

## סטנדרט הביקורת השיפוטית על עבודת ועדה מיוחדת בעסקאות עם בעלי שליטה בעקבות פסק הדין התקדימי של

### בית המשפט העליון בעניין מיזוג נסטלה-אסם

לקוחות נכבדים,

אנו מתכבדים להביא לידיעתכם, את דבר פרסומו של פסק הדין שניתן על-ידי בית המשפט העליון ביום 9.12.2021, בעניין עצמון נ' אסם,<sup>1</sup> הקובע באופן תקדימי את היקף הביקורת השיפוטית על עבודת ועדה מיוחדת שמונתה לנהל משא ומתן בעסקאות עם בעל שליטה, ובפרט בעסקאות שבהן רוכש בעל השליטה את מניות הציבור והופך אותה לחברה פרטית (עסקת Going Private).

פסק הדין שניתן על-ידי בית המשפט העליון מפי כבוד השופטת ענת ברון, מהווה התפתחות משמעותית בדיני החברות בישראל, וקובע קביעות חשובות ותקדימיות בכל הנוגע להיקף הביקורת השיפוטית שעל בתי המשפט להפעיל על עסקאות עם בעל שליטה שאושרו בהתאם למנגנון הקבוע בחוק החברות ("האישור המשולש"),<sup>2</sup> ובכלל זה: על מי מוטל הנטל ההוכחה בהעלאת טענות כנגד הגינות העסקה, ומהו סטנדרט הביקורת השיפוטית שלאורו יש לבחון את הוגנות התמורה.

בית המשפט העליון מצא לנכון לחזק את מעמדן של ועדות בלתי תלויות, וקבע בפסק הדין כי ככלל, עסקה שזכתה לאישורים הנדרשים בחוק, ושהמשא ומתן לקראתה נוהל על-ידי ועדה בלתי תלויה שקיימה הליך אפקטיבי - תהנה מ"חזקת התקינות" ובית המשפט יימנע מלהידרש לבחינת תנאי העסקה והוגנותם. בית המשפט העליון הוסיף והנחה את בתי המשפט לצמצם באופן משמעותי את האופן בו יבקרו, בעתיד, את פעילותה של הועדה הבלתי תלויה, תוך שהתווה את הדרך לבחינת השאלה האם עבודת הוועדה הייתה אפקטיבית ומועילה לתכלית שלשמה הוקמה.

### הלן נביא בפניכם תיאור תמציתי של הרקע העובדתי הדרוש לעניין, ואת עיקר הקביעות בפסק הדין של בית המשפט העליון בסוגיות הרלוונטיות:

#### עובדות המקרה בתמצית, ופסק הדין של בית המשפט המחוזי

1. פסק הדין של בית המשפט העליון, ניתן במסגרת ערעור על פסק דינה של המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב מיום 4.8.2020 (מפי כבוד השופטת רות רונן),<sup>3</sup> שבו נדחתה בקשה לאישור תובענה ייצוגית שעניינה בגובה התמורה ששולמה על-ידי נסטלה לבעלי המניות מהציבור בחברת אסם השקעות בע"מ ("אסם"), במסגרת עסקת רכישה שבוצעה במתווה של "מיזוג משולש הופכי" עם בעלת השליטה באסם, חברת נסטלה.
2. ערב עסקת המיזוג הייתה נסטלה בעלת השליטה באסם והחזיקה ב- 63.68% ממניותיה; יתר מניותיה של אסם הוחזקו על-ידי הציבור, מתוכן 24% הוחזקו יחד על-ידי משפחות המייסדים של אסם. המשא ומתן לגיבוש תנאי העסקה נוהל באמצעות ועדה מיוחדת - שהיא ועדה בלתי תלויה שהורכבה משלושה חברי דירקטוריון אסם שהם דירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים – שהוסמכה לנהל את המשא ומתן עם נסטלה לרכישת מניות הציבור.

<sup>1</sup> ע"א 8762/20 שרון עצמון נ' אסם השקעות בע"מ (נבו, 9.12.2021) ("עניין עצמון נ' אסם").

<sup>2</sup> סעיף 275(א) לחוק החברות, תשנ"ט-1999 ("החוק" או "חוק החברות").

<sup>3</sup> ת"צ (ת"א) 40404-03-16 שרון עצמון נ' אסם השקעות בע"מ (נבו, 4.8.2020).

