מניות המיעוט בחברה. פרשת Lynch לא התייחסה לעסקת מיזוג שהותנתה מלכתחילה בקיום שני מנגנוני ההגנה האמורים.

אימוץ כלל שיקול הדעת העסקי ככלל וכלל ההגינות המלאה כחריג

ערכאת הערעור בפרשת MFW פסקה, כי יש לאמץ את כלל שיקול הדעת העסקי כברירת מחדל, בהתקיים התנאים האמורים. באופן ספציפי נפסק, כי יש להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי על עסקאות מיזוג של חברה עם בעל השליטה בה, אם העסקה הותנתה מראש כעסקה הכפופה לקבלת אישורה של ועדה מיוחדת, בלתי תלויה, המוסמכת באופן מלא לקבל את ההתקשרות או לדחותה, וכן לקבלת אישורה של אסיפת בעלי מניות המיעוט בהצבעה של רובם (להלן: "ההגנה הכפולה", ובלשון בית המשפט - dual procedural protection). כלשונו של בית המשפט העליון בדלור: ¹⁴

"We hold that business 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."

החלטה זו של בית המשפט העליון בפרשת MFW, נומקה, בין היתר, בנימוקים הבאים:

ראשית, כלל ההגינות המלאה הינו סטנדרט הבדיקה המחמיר ביותר בדיני חברות. כלל זה מיושם בהקשר של התקשרות החברה במיזוג עם בעל השליטה בה, וזאת כתחליף להגנות הכפולות על פי הדיון, המחייבות את אישורו של דירקטוריון נטול עניין אישי בעסקה וכן את אישורה של אסיפת בעלי המניות, בעת ששתי ההגנות הללו "הוחלשו" באופן פוטנציאלי בהשפעתו של בעל השליטה. עם זאת, כפי שהמקרה דנן מלמד, ישנן עסקאות רבות עם בעלי שליטה בחברה, בהן ההשפעה "המחלישה"

¹³. Kahn v. Lynch Commc'n Sys. (Lynch I), 638 A.2d 1110, 1117 (Del. 1994).

¹⁴. ראו MFW בבית המשפט העליון, הי"ש 12 לעיל, עמ' 15.

של בעל השליטה כלל אינה מתקיימת. במקרים כמו במקרה דנן, יישום ההגנה הפרוצדורלית הכפולה יצר השפעה "מקזזת" עד לכדי שוויונית, וייתכן שאפילו העצמה לטובת בעלי מניות המיעוט, ועל חשבונו של בעל השליטה דווקא. נפסק, כי כאשר בעל השליטה באופן פומבי ובלתי הדיר, מגביל עצמו מלעשות שימוש בשליטתו, כדי להכתיב את רצונו בחברה ובאסיפת בעלי המניות, אזי הופכת העסקה לעסקה שכמוה כהתקשרות עם צדדים שלישיים (at arms length), ועסקאות כאלו נבחנות בסטנדרט הבדיקה לפי כלל שיקול הדעת העסקי.

שנית, ההגנה הפרוצדורלית הכפולה מעניקה הגנה אופטימלית לבעלי מניות המיעוט בעסקאות חברה עם בעל השליטה בה, שבסופן בעלי מניות המיעוט יוצאים מהחברה (controller buyout).

שלישית, כלל שיקול הדעת העסקי מיישם אף את העקרונות של דיני החברות, אשר לפיהם רואים בהחלטות הדירקטוריון כנקודת מוצא, כהחלטות המתקבלות באופן עצמאי, במיוחד כאשר הן גובו מאוחר יותר על ידי הצבעה של בעלי מניות אשר אין להם עניין אישי בהתקשרות, ואשר הצביעו על בסיס מידע מלא ומבלי שהיו מוטים.

רביעית, המטרות שבעיצוב קונסטרוקציית ההגנה הפרוצדורלית הכפולה אשר יושמה במקרה דנן, וכן סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגנות המלאה, מבקשים להבטיח בסופו של יום, מרכיב חשוב אחד ומיוחד בעסקת המיזוג - **המחיר**. בית המשפט העליון בדלוור פסק בהזדמנויות רבות ומגוונות, כי על אף שסטנדרט הבחינה לפי כלל ההגנות המלאה, קובע מבחן כפול של בחינת הגינות ההליך והגינות המחיר, בעסקה שאינה בגדר עסקה שבוצעה בתרמית, מרכיב המחיר עשוי להיות מרכיב דומיננטי וחשוב.¹⁵ ההגנה הפרוצדורלית הכפולה מבקשת, כי תתקבלנה שתי קביעות הקשורות למחיר: (א) כי מחיר הוגן הושג על ידי ועדה מיוחדת בעלת סמכויות נרחבות ובלתי תלויה, אשר פעלה באכפתיות (with care); (ב) כי רוב מבעלי מניות המיעוט שאין להם עניין אישי בהתקשרות, הצביעו על בסיס מושכל בעד הגינות המחיר, אשר הומלץ להם על ידי הוועדה המיוחדת.

לסיכום, בית המשפט העליון בפרשת **MFV** פסק, כי בעסקת מיזוג שבה בעל השליטה רוכש את מניותיהם של בעלי מניות המיעוט (a controller buyout), יחול סטנדרט הבדיקה של כלל שיקול הדעת העסקי אך ורק אם התקיימו התנאים המצטברים הבאים:

(א) בעל השליטה מתנה את העסקה באישור של ועדה מיוחדת ובאישור של רוב מבעלי מניות המיעוט;

15. Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983).

- (ב) הוועדה המיוחדת הינה עצמאית ;
- (ג) הוועדה המיוחדת מוסמכת לבחור באופן חופשי את יועציה וגם מוסמכת לפסול את העסקה על הסף ;
- (ד) הוועדה המיוחדת פועלת באכפתיות (acts with care), בעת שהיא נושאת ונותנת בשאלת מחיר המכירה ;
- (ה) הצבעה של אסיפת בעלי מניות המיעוט הינה הצבעה מושכלת, המתבססת על כל המידע הרלוונטי ;
- (ו) אין כפייה או הטיה (coercion) של בעלי מניות המיעוט לאשר את עסקת המיזוג.

משמעות הלכת MFW מבחינת נטלי ההוכחה והראיה של הצדדים

לפרשת MFW, השלכות הקשורות בנטלי הראיה וההוכחה, ובית המשפט העליון התייחס אף אל אלה. על פי פרשת MFW, בעל מניות מיעוט, המתנגד לעסקת מיזוג, ומבקש להגיש תביעה נגזרת, נדרש לטעון טענות עובדתיות סבירות (reasonably conceivable set of facts) המצביעות על כך שאחד או יותר מהתנאים שפורטו דלעיל, לא התקיימו, וכי קמה לטובתו עילה טובה לניהול הליכי גילוי מסמכי חברה.¹⁶ אם לאחר הליכי הגילוי, העובדות ממשיכות להצביע על כך, כי מנגנון ההגנה הפרוצדוראלית הכפולה, לא נערך כראוי או לחילופין כי ניתנה הגנה פרוצדוראלית אחת מבין השניים, והחברה לא עמדה בתנאים שנקבעו בפרשת MFW, אזי בעת המשפט, יבחן בית המשפט את העסקה שלפניו, בסטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה. כדברי בית המשפט העליון בפרשת MFW:¹⁷

"A controller that employs and/or establishes only one of these dual procedural protections would continue to receive burden-shifting within the entire fairness standard of review framework. Stated differently, unless both procedural protections for the minority stockholders are established prior to trial, the ultimate judicial scrutiny of controller buyouts will continue to be the entire fairness standard of review."

16. על פי דיני החברות בדלוור, בעל מניות זכאי לקבל לידיו מסמכי חברה, במסגרת הליכי גילוי המתבצעים מכוח סעיף 220 לחוק החברות בדלוור, אם הוא מסוגל להראות "תכלית ראויה" (proper purpose) להליכים אלה, משום שגילוי מסמכי חברה לבעלי מניות מיעוט, אינו בבחינת זכות אוטומטית. הלכות שונות שניתנו זה מכבר בדלוור, קבעו כי רצונו של בעל מניות מיעוט, לברר את האפשרות להגיש תביעה נגזרת בשם החברה, נגד הדירקטורים בה, בגין הפרת חובות האמונים שלהם כלפיה, מהווה "תכלית ראויה" להליכי גילוי אלה.

17. ראו MFW בבית המשפט העליון, ה"ש 12 עמ' 19.

בעקבות שתי ההחלטות בעניין MFW (בבתי המשפט הצינסי ובחליון), שופטי בית המשפט בדלוור נדרשו ליישם ולהתאים את סטנדרט הבחינה שהחילו על המקרים שהגיעו לשיפוטם, בהתאם להלכה חדשה זו. לצורך המחשת העניין, נציג להלן מספר פסקי דין נבחרים.

ד. האם הסכם תפעול המסמך את הדירקטוריון לקבל החלטות בהצבעה של רוב הדירקטורים גם במקרה של עניין אישי, פוטר אותם מחובות האמונים? - פרשת ¹⁸Ross Holdings

בספטמבר 2014, בית המשפט הצינסי בדלוור, מפי השופט הנכבד נובל, נדרש לבחון את היענות החברה לדרישות המשקיע המוסדי שלה לפצל את נכסיה, על מנת שהמשקיע המוסדי יוכל לממש את החזקותיו מתוך נכסיה המניבים. העסקה הייתה עסקה של חברה שלבעל השליטה עניין אישי בה, ובדירקטוריון החברה מונו דירקטורים מטעם מחזיקי ניירות הערך של החברה.

המשקיע המוסדי של החברה ביקש לממש את החזקותיו בה, על ידי מכירת עיקר נכסיה אשר פותחו זה מכבר, ואשר כבר הניבו הכנסות עבודה. בהתאם לכך, החברה הציעה לבצע רה-ארגון לפיצול נכסיה לשתי קבוצות: הקבוצה הראשונה תכלול את קבוצת נכסי החברה המצויים בפיתוח, וזו תנוהל על ידי המנכ"ל, אשר היה עתיד לנהל את פיתוחם עד להפיכתם לנכס מניב; הקבוצה השנייה תכלול נכסים שכבר הניבו הכנסה לחברה ויועדו לצורכי פירעון ההלוואה שהעניק המשקיע המוסדי.

המשקיע ומנכ"ל החברה החלו לשאת ולתת על מנת להשלים את הליכי הרה-ארגון, תוך התייחסות מועטה, אם בכלל, לבעלי מניות המיעוט. במסגרת זו, זכה המשקיע למספר הטבות שהמחזיקים האחרים לא היו זכאים להן.¹⁹ כמו כן, לא הוקמה כל ועדה מיוחדת ובלתי תלויה מטעם הדירקטוריון, על מנת לשאת ולתת את תנאי ההתקשרות, תוך הקפדה על טובת החברה ועל טובת כלל מחזיקי ניירות הערך שלה.

