



רשות ניירות ערך

מחלקת תאגידיים

רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 9546434

טל': 02-6556444 פקס: 02-6513160

דוא"ל: corporate@isa.gov.il

www.isa.gov.il

עמדת סגל

עמדות סגל הרשות המובאות להלן הן עמדות מקצועיות המשקפות החלטות ועמדות בסוגיות הנוגעות ליישום דינים תחת פיקוח הרשות. תוכן העמדות המפורסמות מנחה את הרשות בהפעלת סמכותה והציבור יוכל להשתמש בהן ולהחילן בנסיבות דומות.

ח' חשון תשפ"א

26 אוקטובר 2020

עמדה משפטית מספר 23-101: גילוי אודות ועדה מיוחדת לניהול משא ומתן בעסקאות בעלי שליטה

רקע

דיני החברות בישראל מסדירים את אופן ההתקשרות בעסקאות חריגות בין חברה ציבורית לבין בעל שליטה בה, או בין החברה לבין אדם אחר שלבעל השליטה עניין אישי בהן (להלן: "עסקאות בעלי שליטה"), ומכפיפים עסקאות אלו להליך אישור מנדטורי כתנאי מקדים להתקשרות בעסקה. לפי ההסדר שנקבע בחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "החוק"), ככלל, התקשרות בעסקת בעל שליטה כפופה לאישור מראש של ועדת הביקורת, דירקטוריון החברה והאסיפה הכללית ברוב מקרב בעלי מניות המיעוט, ובלבד שהיא לטובת החברה (להלן: "מנגנון האישור המשולש").¹ כמו כן, בחוק נקבע כי לצורך אישור עסקת בעל שליטה על ועדת הביקורת לקבוע חובה לקיים הליך תחרותי בפיקוחה (או מי שתקבע לעניין זה) ולפי אמות מידה שתקבע, או הליך אחר שייקבע על-ידיה, והכל בטרם ההתקשרות בעסקה ובהתאם לסוג העסקה.²

¹ אלא אם סך קולות המתנגדים לעסקה לא עולה על 2% מכלל זכויות ההצבעה בחברה. סעיף 275(א) לחוק.

² סעיף 117(ב) לחוק.

לצד הליכי האישור האמורים, בשנים האחרונות אנו עדים לשימוש הולך וגובר בוועדות מיוחדות בלתי תלויות לניהול הליך המשא ומתן לגיבוש התנאים של עסקאות בעלי שליטה (להלן: "ועדה מיוחדת"), בעיקר בעסקאות שהן משמעותיות לחברה ולבעלי מניותיה כגון העברת פעילות או העברת נכסים מהותיים. הקמתן של ועדות מיוחדות לאישור עסקאות אלו נועדה לקיים הליך מדמה שוק, אשר תכליתו השגת העסקה הטובה ביותר עבור החברה, ולכל הפחות ביצועה בתנאים אשר ניתן היה להשיג בהתקשרות מול צדדים בלתי קשורים (arm's length basis).

השימוש בוועדות מיוחדות לצורך התקשרות בעסקאות בעלי שליטה התרחב בפרקטיקה הנהוגה בעת האחרונה על רקע שתי התפתחויות מרכזיות:

ראשית, בהחלטות בתי המשפט בשנים האחרונות, בפרט אלה שניתנו על-ידי המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל-אביב (להלן: "המחלקה הכלכלית"), הוכרה החשיבות של הקמת ועדה מיוחדת לניהול משא ומתן בגיבוש עסקת בעל שליטה, הפועלת באופן אפקטיבי ומקיימת תנאים שונים שיבטיחו את אי תלותה.³ בפסק דין אשר ניתן לאחרונה על-ידי המחלקה הכלכלית,⁴ גובש לראשונה סטנדרט הביקורת השיפוטית בעסקאות "going private" אשר הליך אישורן כלל ועדה מיוחדת,⁵ ונקבע כי כאשר הוועדה המיוחדת שניהלה את המשא ומתן בעסקה היתה בלתי תלויה, וקיימה הליך אפקטיבי ובלתי מוטה, יחיל בית המשפט ביחס לעסקה את כלל שיקול הדעת העסקי (Business Judgement Rule). קרי, בנסיבות אלו בית המשפט לא יבחן לגופה את השאלה האם המחיר שהושג על-ידי הוועדה לבעלי המניות הוא הוגן, אלא יסתמך על תוצרי עבודתה ועל המלצתה בעניין.⁶ החלטה זו העניקה משקל לא מבוטל לוועדה המיוחדת במסגרת הביקורת השיפוטית בעסקאות "going private".