3. לאחר גיבוש תנאי העסקה במשא ומתן, העסקה אושרה בהתאם למנגנון האישור המשולש הקבוע בחוק, על ידי ועדת הביקורת, הדירקטוריון ובאספה הכללית של אסם ברוב מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי בעסקה. במסגרת העסקה רכשה נסטלה את מלוא המניות של אסם תמורת סך של 82.5 ש"ח למניה, וסכום כולל של כ-3.3 מיליארד ש"ח, וכתוצאה מכך הפכה אסם מחברה ציבורית לחברה פרטית (עסקת Going Private).
4. בבקשת האישור שהוגשה למחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב, על-ידי מי שהייתה בעלת מניות מהציבור באסם, נטען כי התמורה ששולמה לבעלי המניות מהציבור בעסקה אינה הוגנת, ונתבקש פיצוי בגין הנזק שנגרם להם. בתוך כך, נטענו טענות שונות ומגוונות בכל הנוגע לפגמים שנפלו, לשיטת המערערת, בעבודת הוועדה במהלך המשא ומתן לגיבוש תנאי העסקה.
5. בפסק דין מפורט ומקיף ביותר, האוחז 251 עמודים, דחה בית המשפט המחוזי את בקשת האישור לאחר שבחן לפרטי פרטים את עבודת הוועדה המיוחדת, ותוך שנדרש לכל אחת מטענות המערערת בנוגע לפגמים שנפלו לגישה בעבודת הוועדה. בית המשפט המחוזי דחה את מרבית הטענות בדבר הפגמים השונים שנפלו לשיטת המערערת בעבודת הוועדה, וקבע כי הוועדה ביצעה תהליך יסודי ומעמיק בניסיון לקדם את המטרה שלשמה היא מונתה - למקסם את השווי שבעלי המניות יקבלו תמורת מניותיה. עם זאת, בית המשפט המחוזי קבע כי עבודת הוועדה לא חפה מפגמים מסוימים, ועל כן מצא להחיל על העסקה רף ביקורת ביניים, ובחן את הוגנות התמורה ששולמה בעסקה בהתאם למבחן של "סבירות" המחיר. בית המשפט המחוזי בחן בהקשר זה את טענות הצדדים תוך שנדרש לחוות הדעת הכלכלית שהוגשו מטעמם, ובסופו של דבר קבע, כי לא הוכח שמחיר העסקה חורג ממתחם הסבירות. בנסיבות אלה, נדחתה בקשת האישור, והמערערת הגישה ערעור על פסק הדין לבית המשפט העליון.

#### **פסק הדין של בית המשפט העליון והקביעות התקדימיות שנקבעו בו**

6. בית המשפט העליון התייחס בפסק הדין לכך שחוק החברות אינו אוסר על ביצוע עסקאות בעלי עניין, מתוך תפיסה שעסקאות מסוג זה עשויות דווקא להיטיב עם החברה ועם בעלי מניות המיעוט, ככל שיבוצעו בתנאים הוגנים. חוק החברות קובע שורה של הוראות שנועדו להתמודד עם עסקאות בעלי עניין, ובכלל זה עסקאות שנערכות על-ידי חברה ציבורית ונגועות בניגוד עניינים של בעל השליטה, כשבמישור הפרוצדורה - החוק קובע מתווה של קבלת ההחלטות בחברה, שמטרתו להבטיח כי העסקה תהיה כפופה לאישור מראש מאת אורגנים בלתי תלויים בחברה, שאינם מושפעים מניגוד העניינים ועל בסיס מידע מלא, קרי שהעסקה תאושר על-ידי ועדת ביקורת, הדירקטוריון, והאספה הכללית בתנאים הקבועים בסעיף 270 לחוק (מנגנון האישור המשולש).
7. בית המשפט העליון קבע בפסק הדין, כי בהתאם לגישה הרווחת בפסיקה, הנחת המוצא ביחס לעסקאות שאושרו בהתאם למנגנון האישור המשולש, היא שהאישור המשולש מנטרל את הפוטנציאל המזיק של ניגוד העניינים שבו נתון בעל השליטה, בפרט בהינתן הדרישה כי העסקה תאושר על ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט באסיפה הכללית. בשים לב ל"חזקת התקינות" הנובעת מן האישור המשולש, נקבע כי "הנטל להוכיח כי עסקה שאושרה באישור משולש היא בלתי הוגנת, מוטל לפתחו של הטוען לכך".<sup>4</sup>
8. בית המשפט העליון הוסיף וציין, כי הוא שותף לעמדה שהובעה בפסק דינו של בית המשפט המחוזי, לפיה לא די באישור המשולש כדי להפיג לגמרי את החשש מפני פגיעה בבעלי מניות המיעוט, וכי בהחלט יתכנו נסיבות שבהן אישור האספה הכללית לא "ירפא" את החשש מפני היעדרו של משא ומתן אפקטיבי בין בעל השליטה לבין החברה,

<sup>4</sup> עניין עצמון נ' אסם, בסעיף 14.