במסגרת הרה-ארגון, ניתנה לבעלי מניות המיעוט האופציה להיפטר מהחזקותיהם (cashing out) במחיר מוזל, או להמיר את החזקותיהם למניות בחברה שבבעלותה הנכסים שעדיין אינם מניבי הכנסה, אף זאת במחיר מוזל.

¹⁸. Ross Holding and Management Company and others v. Advance Realty Group, LLC and others, Civil Action No. 4113-VCN, פורסם באתר GCL - Global Comparative Law (להלן: "פרשת Ross Holdings").

¹⁹. המשקיע המיר למניות החברה חלק מאיגרת החוב בה החזיק, ואשר הונפקה בזמנו כנגד ההלוואה שהעניק. לצורך הערכה של מספר המניות המגיעות למשקיע ממימוש איגרת החוב, ביצע המשקיע הערכה פנימית משלו, אשר בוצעה על ידי הכפלת מספר המניות אשר העריך כי היה עתיד לקבל בשווי החברה, אשר נקבע לאחר הערכת שווי פנימית שביצע המשקיע הוא עצמו. הערכת שווי זו נעדרה כל התייחסות לעסקאות דומות שנערכו בפועל בשוק, או לחילופין, תוך התייחסות לדרכי הערכות השווי המקובלות.

בעלי מניות המיעוט סירבו לתנאים אלה, ובחרו להמשיך ולהחזיק בהחזקותיהם בחברה. החברה ביצעה את הפיצול האמור במסגרת הרה-ארגון, ובסמוך לאחר מכן, בדומה לחברות נדל"ן רבות אחרות, נגרמו לה נזקים כבדים עקב משבר הסאב-פריים, והיחידות המוחזקות על ידי בעלי מניות המיעוט, הפכו לחסרות כל שווי.

בתביעתם, טענו מחזיקי המיעוט, כי דירקטוריון החברה הפר את חובות האמונים שלו כלפיהם, עת אישר את הרה-ארגון, וכי פעולה זו פגעה בשווי החזקותיהם. לעומת זאת, הנתבעים קראו תיגר על עצם תחולת דיני חובות האמונים עליהם, במקרה הספציפי. לעמדתם, המחזיקים מינו נציגים בדירקטוריון, ובמסגרת הסכם תפעול שנכרת ביניהם ובין החברה, הדירקטוריון הוסמך לקבל החלטות בהצבעה של רוב הדירקטורים, גם במקרה של עניין אישי של מי מהם.

בית המשפט דחה את ניסיון הדירקטורים הנתבעים לראות בהסכם התפעול כרישיון שהוענק לדירקטוריון לפטור עצמו מחובות האמונים הקיימות לו על פי דין. נפסק, כי גם על רקע הסכם התפעול, הדירקטוריון פועל כאמונאי, וכי במקרה דנן, חובות אלו כללו את חובות הנאמנות וחובות תום הלב (loyalty and good faith). תוך שהוא מפנה להלכת MFJ ולהמלצות הלכה זו, לפיה היה ניתן "לנקות" את ניגודי העניינים בהתקשרות זו באמצעות אחד או יותר ממנגנוני ההגנה על בעלי מניות המיעוט (קרי, באמצעות הקמתה של ועדה מיוחדת ובאמצעות קבלת החלטה של רוב מבעלי מניות המיעוט שאין להם עניין אישי בהתקשרות), פסק בית המשפט:²⁰

"... Defendants' argument that the operating agreement required that a conflicted Board make decisions..., does not mean that the agreement's signatories would understand that the Board was released from its usual fiduciary obligations. The fact that the Board was structured in such a way as to be conflicted does not evidence a clear intent to eliminate the duty of loyalty. Delaware law permits conflicted Boards to authorize independent parties to negotiate transactions with appropriate procedural protections, such as majority of the minority shareholder approval, and thereby potentially receive lessened judicial scrutiny."

לגופו של עניין נפסק, כי עלה בידי התובעים להציג בפני בית המשפט ראיות, אשר הצביעו על כך שהדירקטוריון פעל בחוסר נאמנות ובחוסר תום לב, ולא פעל בהגינות מלאה, עת הוציא אל הפועל רה-ארגון של החברה אשר לבעלת השליטה היה עניין אישי בו (self interested reorganization). עוד נפסק, כי לא

20. ראו פרשת Ross holdings, ה"ש 18 לעיל, עמ' 34 ו-35.

ננקטו צעדים כלשהם על ידי הדירקטוריון, אשר מצדיקים סטנדרט בחינה נמוך יותר של עסקת המיזוג על ידי בית המשפט, ובהיעדר צעדים כאמור, לא יידרש מהתובעים להוכיח את אי-הגינותו של הרה-ארגון, והנטל להוכיח, כי הפעולה הייתה הוגנת במלואה, יועבר לכתפי הנתבעים.

ה. **תחולת הלכת MFW על חברה פרטית - התניית עסקה עם בעל שליטה בהגנה הפרוצדורלית הכפולה לפי פרשת MFW, כמעניקה "חסינות" מפני התערבות בית המשפט, עד כדי דחיית התובענה כנגד המנהלים בשלב קדם-המשפט - פרשת Swomley²¹**

בית המשפט הצינשרי של דלוור קיבל בקשה לדחייה על הסף של תובענת בעלי מניות כנגד נושאי משרה בחברת מטרה, בגין הפרה לכאורה של חובותיהם כאמונאים בטענה, כי שירתו את רצון מייסדה ואחד מחברי קבוצת השליטה בה, תוך תמיכה בעסקת מיזוג עם החברה הרוכשת, שהייתה אף היא בשליטתו.

בהחלטתו, קבע בית המשפט, כי משבעלי המניות התובעים לא הוכיחו, כי ההגנה הפרוצדורלית הכפולה לא התקיימה, לפי תנאי הלכת MFW, חברי הנהלת חברת המטרה זכאים ליהנות מהגנת סטנדרט הבחינה לפי כלל שיקול הדעת העסקי, בגין מתן אישורם לעסקת המיזוג, ומשכך דין התובענה להידחות.

בעלי מניות המיעוט בחברה הפרטית SynQor ("חברת המטרה"), הגישו תובענה כנגד מייסדה והנהלתה, שהחזיקו בכ-46% ממניותיה, בגין הפרה לכאורית של חובותיהם כאמונאים.

טרם עסקת המיזוג, העבירו נושאי משרה בחברת המטרה את החזקותיהם ללא תמורה, לחברה הרוכשת, על מנת שזו תרכוש את חברת המטרה. לטענת התובעים, המייסד של חברת המטרה שכיהן גם כיו"ר הדירקטוריון והמנכ"ל בה, עמד משני צידי המתרחש של העסקה - הן כבעל שליטה בחברה הרוכשת והן כבעל שליטה בחברת המטרה.

טרם החתימה על עסקת המיזוג, מינתה הנהלתה של חברת המטרה ועדת ביקורת בת שני דירקטורים, שהייתה אמונה על ניהול משא המתן מול החברה הרוכשת. בתום המשא ומתן בין הצדדים, הגישה החברה הרוכשת הצעה משופרת שתמורתה הייתה גבוהה ב-22% מהצעתה המקורית.

21. GCL – Global Comparative Law פורסם באתר Swomley v. Schlecht, C.A. No. 9355-VCL (10.9.2014), (להלן: "פרשת Swomley").

בתביעתם, טענו בעלי המניות, כי חבריה של הנהלת חברת המטרה הפרו את חובותיהם כאמונאים בטענה, כי שירתו את רצון בעל השליטה בה עת אישרו את עסקת המיזוג, וכי הפרו את חובת הזהירות שלהם משהתרשלו בהערכתם את השווי האמיתי של החברה. בין היתר, נטען כי חבריה של ועדת הביקורת התרשלו בניהול המשא ומתן עם נציגי החברה הרוכשת, משהסתמכו על שיטות שגויות להערכת השווי של חברת המטרה, וכן כשוויתרו על תמורה עתידית מתביעות שהחברה הגישה כנגד צדדים שלישיים, שהיו אז תלויות ועומדות.

מנגד, טענה הנהלת החברה, כי גיבוש מתווה העסקה ענה על כל תנאי המבחן שנקבעו בהלכת MFW, וכי בעלי המניות לא הציגו ראיות לכאורה, לסתירת הנחה זו, ומשכך דין התביעה להידחות על הסף. כמו כן, נטען, כי טענותיהם של בעלי המניות נוגעות לשווי עסקת המיזוג, ולא להפרה של נושאי המשרה את חובותיהם כאמונאים, ולפיכך הסעד היחיד שעומד לבעלי המניות, הוא תביעת הערכת שווי מניותיה של חברת המטרה.

השאלה המשפטית שעמדה בפני בית המשפט בפרשה זו הייתה, האם תנאי המבחן שנקבעו בהלכת MFW, אשר מחילים את כלל שיקול הדעת העסקי על עסקת מיזוג של חברה ציבורית עם בעל שליטה, שהוכפפה מראש לאישור של גורמים ניטרליים, חלים גם כאשר חברת המטרה היא פרטית? שאלה זו נענתה בחיוב. נפסק, כי ככלל, הדין של מדינת דלוור אינו מבחין בין תחולתו על חברה שניירות הערך שלה נסחרים על ידי הציבור, ובין תחולתו על חברה פרטית. העובדה שחברה היא פרטית, אינה מונעת את יישום מבחן החסינות שנקבע בהלכת MFW, על עסקה עם בעל שליטה, אולם היא עשויה להוות שיקול אותו בית המשפט יבחן.

בתוך כך, פירש בית המשפט הצ'נסרי את יתרונותיה העיקריים של הלכת MFW, עת קבע, כי הכפפת עסקה עם בעל שליטה למתווה שנקבע בהלכת MFW, משפרת את סיכויי חסינות העסקה ודחיית התובענה כנגד המנהלים בשלב קדם-המשפט.²² נפסק, כי בחינת התקיימותם של תנאי מבחן החסינות שנקבע בהלכת MFW בשלב מוקדם זה וטרם תחילת הליכי ההוכחות, עולה בקנה אחד עם הצורך להבטיח ודאות עסקית שתאפשר לנתבעים לפעול לקידום עסקי החברה, ללא חשש שמילוי חובותיהם כאמונאים יוטל בספק. כך, מבחן החסינות לעסקה עם בעל שליטה שנקבע בהלכת MFW, יוצר הבחנה בין עילת תביעה, בגין הפרה לכאורית של נושאי משרה את חובותיהם כאמונאים (על ידי הטלת נטל ההוכחה על בעלי המניות להציג ראיות בשלב קדם-המשפט, שלפיהן תנאי העסקה - שהוכפפה לאישורים מראש של גורמים ניטרליים - היו כל כך קיצוניים עד שאדם הגיוני הפועל בתום לב לא היה מעלה על דעתו שתנאיה

22. ראו In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation, C.A. No. 613 (consol), opinion (Del. Ch. Jun. 6, 2005).