שנית, בחקיקה נקבע, כאמור, כי תפקידה של ועדת הביקורת לקבוע חובה לקיים הליך תחרותי בביקורת או מי שתקבע לעניין זה, או לקבוע כי יקוימו הליכים אחרים שתקבע הוועדה לצורך

³ פסק הדין הראשון בו הוכרה חשיבותה של ועדה מיוחדת בהליך האישור של עסקת בעל שליטה היה של השופטת דניא קרת-מאיר בת"צ (ת"א) 26809-01-11 כהנא נ' מכתשים אגן בע"מ (פורסם בנבו, ניתנה ביום 15.5.2011). כמו כן ראו החלטת השופטת רות רוני במסגרת בקשה לאישור הסכם פשרה בת"צ (מחוזי ת"א) 43859-08-13 סגל-לוי ייזום ונכסים בע"מ נ' כור תעשיות בע"מ (9.1.2014); והחלטות השופט חאלד כבוב בת"צ 47490-09-13 תועלת לציבור נ' כלל תעשיות (פורסם בנבו, 19.3.2014) ובת"צ 37908-11-12 פרילוק נ' קול החזקה בע"מ (פורסם בנבו, 8.12.2015). בהחלטות אלו טרם גובש פוזיטיבית סטנדרט הביקורת השיפוטית ביחס לעסקאות אשר המשא ומתן בגינן נוהל על-ידי ועדה מיוחדת בלתי תלויה, אולם בתי המשפט נתנו לכך משקל בדמות מתן יתרון דינוני מסוים למקבלי ההחלטות בעסקה.

⁴ פסק דינה של השופטת רות רוני - ת"צ 39947-03-16 (מחוזי, ת"א) עצמון נ' אסם השקעות בע"מ ואח' (פורסם ביום 4.8.2020) (להלן: "פסק הדין בעניין אסם").

⁵ בנוסף לאישור העסקה במנגנון המשולש.

⁶ ובלבד שתנאי העסקה אושרו על-ידי האסיפה הכללית ללא כפייה, ובפני בעלי המניות עמד מידע מלא על העסקה ותנאיה. לעניין סטנדרט הביקורת השיפוטית בנסיבות אלו ראו סעי' 57 לפסק הדין בעניין אסם.

התקשרות בעסקאות בעלי שליטה.⁷ בהתאם, ובין היתר כדי למלא אחר דרישה זו, במספר הולך וגדל של מקרים נעשה הליך של ניהול המשא ומתן על-ידי ועדה מיוחדת.

שילוב שתי ההתפתחויות האמורות יצר תמריץ לחברות ולנושאי המשרה בהן, לעשות שימוש במנגנון הוועדה המיוחדת כמנגנון משלים להליכי האישור המנדטוריים בעסקאות בעלי שליטה (ולעיתים, כאמור לעיל, כחלק מהליכי אישור אלה) במטרה לטייב את הליך האישור, להפחית את ניגוד העניינים המאפיין עסקאות אלה ולהגביר את הוודאות ביחס לסופיות העסקה ותנאיה.

גילוי אודות הוועדה המיוחדת ופעילותה

תקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התשס"א-2001 (להלן: "**התקנות**"), מסדירות את אופן הגילוי הנדרש ביחס לעסקת בעל שליטה ואת היקפו. התקנות קובעות כי עסקת בעל שליטה הטעונה אישור האסיפה הכללית⁸ מחייבת דיווח של החברה על העסקה, תנאיה ועל כינוס האסיפה לאישורה (להלן: "**דוח העסקה**"). בתוך כך נקבעה בתקנות **חובת גילוי בדוח העסקה של כל פרט הנוגע לעסקה העשוי להיות חשוב למשקיע סביר או לבעל מניות סביר לצורך הצבעתו באסיפה הכללית, לרבות גילוי ביחס לדרך שבה נקבעה התמורה בעסקה, וכן לנימוקי וועדת הביקורת והדירקטוריון לאישור העסקה, לשווי התמורה ולדרך שבה נקבעה.**