ויש לכך כמובן משנה חשיבות בעסקאות דרמטיות מבחינת בעלי מניות המיעוט, כגון בעסקה שבה המיעוט מוכר את מניות לבעל השליטה.

9. יחד עם זאת, בית המשפט העליון ציין כי במקרה שנדון לפניו, לא זו בלבד שהעסקה אושרה במנגנון האישור המשולש הקבוע בחוק ואושרה על-ידי רוב גדול מקרב בעלי מניות המיעוט, אלא גם שהמשא ומתן לקראת עסקת המיזוג התנהל על ידי אסם באמצעות ועדה בלתי תלויה. בית המשפט העליון קבע באופן תקדימי ומפורש כי לעובדה זו יש נודעת השפעה משמעותית על סטנדרט הביקורת השיפוטית הראוי שלאורו תיבחן הגינות העסקה.<sup>5</sup>

10. בית המשפט העליון התייחס בפסק הדין לתכליתה של ועדה בלתי תלויה, תוך שהדגיש כי מטרתה לדמות משא ומתן המתנהל בין צדדים בלתי קשורים, ובכך לנטרל את השפעתו המזיקה של ניגוד העניינים שבו נתון בעל השליטה, ולאפשר משא ומתן אפקטיבי בין החברה לבין בעל השליטה, הנותן ביטוי ראוי לאינטרס של בעלי מניות המיעוט בעסקה. משכך, נקבע בפסק הדין כי "כאשר המשא ומתן מתנהל באופן עצמאי באמצעות ועדה בלתי תלויה, והעסקה מאושרת בהתאם למנגנון האישור המשולש הקבוע בחוק החברות, קמה חזקה הניתנת לסתירה שלפיה העסקה היא הוגנת".<sup>6</sup>

11. בית המשפט העליון קבע כי החזקה בדבר הוגנות העסקה חלה כל עוד הוועדה שמונתה קיימה הליך אפקטיבי ובלתי תלוי כמצופה ממנה. בהקשר זה, נקבעו בפסק הדין קווים מנחים לפעילותן של וועדות בלתי תלויות ורשימה לא סגורה של תנאים הנדרשים על מנת שתוכל הוועדה להגשים את תפקידה, ובכלל זה:<sup>7</sup>

- 11.1. כי לוועדה ימונו דירקטורים שאינם תלויים בבעל השליטה ;
- 11.2. כי יינתנו לוועדה סמכויות ושיקול דעת עצמאי לנהל את המשא ומתן על תנאי העסקה וכן לבחון חלופות לעסקה המוצעת על-ידי בעל השליטה ;
- 11.3. כי היועצים והמומחים שבהם נעזרה הוועדה, ייבחרו באופן עצמאי ויהיו בלתי תלויים בחברה או בבעל השליטה ;
- 11.4. נדרש מהוועדה לשמור על סודיות דינויה ולא לחשוף בפני בעל השליטה את האסטרטגיה העסקית שלה בניהול המשא ומתן ;
- 11.5. על הוועדה לתעד כראוי את עבודתה ;
- 11.6. על הוועדה לכלכל את צעדיה על בסיס מידע מלא, ובפרט מידע הנוגע לקביעת השווי ההוגן של החברה (כדוגמת תחזיות רווח מטעם ההנהלה) ;
- 11.7. ומעל הכול - "הלך הרוח" של הוועדה צריך להיות מכוון להשאת התמורה בעסקה ולא להיכנעות לדרישות ותכתיבים שונים של בעל השליטה.

12. בית המשפט העליון קבע בפסק הדין, כי רק כאשר מתברר כי בעבודת הוועדה נפלו פגמים שהובילו לכך שהיא שפעולתה לא דימתה מנגנון שוק, לא תוחל חזקת התקינות בנוגע לעסקה, ותידרש ביקורת שיפוטית לגבי הוגנות המחיר שנקבע בעסקה.

<sup>5</sup> שם.

<sup>6</sup> שם, בסעיף 15.

<sup>7</sup> שם, בסעיף 16.