הוגנים למיעוט), ובין עילה משפטית שבסיסה בהערכת שווי העסקה באופן שגוי, ושהסעד היחיד בגינה הוא הגשת תביעה להערכת שווי מניות.²³

בית המשפט הציג רואה בהלכת MFW, טכניקה המקימה כמעט, חזקת תקינות של הליכים. וכלשונו:²⁴

"So the MFW standard was born with the goal of establishing a technique, a practice, a structure, where, at the pleading stage, defendants could show that they were not subject to a breach of fiduciary duty challenge."

בפרשת Swomley נפסק, כי מבחן החסינות לעסקה עם בעל שליטה שנקבע בהלכת MFW, מעניק את הגנת שיקול הדעת העסקי לדירקטורים שאישרו, בהתקיים התנאים הבאים: (א) בעל השליטה מתנה את השלמת העסקה באישור של ועדת ביקורת בלתי תלויה וכן באישור של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט שאינם בעלי עניין אישי; (ב) ועדת הביקורת מוסמכת לבחור את יועציה בעת בחינת ההצעה העסקית ולדחותה; (ג) הוועדה המיוחדת עמדה בחובת הזהירות; (ד) בעלי מניות המיעוט שאינם בעלי עניין אישי, קיבלו את מלוא המידע המהותי בקשר לתנאי העסקה; (ה) אישור העסקה לא נכפה על בעלי מניות המיעוט.

במקרה דנן, עסקת המיזוג הותנתה, הן באישור ועדת הביקורת והן בהצבעה של בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי, עוד בטרם החל המשא ומתן עם החברה הרוכשת. בפועל, בעלי המניות לא הציגו ראיות לסתור הנחה זו, ולא הוכיחו, כי חברי ועדת הביקורת היו נגועים בעניין אישי, על אף שמונו לדירקטוריון של חברת המטרה על ידי מייסדה, ותשלום עבור עבודתם במסגרת ועדת הביקורת, נקבע מראש ולא הותנה בהחלטתה בדבר קבלת ההצעה.²⁵

יתר על כן, בעלי המניות לא הציגו בתביעתם כל ראיה, שלפיה לא הוקנה לוועדת הביקורת שיקול דעת בלעדי ביחס לבחירת יועציה בקשר להצעה. במקרה זה, הוועדה היא זו ששכרה שירותי ייעוץ משפטיים ופיננסיים בקשר לבחינת ההצעה, וקבלת ההצעה הותנתה באישור של ועדת הביקורת. עוד נפסק, כי לא היה בהערכת השווי שהכינו יועציה הכלכליים של הוועדה, שהייתה מעט נמוכה, כדי להעיד על כך שחברי הוועדה היו נגועים בעניין אישי, ושניסו לקדם את ענייניו של מייסד החברה.

בית המשפט פסק, כי המבחן, האם מנהלים הפרו את חובת הזהירות, בוחן, האם פעולתם עולה כדי התרשלות רבת. הטענה, שלפיה חבריה של ועדת

23. ראו: William B. Weinberger v. UOP, Inc., No. 58, 1981, opinion (Del. Feb. 1, 1983), and Frieda H. Rabkin, et al. v. Philip A. Hunt Chemical Corp., et al., No. 232, 1984, opinion (Del. Sept. 23, 1985).

24. ראו פרשת Swomley, ה"ש 21 לעיל, עמ' 67.

25. ראו Senio Aronson, et al. v. Harry Lewis, No. 203, 1983, opinion (Del. Mar. 1, 1984).

הביקורת הפרו את חובת הזהירות, בכך שהתרשלו בניהול המשא ומתן ונענו לשווי הצעה שאינו משקף לדעתם, את השווי של חברת המטרה, אינה נתמכת בכל ראיה, שכן מאמצי הוועדה הובילו להגשת הצעה משופרת על ידי החברה הרוכשת. נפסק, כי ייתכן שבמקרה דנן, היה על ועדת הביקורת לבקש מיועציה לבחון שיטות הערכת שווי שונות מאלו שנבחרו, או לחלופין לדרוש תמורה נוספת ככל שתביעותיה של חברת המטרה, שהיו עומדות ותלויות בשעת ניהול המשא ומתן עם החברה הרוכשת, תתקבלנה. ואולם, בכל מקרה, אין בהנחות אלו כדי להצביע על התרשלות רבתי של חברי ועדת הביקורת.

זאת ועוד, חברת המטרה שלחה לבעלי המניות כתבי הצבעה הכוללים את כל המידע המהותי בדבר תנאי עסקת המיזוג. בכתבי ההצעה שנשלחו לבעלי מניותיה של חברת המטרה הוסבר, כי ההצעה שהגישה החברה הרוכשת אינה כוללת תמורה מותנית בקבלת התביעות שהגישה חברת המטרה. כמו כן, שיטות הערכת השווי שנקטו יועציה הפיננסיים של חברת המטרה, פורטו בהרחבה במסגרת כתבי ההצבעה. כלומר, בפרשה זו, בעלי המניות המצביעים עשו כן, על בסיס מידע מלא של תנאי ההתקשרות.

1. הקמתה של הוועדה המיוחדת להבטחת השמירה על קיום חובות האמונים של בעל שליטה כלפי בעלי מניות המיעוט בעסקה של חברה עם בעל השליטה בה - פרשת Cornerstone²⁶

בית המשפט הצ'נסרי של דלוור, מפי השופט הנכבד סמיואל גלאסקוק, נדרש לבחון את הגינותם של תנאי עסקת מיזוג של חברה עם בעל השליטה בה, שבמסגרתה רכש בעל השליטה את יתר מניות החברה הציבורית מציבור המשקיעים המהווים את קבוצת בעלי מניות המיעוט, בהליך going-private, בדומה לנסיבות פרשת MFV.

חברת Cornerstone Therapeutics Inc. נוסדה על ידי מר קרייג קולארד, ועד ליום המיזוג, ב-3 בפברואר 2014, כיהן קולארד כמנכ"ל החברה. במועד עסקת המיזוג, מנה דירקטוריון החברה תשעה חברי דירקטוריון, וביניהם גם קולארד.

במאי 2009, רכשה חברה איטלקית פרטית - Chiesi Farmaceutici S.p.A, את השליטה בחברה, במסגרת מספר עסקאות שנכרתו בינה, בין החברה ובין קולארד, בתמורה כוללת של כ-15.5 מיליון דולר במזומן, ובתמורה לרישיון שהעניקה בעלת השליטה החדשה לחברה למשך עשר שנים להפצת אחד ממוצריה ("הסכם רכישת השליטה"). במסגרת הסכם רכישת השליטה, כרתו

26. In Re Cornerstone Therapeutics Inc. Stockholder Litigation, Consolidated, Civil Action No. 8922- VCG (10.9.2014), פורסם באתר GCL – Global Comparative Law.

הצדדים הסכם ממשל תאגידי (Governance Agreement), אשר העניק לבעלת השליטה זכויות שליטה, אך גם הגביל אותה ברכישת מניות נוספות של החברה או בהעברת השליטה לצד שלישי.

בעלי מניות המיעוט טענו בתביעתם, כי הסכם רכישת השליטה העניק לבעלת השליטה זכות לרכוש שליטה שאינה עולה על 51% מהונה המונפק והנפרע של החברה, מהחברה, מבעלי מניות אחרים או בזירת המסחר שבה נמכרים ניירות הערך של החברה. ואולם, למרות ההגבלה המפורשת בהסכם רכישת השליטה, ביצעה בעלת השליטה מספר רכישות של מניות החברה כדלקמן: בדצמבר 2010, רכשה בעלת השליטה מניות ממחזיקים אשר נשלטו על ידי קולארד, רכישה אשר הציבה את בעלת השליטה כמחזיקה ב-55.51% מהונה המונפק של החברה. ברכישה נוספת שביצעה בעלת השליטה במרץ 2012, היא הגדילה את החזקותיה ליותר מ-60%. ביוני 2012, התקשרו החברה ובעלת השליטה בהסכם הלוואה משותף, אשר בעקבותיו בעלת השליטה הייתה זכאית להמיר חלק מהחוב במניות נוספות של החברה, ובכך להגדיל את החזקותיה בחברה ל-65.4% מהונה המונפק.

11. פעולות הדירקטוריון עקב הצעת בעל השליטה לבצע הליך going-private

בפברואר 2013, העבירה בעלת השליטה מכתב לדירקטוריון החברה ("כתב ההצעה"), ובו הציעה לרכוש את כל המניות המונפקות של החברה אשר לא הוחזקו על ידה, במחיר הנע בין 6.4 דולר ל-6.7 דולר למניה. בכתב ההצעה מסרה בעלת השליטה, כי הצעתה ניתנת לאחר שהיא בחנה את מצב החברה, לפי דיווחיה השוטפים לציבור ולאור היכרותה האישית עם השוק המדובר, וכי הצעתה מגלמת פרימיום אשר נע בין 20% ל-25% יותר משווי המניה, נכון ליום 15 בפברואר 2013, במועד סגירת המסחר במניה, במחיר של 5.35 דולר למניה. כתב ההצעה לא התנה את העסקה באישורו של רוב מבעלי מניות המיעוט של החברה.

באותה העת, מנה דירקטוריון החברה תשעה חברי דירקטוריון, אשר מתוכם שלושה הועסקו כעובדים בבעלת השליטה. בתגובה לכתב ההצעה, הקים הדירקטוריון ועדה מיוחדת שכללה חמישה דירקטורים. התובעים טענו, כי שניים מחברי הוועדה היו בבחינת דירקטורים תלויים, לנוכח מעורבותם בעבר בשנת 2009, בעסקה מסחרית של בעלת השליטה, מעורבות, כך לדברי התביעה, אשר הצביעה על כך, כי השניים אינם בגדר דירקטורים עצמאיים ובלתי תלויים. כנגד שני דירקטורים נוספים בוועדה, נטען כי גם הם היו תלויים, וזאת משום שנבחרו באופן אישי על ידי קולארד עצמו, אשר מכר את החזקותיו לבעלת השליטה במאי 2009 ובדצמבר 2010. לעמדת התביעה, הוועדה המיוחדת נטלה סמכויות לשם חזות בלבד, הואיל ובעלת השליטה הודיעה מראש, כי היא אינה מעוניינת לפגוע בשליטתה או לשקול אופציות ואסטרטגיות אחרות.

בית המשפט הכביר בפרטים הקשורים בפעילות הוועדה המיוחדת, במטרה לבחון את עצמאותה. נסכם ונאמר כי בספטמבר 2013, מחיר המניה נקבע בין הצדדים לסך של 9.50 דולר. בימים שלאחר מכן, הצדדים נשאו ונתנו את יתר תנאי ההתקשרות ביניהם, כאשר הסכם המיזוג אשר נכרת בסופו של דבר, התנה את עסקת המיזוג בהסכמת רוב מבעלי מניות המיעוט. הוועדה המיוחדת, כמו גם דירקטוריון החברה, אישרו פה אחד את עסקת המיזוג. בפברואר 2014, התכנסה אסיפת בעלי מניות מיוחדת, שבה אושרה עסקת המיזוג על ידי רוב מבעלי מניות המיעוט, אשר היו 80% מבעלי מניות המיעוט באותו המועד.