בהתאם לחובות הגילוי האמורות, ובשים לב לשימוש הגובר בוועדה מיוחדת לצורך עיצוב וקביעת תנאי עסקת בעל שליטה, לתפקידה בעיצוב תנאי העסקה, ולמשקל הגדל שמוענק לה, עמדת סגל הרשות היא כי גילוי בדבר אופן פעולתה של ועדה זו ומאפייניה עשוי לסייע לבעלי המניות בחברה השוקלים כיצד להצביע בגין העסקה המובאת לאישור האסיפה, כמו גם למשקיע הסביר השוקל השקעה בניירות הערך של החברה.

עמדת סגל הרשות

לעמדת סגל הרשות, בעת זימון אסיפה כללית לשם אישור עסקה עם בעל שליטה, שתנאיה נקבעו על בסיס עבודתה של ועדה מיוחדת בלתי תלויה, ככלל יש מקום להביא במסגרת דוח העסקה גילוי כדלקמן:

1. הרכב הוועדה וסמכויותיה

- זהות חברי הוועדה, ואם אינם נושאי משרה בחברה - ציון שמם, השכלתם, עיסוקם הנוכחי ועיסוקם ב-5 השנים האחרונות.
- האם יש למי מחברי הוועדה עניין אישי בעסקה, לרבות זיקה אחרת לחברה, לבעל השליטה בה או לצד לעסקה, ומהות ענין זה.

⁷ חובה זו נקבעה בתיקון 22 לחוק במסגרת החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013.

⁸ לפי סעיף 275 או 320(ג) לחוק ואשר לא ניתן לה פטור מכוח תקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי ענין), התש"ס-2000.

- סמכויות הוועדה, לרבות ציון הגורם שהחליט על הקמת הוועדה וסמכויותיה, האם הוועדה הוסמכה לבחון חלופות לעסקה המוצעת, והאם הוסמכה לבחור ולשכור יועצים נפרדים.

2. התהליך שביצעה הוועדה המיוחדת

- תיאור הפעולות המהותיות שביצעה הוועדה, ומשך הזמן בו פעלה.
- זהות יועצים או נותני שירותים אחרים שסייעו לוועדה בעבודתה, תוך ציון אם יש להם עניין אישי בעסקה לרבות זיקה אחרת לחברה, לבעל השליטה בה או לצד לעסקה, ומהות עניין זה.
- ציון סוגי המידע והנתונים המהותיים אשר שימשו את הוועדה בעבודתה, לרבות ציון חוות דעת מקצועית אשר הוגשה לה.
- ציון החלופות המהותיות שנבחנו לעסקה המוצעת, תוך התייחסות למאפייניהן ולנימוקי הוועדה לבחירה בחלופה הרלוונטית; אם לא נבחנו חלופות על-ידי הוועדה – נימוקיה לכך.
- תיאור תמציתי של הסדרים שקבעה הוועדה (או החברה) להבטחת אי תלות עבודתה, לשמירה על סודיות דיוניה וסודיות המידע ששימש אותה בעבודתה, וכן להבטחת היעדר מעורבותם של בעלי העניין בעסקה בדיוניה, בנתונים המוצגים לפנייה ובהחלטותיה.

3. המלצות הוועדה

פירוט המלצות הוועדה והנימוקים להן, וכן נימוקי חברי הוועדה המתנגדים, אם היו כאלה.

האמור לעיל נועד לשקף פרטים אשר עשויים להיות חשובים לציבור המשקיעים בקשר עם עבודת ועדה בלתי תלויה בעסקאות עם בעלי שליטה. אין בו כדי לגרוע מהצורך לבחון אם נדרש גילוי אחר או נוסף בדוח העסקה.

אנשי קשר: עו"ד קרן גיחז, עו"ד (רו"ח) עדי הוברמן מזוז

טלפון: 02-6556444, פקס: 02-6513160