בעלי מניות המיעוט המתנגדים הגישו את תביעתם נגד עסקת המיזוג. מספר נתבעים, שהיו למעשה את קבוצת הדירקטורים שלגביהם לא היה חולק, כי היו עצמאיים ובלתי תלויים בבעלת השליטה, הגישו בקשות לדחיית התביעה כנגדם על הסף.

21. חובות האמונים של הדירקטוריון וחובות האמונים של בעל השליטה בעסקה של חברה עם בעל השליטה בה

במסגרת עסקת מיזוג זו, רכשה בעלת השליטה את מניות החברה המוחזקות על ידי בעלי מניות המיעוט. תנאי עסקת המיזוג גובשו על ידי ועדה מיוחדת שמונתה לשם כך, אשר המליצה לבעלי מניות המיעוט ולדירקטוריון לאשר את העסקה, אך תוקף העסקה לא הותנה באישור של רוב מבעלי מניות המיעוט.

נפסק, כי הואיל ובעלת השליטה עמדה משני צידי עסקת המיזוג, ונוכח הטענה, כי תנאי עסקת המיזוג לא היו הוגנים כלפי בעלי מניות המיעוט, עסקת המיזוג נתונה לסטנדרט בדיקה של בית המשפט לפי כלל ההגנות המלאה. על כן, יש לבחון את עסקת המיזוג בהקשר של התנהלות של בעלת השליטה ושל הדירקטורים הקשורים אליה.

בהתייחסו לחובות האמונים של הדירקטוריון, חזר בית המשפט על ההלכה העקרונית, לפיה אמונאים (מי שנושא בחובות האמונים) אשר ניצלו את התאגיד על מנת לייצר תועלת אישית, יראו בהם כחבים וכאחראים לנזקי החברה במקרה שהעסקה אינה הוגנת במלואה.

נפסק, כי בעבר, נאסר על דירקטורים להתקשר בעסקה עם החברה שבה הם כיהנו כדירקטורים. במאה ה-20, הוקל סטנדרט מחמיר זה, עת בתי המשפט בדלוור פסקו, כי עסקה מסוג זה אינה בטלה (void), כי אם ברת-ביטול (voidable), וכי במקרה שבו נטען כנגד עסקאות כאלו כי הן אינן הוגנות, הועבר נטל ההוכחה לכתפי האמונאי להראות, כי העסקה היא הוגנת במלואה, וכי שולמה בגינה תמורה הולמת.

סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה, יושם בדלוור החל משנות ה-20 של המאה הקודמת. סטנדרט זה מתבסס על ההנחה, כי בעת שבית המשפט בוחן את החלטת הדירקטור, הוא מיישם את כלל שיקול הדעת העסקי, אולם מרגע שמתברר, כי לדירקטור עניין אישי בהתקשרות, הנחה זו אינה יכולה לחול, ועל בית המשפט לבחון את ההחלטה האינטרסנטית באופן ההוגן ביותר עם בעלי המניות. אם העסקה אינה הוגנת, היא תבוטל, ולחלופין הנהנה מן העסקה שנעשתה בניגוד עניינים, יידרש לשלם לנפגעים את רווחיו מן העסקה.

במקרים מסויימים, המשפט המקובל מטיל חובות אמונים על בעל שליטה בחברה, ולא רק על הדירקטורים בה.²⁷ בפרשת **Allied Chemical & Dye Corp**²⁸ נפסק, כי עקרונות אלה של חובות האמונים, ייושמו גם בקשרים שבין בעלי המניות לבעלי השליטה בחברה, וכי כאשר במהלך העסקים של החברה, בעל שליטה אשר לו השליטה בזכות הצבעה בחברה, קושר קשר לאכוף את האינטרסים הפרטיים שלו על הכלל, אין כל היגיון שלא ליישם על בעל שליטה כזה את אותן חובות האמונים ביחס לכלל בעלי המניות בחברה. היעדר הכרה בחובות אמונים שחב בעל השליטה בחברה, יחשוף את בעלי מניות המיעוט לעשיית עושר ולא במשפט ולתרמיות רבות. יכולתו של בעל השליטה בחברה לקבוע ולהכתיב את המדיניות בה, מכונה פעמים רבות כשליטה על "המנגנון התאגידי" (control over the "corporate machinery"). משמעות הדבר כפולה: (א) בעלי השליטה יכולים לכפות על החברה עסקאות בהצבעה של בעל השליטה; (ב) בעלי השליטה יכולים לכפות את הרכב הדירקטוריון. לפיכך, בעלי השליטה נושאים בחובות אמונים כלפי בעלי מניות המיעוט, כאשר הם מיישמים את זכויות השליטה שלהם. חובות האמונים של בעל השליטה כאשר הוא עומד משני צידי המתרחס בעסקה, קרי כאשר יש לו עניין אישי בהתקשרות, הן לוודא, כי העסקה המתקבלת הינה עסקה הוגנת במלואה.

31. נטלי ההוכחה במסגרת סטנדרט הבחינה של בית המשפט ויישום עקרונות פרשת MFW

הדרישה להגינות מלאה של עסקה שלבעל השליטה עניין אישי בה, מבקשת ליצור איזון בין האינטרסים המוגדרים כאינטרסים של בעלי מניות המיעוט לקבל את הסכום הגבוה ביותר הניתן עבור מניותיהם, ובין האינטרסים המוגדרים כזכות של בעל השליטה ליהנות מזכות שליטתו.

במצב דברים רגיל, הנטל להוכיח שהעסקה היא הוגנת, מוטל על בעל השליטה הנמצא בניגוד עניינים אישי. אלא שהחל משנות ה-70 וה-80, בתי המשפט בדלוור שקלו להעביר לתובעים את הנטל להוכיח, כי העסקה

²⁷ ראו *Allied Chemical & Dye Corp. v. Tube Co. of America*, 120 A. 486 (Del. Ch, 1923).

²⁸ שם.

אינה הוגנת במלואה, ובכך להמיר את סטנדרט הבחינה של בית המשפט מדרגה מחמירה על פי כלל ההגינות המלאה, לדרגה מתונה על פי כלל שיקול הדעת העסקי.

העברת נטל ההוכחה לכתפי התביעה, מתבצעת כאשר מי שנשא ונתן את תנאיה הייתה ועדה מיוחדת של אותם דירקטורים עצמאיים ובלתי תלויים, כל עוד בעלי המניות לא כפו את רצונותיהם על תנאי ההתקשרות, ומקום שהוועדה המיוחדת הייתה בעלת כוח מקח אמיני לשאת ולתת את התנאים המיטיבים ביותר לחברה ולבעלי מניותיה.

בית המשפט בפרשה זו ציין, כי להעברת נטל ההוכחה לכתפי התובעים ולבחינת העסקאות על פי כלל שיקול הדעת העסקי, הייתה התנגדות, ולמשך תקופה מסויימת, שופטי בתי המשפט בדלור היו חלוקים בעמדותיהם, מהו הכלל ומהו החריג - האם כלל שיקול הדעת העסקי, או שמא כלל ההגינות המלאה? הדיון הסתיים עם פסיקת הלכת MFW, בה נקבע, כי כאשר עסקה של חברה עם בעל השליטה בה בוצעה באמצעות ועדה מיוחדת שהוסמכה לנהל משא ומתן; כלל המכהנים בה היו עצמאיים ובלתי תלויים; העסקה אושרה על ידי רוב מבעלי מניות המיעוט בחברה; וההצבעה נעשתה על בסיס אינפורמטיבי - אזי עסקה כזו נהנית מסטנדרט הבחינה על פי כלל שיקול הדעת העסקי. על פי פרשת Cornerstone, עסקה העומדת בתנאים כקבוע בהלכת MFW, הופכת להיות עסקה נטולת עניין אישי, המתקיימת בתנאי שוק עם צד שלישי (at arm's length). כמו כן, ניתן לראות עסקה העונה על הדרישות הללו, גם כעסקה שבה בעל השליטה נוטרל משליטתו האישית ומשליטתו על המנגנון התאגידי. במצב דברים כזה, לפחות ככל שמתייחסים לעסקה עצמה, אזי רואים בבעל השליטה, כמי שאיננו עוד בעל חובות אמונים כלפי בעלי מניות המיעוט ככאלה, ולפיכך יישום סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה, אינו רלוונטי יותר. בהיעדר שליטה של בעל השליטה, הוא רשאי לדאוג לאינטרסים הצרים שלו בלבד.

בפרשת Cornerstone נפסק, כי כאשר בעל שליטה עומד משני צידי המתרס של עסקה של החברה שבה הוא שולט, העסקה חשופה להתערבות של בית המשפט, אלא אם כן היא הוגנת במלואה, או לחילופין, כי יושמו מנגנוני הגנה אשר הפכו את העסקה, לעסקה המשולה לעסקת מיזוג עם צד שלישי (at arms length).²⁹

29. בפרשת Cornerstone (ראו ה"ש 26 לעיל), עלתה שאלה חשובה נוספת בהקשרם של אותם דירקטורים שבפועל, לא היה חולק לגביהם, כי היו עצמאיים ובלתי תלויים. על החלטה זו הוגש ערעור לבית המשפט העליון בדלור. את פסק הדין בערעור נתן השופט **ליאו סטריין**, ביום 14.5.2015, ביושבו כנשיא בית המשפט העליון. כזכור, השופט **סטריין** היה מי שנתן את פסק הדין MFW בבית המשפט הצינסי בדלור, בכהונתו כנשיא הצינסי. פסק הדין של העליון בדלור בעניין IN RE CORNERSTONE (14.5.2015) (No. 564, 2014), THERAPEUTICS INC, STOCKHOLDER LITIGATION, פורסם באתר GCL - Global Comparative Law.

2. **האם הלכת MFW מוגבלת לסוג אחד בלבד של ניגוד עניינים בין בעל השליטה ובין החברה (עסקת going-private שבה ניצב בעל השליטה משני צידי המתרחס), או שמא ניתן להחיל את ההלכה גם על אירועים המתאפיינים ב"תחרות" בין בעל השליטה ובין בעלי מניות המיעוט (כשבעל השליטה עתיד לקבל תמורה עודפת)? - פרשת ³⁰Crimson Exploration**

פרשה זו מובאת במאמר זה, כדוגמה אולי לקושי הרב בבית המשפט הצינזי בדלוור, להפסיק את הנוהג ששרר עובר להלכת MFW, להחיל חדשות לבקרים, את סטנדרט הבחינה המחמיר של בית המשפט. באוקטובר 2014, לאחר ששני פסקי הדין בעניין MFW ניתנו זה מכבר, ניתן פסק דין אשר ביקש לבצע אבחנה בין סוגי האירועים שבהם בעל השליטה נמצא בניגוד עניינים, ודרך אבחנה זו (שנראית על פניה מאולצת למדי), ביקש להחיל את סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה.

בפרשה זו, טענו התובעים כנגד עסקת מיזוג שזה מכבר הושלמה, מסוג מניה-תמורת-מניה (stock-to-stock merger) בין חברת, Crimson Exploration Inc. (החברה) ובין Contango Oil & Gas Co. (קונטנגו - הרוכשת). טענות התביעה כללו טענות בדבר הליך לא הוגן, מחיר לא הוגן ואי-גילוי נאות לא הוגן. בתביעה אף נטען, כי קבוצת הנתבעים הקשורים זה בזה, וביניהם Oak Tree Capital Management, L.P. (אוק השקעות), היוותה, הלכה למעשה, קבוצת שליטה בחברה, שחבריה הפרו את חובות האמונים שלהם, בכך שמכרו את החברה במחיר נמוך מערכה בשוק מתוך מניעים אישיים. לאור כל זאת, ביקשו התובעים מבית המשפט, כי יבחן את עסקת המיזוג על פי סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה.

על פי תנאי עסקת המיזוג, רכשה קונטנגו את החברה, כאשר כל מניה של החברה ניתנה בתמורה ל-0.08288 מניות קונטנגו. יחס חליפין זה שיקף מחיר של כ-3.19 דולר למניה, מחיר אשר כולל 7.7% פרמיה המתבססת על מחיר המכירה של הרוכשת ושל החברה נכון ליום 29 באפריל 2013. לאחר המיזוג, החזיקו בעלי המניות של החברה שיעור של כ-20.3% מהונה של חברת המטרה המשולבת. העסקה המוגמרת דרשה את אישורם של בעלי המניות, הן של החברה והן של הרוכשת.

בית המשפט נדרש לדון בבקשת הנתבעים לדחות את התביעה על הסף. במסגרת זו, התעוררה מחלוקת בין הצדדים בשאלת סטנדרט הבחינה שעל בית המשפט

30. (24.10.2014) In Re: Crimson Exploration Inc. Stockholders Litigation, Civil Action No. 8541-VCP, פורסם באתר GCL – Global Comparative Law.

להחיל על עסקת המיזוג נשוא התביעה - האם הוא יחול על פי כלל שיקול הדעת העסקי, או שמא על פי כלל ההגינות המלאה?

נפסק, כי על פי כלל שיקול הדעת העסקי, ענייניה העסקיים של החברה מנוהלים על ידי הדירקטוריון. עוד נפסק, כי על פי כלל שיקול הדעת העסקי, סטנדרט הבחינה על ידי בית המשפט, יהיה סטנדרט בחינה זהיר, ובית המשפט ימנע מלהעמיד את עצמו בנעלי הדירקטוריון ולהתערב בשיקול דעתו. כלל זה מניח, כי כאשר דירקטור מקבל החלטה שהיא עצמאית, בלתי תלויה ולטובת החברה, החברה לא תישא באחריות בגין הפסד תאגידי, אלא אם כן העובדות מצביעות על כך, שאף אדם בר-דעת הפועל בתום לב ולטובת החברה, לא היה מאשר עסקה בתנאים אלה.

כלל שיקול הדעת העסקי מניח חזקה בעלת עוצמה לטובת פעולות שביצעו הדירקטורים, כל עוד הן בוצעו כאשר הדירקטורים מילאו את חובות האמונים שלהם כלפי החברה וקיבלו החלטה על בסיס מושכל. במקרים אלה, בית המשפט לא ייטה להפוך את החלטת הדירקטוריון, אלא יבחן את הליך קבלת ההחלטות או האישורים על ידי הדירקטוריון, ואם ההליך אכן סביר, הוא יכבד את החלטות הדירקטוריון.

פרקטית, משמעותו של כלל שיקול הדעת העסקי היא, כי מתדיינים בבית משפט המבקשים להעלות טענות כנגד הדירקטוריון, יוצאים למאבק ממורד החר. לפי סטנדרט הבחינה של בית המשפט, בית המשפט יידרש לבחון את הליכי קבלת ההחלטות, קרי, האם ההחלטה התקבלה ברוב של דירקטורים אשר אין להם עניין אישי העסקה, האם היו עצמאיים ובלתי תלויים בבעל שליטה כזה או אחר וכיוצא ב. ואולם, אם התובע אשר טוען כנגד החלטת הדירקטוריון, מצליח לסתור את החזקה, שהיא לב ליבו של כלל שיקול הדעת העסקי, אזי נטל ההוכחה להראות שההחלטה הייתה הוגנת במלואה, עובר לכתפי החברה או לכתפי הדירקטורים הנתבעים.

1. המבחן הכפול של סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה

בית המשפט בפרשת *Crimson* ציין, כי כלל ההגינות המלאה הוא סטנדרט הבחינה המחמיר ביותר בבית המשפט בדלור, והוא כולל בחינה כפולה של שני פרמטרים הקשורים זה בזה: הראשון - התנהלות הוגנת (fair dealing); והשני - מחיר הוגן (fair price). בעוד שמדובר בשני פרמטרים, בית המשפט אינו בוחן אותם בנפרד, אלא התפיסה היא, שיש באחד כדי להשפיע על השני. בית המשפט בוחן את העסקה בכללותה, על מנת לקבוע את הגינותה. נפסק, כי כלל ההגינות המלאה מיושם, עת התובע מצליח לסתור את חזקת שיקול הדעת העסקי. זאת ועוד, מוסיף בית המשפט, כי מספר פעולות של בעלי השליטה בחברה, יהוו אף הן טריגר להחלת סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה.

נבקש לציין, כי קביעה אחרונה זו של בית המשפט הצינסי בפרשה זו, היא תמוהה, ויש בה כדי להיאחז, לעמדתנו, בתפיסות המיושנות, לפיהן כאקסיומה, פעולות או עסקאות מסוג מסויים ייבחנו אוטומטית על פי סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה, בשעה שדומה, כי הלכת MFW ביקשה לאפשר לחברה ולבעל השליטה בה בעסקאות ביניהם, לנקוט אמצעים שיאפשרו להם ליהנות מסטנדרט בחינה מחמיר פחות.

21. אלו עסקאות עם בעל שליטה יבאו ליישום סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה?

הניתוח של בית המשפט מתחיל באופן מדויק למדי. לעמדת בית המשפט בפרשת **Crimson**, סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה, אינו מיושם אך ורק משום שקיים לחברה בעל שליטה. בית המשפט מתאר את השתלשלות ההיסטורית עד להחלטה שניתנה בפרשת **MFW**. בשלב זה, בית המשפט מבצע אבחנה בין שני מקרים: (א) עסקאות שבהן בעל השליטה ניצב משני צידי המתנס לעסקה; (ב) עסקאות שבהן בעל השליטה מתחרה עם יתר בעלי המניות על התמורה שעתידה להתקבל מהעסקה.

לגבי המקרה הראשון - ציין בית המשפט בפרשת **Crimson** את השינויים ואת התמורות שהביאה הלכת **MFW**, והוסיף כי בעל שליטה בחברה אשר רוכש שליטה מלאה (controlling stockholder buyout), יכול ליהנות מסטנדרט הבחינה לפי כלל שיקול הדעת העסקי, ובתנאי שיעמוד במספר תנאים פרוצדורליים.

לגבי המקרה השני - לפי פרשת **Crimson**, יחול סטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה. לעמדת בית המשפט אשר סקר פסיקה ישנה ורבה, הצורך בסטנדרט הבחינה לפי כלל ההגינות המלאה במקרה כזה, נובע משום שמתקיימת ההנחה, כי בעל השליטה מתחרה עם בעלי מניות המיעוט על נתח גדול יותר מהתמורה שמשלם הרוכש. בית המשפט ציין, כי בתי המשפט בדלוור מכירים בשלושה מקרים, שבהם יראו בבעל השליטה כמתחרה עם בעלי מניות המיעוט על התמורה: (א) בעל השליטה מקבל תמורה נבדלת (disparate consideration) המאושרת על ידי הדירקטוריון; (ב) בעל השליטה מקבל החזקה מתמשכת בחברת המטרה, כאשר מנגד, בעלי מניות המיעוט מפסידים את מעמדם זה (cashout); (ג) בעל השליטה מקבל הטבה מיוחדת, למרות החלוקה השוויונית של התמורה לכלל המחזיקים, פרו-רטה לשיעור החזקותיהם. החלטה זו היא בעייתית מבחינות רבות, וקשה לראות בה, יישום של ההלכה החדשה. בית המשפט בפרשת **Crimson** כלל לא בחן, האם מנגנון ההגנה הפרוצדורלית הכפולה עשוי "לנטרל" את השפעת שליטתו של בעל השליטה גם על המקרה השני. על פניו, נראה כי מדובר באבחנה מלאכותית, שאינה נחוצה.

לעמדתנו, ניתן לחלץ מהלכת MFW לפחות שתי מטרות ברורות: (א) לשאוף להחזיר את המושכות לידי החברה ולידי בעל השליטה בה ולאפשר להם לבחור מסלול שיעניק הגנה ראויה לבעלי מניות המיעוט מחד, ולהמעיט מהתערבותו של בית המשפט מאידך; (ב) לקבוע כשאלה של מדיניות שיפוטית, הגבלות על בית המשפט מפני התערבות עודפת בחייה המסחריים של חברה. בהינתן, כי הנחות אלו הינן נכונות, אין כל היגיון לבצע את האבחנה המלאכותית שביצע בית המשפט הצינרי בפרשת *Crimson*.

ח. **האם הלכת MFW חלה רק על ועדות מיוחדות לענייני מיזוגים, או שמא היא חלה גם על ועדה מיוחדת המתמנה לבחינת האפשרות להגיש תביעה בשם החברה (ועדת תביעות Demand-Committee) - פרשת *Arthur v. Belendiuk*³¹**

1. מאפייניה המיוחדים של ועדת התביעות הבלתי תלויה

ועדת התביעות הבלתי תלויה מכונה לעיתים Special Litigation Committee (SLC). עם זאת, בארצות-הברית במרבית המקרים, ניתן למצוא התייחסות אל ועדת התביעות הבלתי תלויה, גם כאל "ועדת דרישה" (Demand committee). הסיבה לכך היא, שבדרך כלל, המניע העיקרי להקמתה הוא דרישתו של בעל מניות המופנית כלפי דירקטוריון החברה, לבחון ברצינות את האפשרות להגיש תביעה בשם החברה ולממש את זכויותיה על פי דין, בערכאות בתי המשפט, בטרם בעל המניות יממש זכות זו בשם החברה במסגרת תובענה נגזרת.

הצבת דרישה על ידי בעל המניות כלפי הדירקטוריון, הולידה את שמה ואת תכליתה של אותה "ועדת תביעות", כפי שהיא ידועה בארץ, משום שבדרך כלל, תפקידה של ועדת התביעות הינו לבחון, האם יש ממש בדרישתו של בעל המניות, כי החברה תממש את זכויותיה על פי דין בערכאות בתי המשפט. כלומר, ועדת התביעות מוקמת על מנת לבחון את

31. *Arthur V. Belendiuk derivatively on behalf of Verizon Communications Inc. and Cellco Partnership d/b/a Verizon Wireless v. Richard L. Carrion and others*, Civil Action No. 9026-ML (22.7.2014), פורסם באתר GCL – Global Comparative Law (להלן: "פרשת Belendiuk").

דרישת התובע להגיש תביעה בשם החברה, ועל כן רואים בה כ"ועדת דרישה" (Demand Committee).

ח2. ועדת התביעות או ועדת הדרישה בדלוור

בתביעה נגזרת כפולה זו, טען בעל המניות של חברת Verizon Communications, Inc. (החברה), כי דירקטוריון וריזון וכן חברה-בת הנשלטת על ידי וריזון, דחו שלא כדין את דרישתו, כי הדירקטוריון ינקוט מספר פעולות על מנת לתקן הפרות של חובות האמונים, אשר בוצעו על ידי מספר דירקטורים ונושאי משרה בוריזון ובחברה-הבת. לטענת התובע, הפעולות שבוצעו שלא כדין, גרמו לחברה-הבת לשלם קנס משמעותי לרשויות המס, ואף חשפו אותה לעיצומים נוספים, לרבות אובדן רישיון.

התובע, מר ארתור בלנדיוק, הינו בעל מניות בחברת וריזון. בעת שהגיש את תביעתו, בעלת מניות נוספת - Cellco Partnership d/b/a/ Verizon Wireless, הייתה למעשה, חברה-בת בשליטת וריזון (החברה-הבת). יתר הנתבעים הינם דירקטורים ודירקטורים לשעבר בוריזון ובחברה-הבת.

התביעה כנגד הדירקטורים, הוגשה בטענה לנתונים שגויים שנכפו על חלק מלקוחות החברה על ידי הדירקטורים. על פי מספר הודעות עיתונות, במהלך שנת 2009, גבתה החברה-הבת באופן אוטומטי מלקוחות של טלפונים סלולריים, תעריפים גבוהים בעד שימוש באינטרנט, מקום ששימוש כאמור, לא נעשה. בגין פרסומים אלה, פתחו רשויות הפיקוח בחקירה על פעילותה של החברה-הבת. במועד סמוך לכך, הודיעה החברה-הבת לציבור, כי חקירה פנימית שערכה הביאה לגילוי, כי אכן בוצעה גבייה ביתר לגבי 15 מיליון לקוחות, ולפיכך היא נאותה להשיב את הגבייה ביתר שעשתה בסך כולל של 52.8 מיליון דולר, ואף לאמץ נהלים פנימיים משופרים על מנת להימנע מאירוע דומה בעתיד. כמו כן, החברה-הבת שילמה, לפנים משורת הדין וכמחווה וולונטרי של רצון טוב, סך של 25 מיליון דולר לאוצר ארצות-הברית. בתמורה לכך, הרשות (FCC) התחייבה שלא לנקוט הליכים על פי העובדות שנתגלו לה במסגרת החקירה שערכה.

לטענת התובע, אילו החברה-הבת הייתה פועלת בשקדנות ובשקיפות (diligently and openly) לגבי הגבייה ביתר שבוצעה, הקנס בסך של 25 מיליון דולר היה נמנע. התובע אף טען, כי החברה-הבת הציגה מצגים כוזבים, אשר בגינם היא הייתה חשופה להליכים נוספים של הרשות הרגולטורית, לרבות שלילת רישיונה לפעול בשוק הטלפונים הסלולריים.

בזמן שחקירותיה של הרשות הרגולטורית היו תלויות ועומדות, הוגשה שרשרת של תביעות ייצוגיות בשם לקוחותיה של החברה-הבת. תביעות אלו הסתיימו בהסכמי פשרה.

לצורך הגשת תביעתו, הגיש התובע דרישה לחברה-הבת לקבלת המסמכים והמסקנות אשר נתקבלו במסגרת חקירותיה של הרשות הרגולטורית.

לאור דרישות התובע וטענותיו, הקימה החברה-הבת ועדה מיוחדת של הדירקטוריון (ועדת תביעות - Demand Committee), אשר בה ישבו שלושה דירקטורים עצמאיים ובלתי תלויים, ובחנה את טענות התובע כנגד הדירקטורים הנתבעים וכנגד התנהלותה של החברה-הבת. מסקנות הוועדה המיוחדת, אשר התקבלו לאחר קבלת חוות דעת משפטית מקצועית ובחינת כלל הנתונים שהובאו בפניה היו, כי לתובע לא הייתה עילה כדין להגיש תביעה, וכי התנהלותה של החברה-הבת לאחר גילוי הגבייה ביתר, הייתה התנהלות ראויה וכדין. מסקנות אלו הובאו במלואן בפני התובע ואף בפני יתר הדירקטורים בחברה-הבת.

התובע טען, כי בפועל, ועדת התביעות שלטה על תוצאות חוות הדעת אשר הוכנה לדירקטוריון. עוד נטען, כי בהכינו את חוות הדעת, עורך הדין הסתמך על ניירות שאינם קשורים לעניין, וכי למעשה, לא הייתה התייחסות בחוות הדעת לשאלות הרלוונטיות שהוא העלה בפני הדירקטוריון, אשר הינן: (א) האם החברה-הבת שילמה ביתר את כלל הסכומים שהיא חבה ללקוחותיה עקב הגבייה ביתר?; (ב) האם החברה-הבת הציגה מצגים כוזבים לרשות הרגולטורית (ה-FCC)?; (ג) אלו פעולות או העדר פעולות, הובילו את הרשות הרגולטורית להסכים לתשלומם (או לדרוש את תשלומם) של 25 מיליון דולר כ"תרומה וולונטרית"? לבסוף, טען התובע, כי החברה-הבת, הדירקטורים שלה וכן וריזון פעלו בחוסר תום לב והסתמכו על חוות דעת של עורך דין, אשר נמסרה בעל-פה ולא ניתנה בכתב.

כנגד טענות התובע והתביעה שהגיש, טענו הנתבעים, כי: (א) התובע אינו התובע הנגזר הראוי; (ב) התובע לא העלה את טענותיו כראוי, באופן אשר מקים לו עילת תביעה; (ג) התובע לא טען, כי פנייה מוקדמת לדירקטוריון החברה הינה פנייה בלתי יעילה (futile).

התכלית שבפנייה המוקדמת לדירקטוריון על ידי התובע הנגזר

על פי כלל 23.1 לכללי בית המשפט הצינסי בדלוור, בעל מניות המבקש להגיש תביעה נגזרת בשם חברה, מחוייב לטעון באופן פרטני את אחת מהשתיים מהטענות הבאות: (א) המאמצים שביצע התובע אל מול הדירקטוריון, על מנת להביא את הדירקטוריון לנקוט הליכים בשם החברה, וכן הסיבות מדוע התובע לא הצליח להביא את הדירקטוריון לפעול כאמור; (ב) הסיבות שבעטיין יהיה זה בלתי יעיל לפנות מלכתחילה, לדירקטוריון בדרישה, כי יבצע פעולות בשם החברה.

כאשר התובע אינו טוען כראוי, באופן פרטני, כי דרישתו נדחתה על ידי הדירקטוריון, באופן שאינו תואם את הדין, או כי פנייה מוקדמת

לדירקטוריון הינה בלתי יעילה, התביעה הנגזרת תידחה על הסף. הדרישה לפנייה מוקדמת לדירקטוריון על ידי התובע הנגזר, קשורה לעיקרון-העל בדיני החברות בדלור, על פיו ענייני החברה ועסקיה מנוהלים כולם על ידי הדירקטוריון בלבד.

חובת הפנייה המוקדמת קשורה בטבורה לנושא כלל שיקול הדעת העסקי ולשאלת יישומו על המקרה הנבחן,³² משום ששיקול דעתו העסקי של הדירקטוריון אינו מתפרש אך ורק להחלטות עסקיות סטנדרטיות, אלא גם מצוי בשאלת קבלת או דחיית דרישתו של בעל המניות. דרישת הפנייה המוקדמת של התובע הנגזר, משמשת גם כהודעה לדירקטוריון, המאפשרת לו לבחון את מכלול העובדות ולקבוע, על פי שיקול דעתו העסקי, האם על החברה לנקוט הליכים משפטיים.³³ ברוב המקרים איפוא, זהו הדירקטוריון אשר מוסמך לקבוע, האם להגיש תביעה בשם החברה.

פעולותיה של ועדת התביעות (Demand Committee)

ועדת התביעות שכרה את שירותיה של פירמת עורכי דין חיצונית לחברה (היועץ המשפטי), אשר ערכה חקירה משפטית מקיפה באשר לדרישותיו של בעל המניות ולטענותיו. היועץ המשפטי חקר ובחן את כלל המסמכים שהוחלפו בין החברה ובין ה-FCC, לרבות המסמכים שנכללו בתביעה הייצוגית שהוגשה נגד החברה, ואף מסמכים רבים שהוחלפו בין החברה ובין הלקוחות המתלוננים. כמו כן, היועץ המשפטי ערך חקירות טלפוניות ואישיות של עובדים בחברה, אשר היו מעורבים בקבלת התלונות מצד לקוחות החברה. במקרים רבים, היועץ המשפטי שב לוועדת התביעות ודרש מסמכים נוספים מעובדי החברה ואף מהיועץ המשפטי הפנימי, ואת כולם הוא קיבל. לאורך כל התהליך, קיבלה ועדת התביעות עדכונים שוטפים, ואף סיפקה הוראות להמשך החקירה, לרבות במהלך פגישות טלפוניות שערכה. במהלך הפגישות הטלפוניות כללו, כאמור, עדכן היועץ המשפטי את ועדת התביעות וקיבל הנחיות באשר להמשך חקירתו.

מסקנותיה של ועדת התביעות היו, כי לא היה בכוונתה להמליץ לדירקטוריון לפעול לקבלת אישורי "גרירת מועדים" להגשת תביעה בשם החברה-האם, בהקשר לנושאים נשוא דרישתו של בעל המניות.

יום לפני מסירת המלצתה, התכנסה ועדת התביעות לישיבה שארכה כשעתיים. ביום שלמחרת, התייצבה ועדת התביעות בפני דירקטוריון החברה ומסרה את עמדתה, לפיה לחברה-האם אין עילות תביעה

.32. Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984). פורסם באתר GCL – Global Comparative law.
 .33. Schick, Inc. v. Amalgamated Clothing & Textile Workers Union, 533 A.2d 1235, 1240 (Del. Ch. 1987).

ברות-קיימא כלפי החברה-הבת, והמליצה לדירקטוריון, שלא לנקוט הליכים משפטיים נוספים. עוד מסרה הוועדה, כי ההסדרים אליהם הגיעה החברה-האם, היו סבירים בנסיבות.

הדירקטוריון קיבל את המלצתה של ועדת התביעות במלואה, ודחה את דרישתו של בעל המניות.

מה בודק בית המשפט?

כאשר דירקטוריון מסרב להגיש תביעה בשם חברה, יבחן בית המשפט אך ורק את השאלה, האם הדירקטוריון ביצע חקירה סבירה ובתום לב (reasonableness and good faith). בעת קבלת פנייה מבעל מניות, על הדירקטוריון לקבוע את הדרך הטובה ביותר עבורו לחקור את התלונה. קביעה זו של הדירקטוריון צריכה לקחת בחשבון שיקולים פיננסיים עבור החברה, כמו גם שיקולים משפטיים. כל חקירה עובדתית שהדירקטוריון מחליט לערוך, חייבת להתבצע בתום לב. לדירקטוריון הסמכות לקבוע, מהי דרך הפעולה המתאימה - האם לנקוט פעולות לתיקון המצב שבגינו הוגשה דרישתו של בעל המניות, או שמא להגיש תביעה בשם החברה.

אם דירקטוריון מסרב לפנייתו של בעל מניות, אזי קמה לבעל המניות הזכות להגיש תביעה נגזרת בשם החברה, אולם זאת אך ורק במקרה שבו בעל המניות מסוגל לטעון על בסיס עובדתי מספק (sufficient facts), ובכך להעלות ספק סביר באשר לסבירות פעולותיהם של הדירקטורים ותום ליבם.

במקרה דנן, התובע כשל בכך שטען, כי הדירקטוריון סירב לפנייתו. הדירקטוריון ביצע אינספור פעולות על מנת לבדוק את טענותיו, לרבות הקמתה של הוועדה המיוחדת, אשר היא מצידה, שכרה את שירותיהם של אנשי מקצוע על מנת לברר את טענות התובע.

זאת ועוד, התובע אף לא טען, כי פנייה מוקדמת לדירקטוריון במקרה דנן, היא בלתי יעילה (futile), ועל כן ממילא לא נפתחה בפני התובע האפשרות לעקוף את הליכי בחינת תלונתו על ידי הדירקטוריון. נפסק, כי עקרונית, על מנת לטעון, כי פנייה מוקדמת כאמור, היא בלתי יעילה, על התובע לטעון שתי חלופות המצביעות על ספק סביר, כי: (א) הדירקטורים הם נטולי עניין אישי והינם עצמאיים; (ב) העסקה נשוא התלונה, לא היוותה פעולה עסקית של הדירקטוריון.

לאור כל האמור לעיל, פסק בית המשפט, כי התובע לא עמד בדרישות כלל 23.1 לכללי בית המשפט הצינסי, הן ברמת החברה והן ברמת החברה-האם, ולפיכך התביעה הנגזרת הכפולה נדחת מחמת היעדר עילה.

ט. מעמדה של הוועדה המיוחדת בדירקטוריון בישראל - גישה חדשה בפרשת בנק לאומי³⁴

בישראל ניתנו מספר פסיקות שהתמקדו דווקא, בשאלת כלל שיקול הדעת העסקי, כסטנדרט בחינה מועדף על ידי בית המשפט, אך לא בהכרח בתפקידה של הוועדה המיוחדת במערך זה, כפי שנעשה בפרשת MFW. השינוי הגיע, בין היתר, עם מתן פסק הדין שניתן בעניין פרשת **בנק לאומי**. למען הסדר הטוב, נביא בקצרה את עיקרי הדברים של הפרשה.

בנק לאומי לישראל בע"מ הגיש בקשה לבית המשפט לעכב הליכים משפטיים שנפתחו כנגדו, כיוון שרצה להקים ועדת תביעות בלתי תלויה שתבחן הגשת תביעה על ידי הבנק עצמו, בעילות התביעה נשוא התביעות שאת הליכיהן ביקש להקפיא.

ההליכים המשפטיים שהיו תלויים ועומדים בבית המשפט, הוגשו בגין מעשים ומחדלים של נושאי משרה בכירים בבנק (כך על פי פסק הדין), אשר הסבו לבנק, כך נטען, נזקים כספיים בסכומים העולים כדי מאות מיליוני שקלים. סכום התביעה עמד על 340 מיליון ש"ח. על פי התביעה, רשויות בארצות-הברית ניהלו הליכי חקירה ממושכים ומורכבים שנמשכו מעל לשלוש שנים, ולבסוף הן הגיעו להסדרי פשרה עם הבנק, לפיהם הבנק הודה, כי סייע ללקוחותיו, שהם נישומי מס בארצות-הברית, לחמוק מתשלומי מס בארצות-הברית.

בגין מעשים אלה, הוגשו מספר הליכים כנגד קבוצת הבנק, לרבות בקשה לאשר את התביעות שהוגשו זה מכבר, כך שתתבררנה במסלול של תביעות נגזרות. לעמדת הבנק, עד למועד שבו הוא הגיש בקשה להקפיא את ההליכים נגדו, נבצרה ממנו האפשרות המעשית לקיים דיון מקיף בנושא בחינת האחריות של גורמים שונים לאירועים מושא הבקשות לאישור של התביעות הנגזרות, ועל כן, לעמדת הבנק, יש להקפיא את הבקשות לאישור של התביעות הנגזרות, ולאפשר לו להקים ועדת תביעות בלתי תלויה שתבחן את עילות התביעה האמורות, ואף להגיש תביעה ישירה מטעמו אם יהיה בכך צורך.

בין היתר, בית המשפט נדרש לשאלת תפקידה של הוועדה המיוחדת במקרה דנן, תוך הגדרת תפקידיה החדשים בכלל ולעתיד לבוא.

בית המשפט ערך משפט משווה חשוב וציין, כי הפרקטיקה של הקמת ועדות תביעה בלתי תלויות, מקובלת בדין התאגידי בארצות-הברית, שם הוכרה הוועדה כגוף פנימי, מעין ועדת משנה של דירקטוריון התאגיד, שמטרתה לבחון

34. תני"ג 815-09-13 בארי לנואל נ' גליה מאור ואחרים (11.3.2015) (פורסם בנבו) (להלן: "פרשת בנק לאומי").

טענות בעניין תביעות נגזרות של בעלי מניות כנגד חברי דירקטוריון אחרים. נפסק, כי חברי הוועדה לרוב, הם דירקטורים שלא היו מעורבים בפרשה נשוא התביעה הנגזרת, ושאינם תלויים באלו הקשורים לתביעה.

בשאלת צביונה של הוועדה נפסק, כי על פי רוב, מדובר בדירקטורים שהצטרפו לדירקטוריון לאחר התרחשות האירועים המדוברים נשוא התביעה הנגזרת, כאשר לעיתים, אלה אף צורפו במיוחד לשם הקמת הוועדה, וכן בדירקטורים בלתי תלויים או בדירקטורים חיצוניים של החברה, בצירוף מומחה אחד או יותר מהתחום המשפטי או הפיננסי, שאף הם מומחים בלתי תלויים בחברה וחיצוניים לה.

במסגרת תפקידה של ועדת התביעות המיוחדת, נפסק כי בתום דיון ובחינה של מכלול הנתונים הרלוונטיים, חברי הוועדה יכולים להחליט, אם לפעול להגשת תביעה, או להגיע להסכמות כאלו ואחרות עם הנתבע, או לזנוח את טענות התביעה לכאורה. נפסק, כי ביושבם בוועדת התביעות הבלתי תלויה, שוקלים חברי הוועדה את השיקולים שנלקחים בחשבון במצב הדברים הרגיל בידי דירקטוריון החברה, כאשר טובת החברה עומדת לנגד עיניהם. בכלל זה, נדרשים חברי הוועדה לשורה רחבה של שיקולים משפטיים ועסקיים כאחד, לרבות: טיב הבסיס העובדתי והמשפטי של התביעה הנדונה; שיעור ההוצאות של ניהול ההליך המשפטי (הוצאות כספיות, הוצאות הכרוכות בהקדשת משאבי החברה, זמן, ניהול וכיוצ"ב); והשלכות העשויות להיות להגשת התביעה על ניהול החברה בעתיד, על שמה ועל המוניטין שלה. בית המשפט סיכם:

"הקמת הוועדה נועדה בעצם לאפשר לחברה "לקבל חזרה" את האפשרות לקבל החלטה בנוגע לניהול התביעה הנגזרת, היינו להפעיל שיקול דעת עצמאי."³⁵

הציטוט לעיל, מכיל לטעמנו, את התמצית, העיקר והעיקרון של הוועדות המיוחדות במתכונתן החדשה. מתוך הדברים האמורים לעיל, נראה כי הקמתה של הוועדה המיוחדת, אכן נועדה להשיב את כוחו העצמאי והבלתי תלוי של הדירקטוריון כולו. לדעתנו, פרשת **בנק לאומי** מהווה אימוץ של עקרונות הלכת **MFW** למערכת המשפט בישראל והטמעתם בה.

לפיכך, לעמדתנו, אין עניין אמיתי בשאלה, האם עסקינן בוועדה מיוחדת שהוקמה לצורכי בחינה של עסקת מיזוג או של פעולה כזו או אחרת של הדירקטוריון, או האם עסקינן בוועדת תביעות בלתי תלויה, המבקשת לבחון את הכדאיות העסקית של מיצוי זכויותיה של חברה בערכאות בתי המשפט. הוועדה המיוחדת אחת היא - גוף נקי ומנותק (בעת שהוא מבצע את חקירותיו עד לגיבוש המלצותיו לדירקטוריון) מיתר הדירקטורים בדירקטוריון, מתוך

35. שם, עמ' 12.

הנחה מוקדמת, כי הדירקטוריון, בהרכבו הנוכחי והמלא, אינו יכול לבצע את תפקידו ולקבל החלטות שהן "טהורות" לטובת החברה, מבלי להקים ועדה מיוחדת לשם כך.

לא נכביר במילים בשאלה של תזמון הקמתה של הוועדה המיוחדת, או ליתר דיוק - של ועדת התביעות הבלתי תלויה לצורך העניין. אנו מסכימות עם בית המשפט, כי דרך המלך היא שוועדות אלו תוקמנה על ידי החברה, עובר להגשת בקשה של בעל מניות בה, להגיש תביעה נגזרת בשם החברה, בדומה לנעשה בפרשת Belendiuk.³⁶

י. פניה החדשות של הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון

הוועדה המיוחדת סיימה את תפקידה המסורתי לייעל את הליכי הדירקטוריון בלבד, וכעת היא מועמסת גם בתפקיד "ניקוי וטיהור" הדירקטוריון מניגוד עניינים.³⁷ ניתן לומר מבחינה זו, כי במתכונתה החדשה, לפחות בדלור, הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון היא בבחינת מסלול אישורים נוסף הנדרש על מנת להבטיח ממשל תאגידי תקין, בדומה לדרישות של האישורים המיוחדים בחוק החברות בישראל.³⁷

1. היתרונות שבהגדלת אחריותה של הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון

חילוץ אותם דירקטורים "נקיים מעניין אישי" ואיגודם בוועדה מיוחדת, בין אם לצורכי בחינה של נושאים עסקיים סטנדרטיים, ובין אם לצורכי בחינת דרישתו של בעל המניות בחברה להגיש תביעה בשמה, נושאים יתרונות רבים וחשובים:

ראשית, וזהו יתרון ברור מאליו, הוועדה המיוחדת מאפשרת לדירקטוריון לבחון את כדאיות ההתקשרות עם בעל השליטה (לשם הדוגמה), לגופו של עניין, לטובת החברה וללא משוא פנים, ותוך הבטחה, כי עבודת הדירקטורים היושבים בוועדה המיוחדת, ואף אלה שמחוצה לה, מתבצעת כנדרש מהם על פי דין כאמונאים, בפועל ובנראות כאחד;

שנית, ייסודה של ועדה מיוחדת של הדירקטוריון לצורכי עבודת הדירקטוריון, עודנו טומן בחובו יתרון ברור, כאשר עבודת הדירקטוריון היא יעילה יותר, עת היא מתבצעת במסגרת של ועדה מיוחדת קטנה וגמישה, שאינה מצריכה את כינוס הדירקטוריון בהרכבו המלא, על כל

36. ראו פרשת Belendiuk, ח"ש 31 לעיל.

37. סעיפים 270-275 לחוק החברות.

צעד ושעל. זוהי הנמקת היעילות, המוצאת ביטויה המפורש בדיני החברות בישראל גם כיום.

שלישית, לפחות על פי דיני דלוור ולאחר פסיקת הלכת MFJ, יתרון הנובע מכריתת עסקה חשובה ונוספת במערכת היחסים חברה-בית המשפט (או לחילופין, בעל שליטה-בית המשפט), לפיה בית המשפט מסכים להימנע מלהתערב בהחלטות אלו של הדירקטוריון, באותם המקרים שההגנה הפרוצדורלית הכפולה, הכוללת את הקמתה של ועדה מיוחדת של הדירקטוריון, ניתנה לבעלי מניות המיעוט על ידי בעל השליטה בחברה.

מלבד היתרונות המעשיים והמיידיים של הועדה המיוחדת של הדירקטוריון, יש כאן מהפכה חברתית-מסחרית שקטה. או אולי השבת עטרה ליושנה. כי בראייה מרוחקת יותר, ממעוף הציפור, ניתן לומר כי לפחות בדלוור, העת בשלה לבחון, כבחינה חברתית מחודשת, עד כמה התערבותם של בתי המשפט לאורך השנים, בחיי המסחר היומיומיים של התאגיד, ובהחלטות הדירקטוריון, הפכה את בתי המשפט, בניגוד לרצונם, לגורם פעיל נוסף בשוק. דיני החברות בדלוור, וכך גם דיני החברות בישראל, ביקשו ושאלו לאפשר למאזנים כלכליים להתרחש ולהכתיב שינויים ותמורות בשוק. הרשויות השונות, וביניהם הרשות השופטת (ואף הרגולטורים), אמונים על שמירת טוהרו של השוק לטובת מי שאינם בעלי כוח ומשאבים, כשל חברה. אבל הדינמיקה שאבה את בתי המשפט פנימה במהירות. ושמירה על החוק התחלפה בהשתתפות פעילה של בית המשפט, במערכי הכוחות של השוק. וככל שגדלה כמות פסקי הדין, כך גם התרחקו התכליות הבסיסיות שעוגנו בדיני התאגידים בדלוור.

עקרונית, ניתן להכיר בקיומה של הצדקה חברתית לעסקה שקשר הנשיא **סטריין** בפרשת MFJ, עם החברות, עם בעלי השליטה ובמידה מסויימת, גם עם בעלי מניות המיעוט בדלוור. משום שלבעל שליטה יש בסופו של יום, זכות לממש את שליטתו בחברה (והגבול לזכות זו, מסומנת כתחילת הפגיעה בבעלי מניות המיעוט). ההעדפה של זכות השליטה בפרשת MFJ, לא נועדה לפגוע במעמדם של בעלי מניות המיעוט. אבל היא כן נועדה להזכיר לכלל השחקנים שבשוק, כי לבעל שליטה זכות לכוח שליטה, לבעל מניות המיעוט החובה לקבל על עצמו החלטות דמוקרטיות המתקבלות על ידי האורגנים בחברה וכל עוד הללו, אינם פוגעים בזכויותיהם כקבוצת מיעוט, ולבית המשפט בדלוור, מגיע מיד פעם קצת נחת. באמצעות הוועדה המיוחדת, המושכות הוחזרו חזרה לחברות.

2. היכן ימצאו הקשיים?

מלבד היתרונות, ריבוי של ועדות מיוחדות בדירקטוריון שבו לבעל השליטה רוב דירקטורים שהתמנו מטעמו, עשוי לעורר את השאלות הבאות:

על פי דיני החברות בדלוור (ואף בישראל), הדירקטוריון נהנה מחזקה (גם אם היא ניתנת לסתירה), לפיה הוא פועל באופן עצמאי, שקול ולטובת החברה, והחלטותיו מתקבלות על בסיס מידע מלא ומושכל. הקמתן של ועדות מיוחדות כדבר שבשגרה, אינה עומדת בקנה אחד עם חזקה זו, או לפחות ניתן לומר עליה, כי היא מפחיתה מחוזקה או מערערת את מעמדה. יש מקום גם לטענה, כי מרגע שהוטלו על הדירקטורים חובות אמונים על פי דין, יש לאפשר להם למלא חובותיהם אלו, בלי קשר לשאלת זהות הגורם שמינה אותם. אם הדירקטורים שמונו על ידי בעלי המניות, יוצאו אל מחוץ לפעילות הדירקטוריון כל אימת שבעיית נציג מתעוררת (ונבהיר, כי אין אנו דנים כרגע במצב של עסקה של חברה עם בעל השליטה בה, שאז הדין קובע מסלול "טיהור" משל עצמו בדרך של קבלת אישורים מיוחדים), אזי תפקידם כדירקטורים בדירקטוריון ילך ויצטמצם עד שיהפוך לבלתי משמעותי לחלוטין, למורת רוחם המוצדקת של בעלי המניות שמינו אותם מטעמם, ואף למורת רוחם של יתר הדירקטורים שייאלצו לשאת במרבית מהנטל של פעילות הדירקטוריון. יש השלכות למתן עדיפות לתרופות שהן בבחינת "תרופה מקדימה". חיוב חברה למנות ועדה באופן אוטומטי כמעט, משמעו גם הכרה בתפיסה חדשה, לפיה אין באפשרותם או ביכולתם של הדירקטורים שהתמנו על ידי בעלי המניות, להתגבר על בעיית הנציג באופן עצמאי, בכובעם כדירקטורים. בלשון אחרת - מינוי מוגזם או גורף של ועדות מיוחדות של הדירקטוריון, עלול להוביל לשלילת זכותו של הדירקטור שהתמנה על ידי בעל המניות, מלהשתתף באופן פעיל בדירקטוריון ולבצע את תפקידו על פי דין. לפנינו שאלה של מדיניות חברתית ושיפוטית שיש ליתן עליה את הדעת: האם אנו רוצים לראות בבעיית נציג, בעיה שהדירקטוריון אינו יכול להתגבר עליה, ללא הקמתה של ועדה מיוחדת "נקייה" מניגודי עניינים? האם לא ראוי כי נדרוש, גם ממי שמצוי בניגוד עניינים אינהרנטי, לנוכח היותו מינוי מטעם בעל השליטה, כי יפעל כגורם מקצועי, בכובעו כדירקטור בדירקטוריון? האם סופם של נציגי בעל השליטה בדירקטוריון, להפוך לדירקטורים משקיפים בלבד? השאלות מוצגות באופן קצת מוקצן, לצורכי המחשת פן מסויים.

מזווית אחרת ניתן לומר, כי היעדר אכיפה ראויה של חובות האמונים על כלל הדירקטורים בדירקטוריון, יביא להחלשה של דינים אלה, במיוחד כלפי הדירקטורים "הסובלים" מבעיית נציג, משום שלא ניתנת להם ההזדמנות למלא את חובות האמונים שלהם, דווקא במצב שבו הם נדרשים להם יותר מכל, ובמצב שבו כישוריהם כאמונים, עומדים למבחן של "רגע האמת". לשם ההמחשה - דומה המצב לאצן שמפחית את מספר ימי הריצה השבועיים שלו, מארבעה לשניים, וכך הלאה, עד שהוא מפסיק לרוץ לחלוטין. ברור כי כישוריו כאצן ילכו ויפחתו ככל שהוא יפחית את

הפעלתם. ובאופן טבעי, ברור הוא כי אנחנו כחברה, נראה בו קנדידט נחות יותר, לייצג את ישראל באולימפיאדה. הדברים ברורים. אך מי נושא באחריות לכך? אם הורנו לאצן להפחית מימי הריצה שלו, מדוע יהיה האצן אחראי באופן בלעדי לכשלונו לכשנדרש לפתע להשתתף בתחרות? הפחתה או גריעה מחובות האמונים, כלפי מי שלוקים בבעיית נציג, עלולה להביא להתרוקנות מתוכן של דיני חובות האמונים כלפי אותם דירקטורים באופן ספציפי. זוויית אחרת של אותה התופעה היא הנורה האדומה שצריכה להידלק, עת יישמע טיעון ההגנה של דירקטור שהפר את חובות האמונים שלו, כי אין להטיל עליו אחריות בגין הפרת חובות האמונים שלו, אלא דווקא יש להטיל על כלל הדירקטוריון את האחריות על כך שלא הקים ועדה מיוחדת בנסיבות העניין.

מקצת דברים אלה נועדו על מנת להמחיש, כי הוועדה המיוחדת של הדירקטוריון אמנם אינה גולם, אך גם עדיין אינה בבחינת פרפר. ההשפעות של השינויים בתפקידיה, במעמדה במסגרת הממשל התאגידי בחברה, ייבחנו בתקופה הקרובה, ומהן יהיה ניתן לגזור את טיבה ואת טבעה החדשים לא רק של הוועדה המיוחדת, אלא גם של הדירקטוריון עצמו. ריבוי הקמתן של ועדות מיוחדות בחברות, עלול, במקרים קיצוניים, לייתר את תפקידו של הדירקטוריון כגוף אחד (או לשנות מהותית מכוחו), ועל השלכות שינוי זה יש ליתן את הדעת.