13. בית המשפט העליון קבע בהקשר זה כי "רק במקרים שבהם התברר כי הוועדה הפרה את חובות האמון שבהן היא חבה כלפי בעלי מניות המיעוט, כגון שפעלה בשירותו של בעל השליטה, או שנפגעה עצמאותה באופן ממשי, כגון שלא התאפשר לה להסתייע ביועצים לפי בחירתה או שנמנע ממנה לבחון חלופות להתקשרות - הסטנדרט שיוחל על העסקה הוא הסטנדרט המחמיר של הגינות מלאה. במקרים אחרים, שבהם הוכחו פגמים משמעותיים בעבודת הוועדה שאינם עולים כדי הפרת חובת אמון או פגיעה של ממש בעצמאות פעולת הוועדה, יש להחיל את סטנדרט הביניים של 'כלל הבחינה המוגברת' - שהוא סטנדרט גמיש, המתאים עצמו למידת חומרתם של הפגמים שנפלו בעבודת הוועדה הבלתי תלוי והשפעתם על אפקטיביות פעילותה, ומתמצה בבחינה של סבירות המחיר". בית המשפט העליון אימץ את קביעתו של בית המשפט המחוזי לפיה "ככל שההליך שקיימה הוועדה מדמה יותר משא ומתן עם גוף בלתי תלוי, כך טווח הסבירות של הוגנות העסקה יהיה רחב יותר; ולהפך. וכל עוד המחיר נופל בגדרו של מתחם הסבירות, אין לייחס חשיבות לכך שיייתכן שניתן היה להשיג מחיר גבוה יותר תמורת המניות"<sup>8</sup>.

14. בנקודה זו, מצא בית המשפט העליון לנכון להכווין את בתי המשפט לגבי האופן בו עליהם לבחון, בעתיד, את פעילותה של הוועדה הבלתי תלויה. בית המשפט העליון הדגיש בהקשר זה כי, בהינתן תפקידה וייעודה של הוועדה, כמפורט לעיל, הביקורת השיפוטית על פועלה נועדה בעיקר כדי לוודא כי זו הייתה אפקטיבית ומועילה לתכלית שלשמה היא הוקמה. לכן, בבואם לבחון את שאלת האפקטיביות של עבודת ועדה בלתי תלויה, על בתי המשפט להידרש לשאלות כגון: אי התלות של חברי הוועדה; עצמאות יועציה והמומחים שמונו על ידה; היקף הסמכויות שניתנו לה; איכות המידע שעמד לפניה וכיוצ"ב.

15. יחד עם זאת, בית המשפט העליון הדגיש בפסק דינו כי בתי המשפט אינם נדרשים להחליף את שיקול הדעת של הוועדה בשיקול דעתם שלהם, וככלל – אינם אמורים לבחון טענות הנוגעות ל**אסטרוטגיה** שבה נקטו חברי הוועדה, או את **טיב ההחלטות** שקיבלו **ואם יכלו להשיג תוצאה טובה יותר**. בהתאם לכך, נקבע כי עיון בפרוטוקולים של דיוני הוועדה נדרש על מנת להתרשם מהלך הרוח של הוועדה, לוודא כי היא פעלה מתוך כוונה להשיא את התמורה עבור המניות וכי החלטותיה התקבלו באופן מושכל, אולם "אין להיכנס לקרביים של עבודת הוועדה ולהטיל ספקות במומחיות ובשיקול הדעת של חבריה"<sup>9</sup>.

16. בית המשפט העליון ציין בפסק דינו, כי בית המשפט המחוזי הקפיד הקפדה יתרה בבדיקתו את עבודת הוועדה במקרה הנדון, וכי גם הפגמים הספורים שמצא בית המשפט המחוזי שנפלו בעבודת הוועדה במקרה הנדון לא היו פגמים מהסוג העומד בליבת העניין, ולכן לא הצדיקו הפעלת סטנדרט ביניים חלף כלל שיקול הדעת העסקי. בית המשפט העליון קבע כי בשים לב לנסיבות הקונקרטיות של המקרה הנדון, ובפרט: בהינתן שהעסקה אושרה בהתאם למנגנון האישור המשולש; בהינתן עבודתה האפקטיבית והמקיפה של הוועדה; היעדר טענות להפרת חובת אמון בפעולתה או לפגיעה של ממש בעצמאותה, ובשים לב לאופיים המינורי יחסית של הפגמים שנמצאו, ניתן היה לדחות את בקשת האישור על יסוד חזקת התקינות ותוך הפעלת כלל שיקול הדעת העסקי.

17. **לסיכום**: בפסק הדין בעניין עצמון נ' אסם, בית המשפט העליון התייחס, לראשונה, לשאלות תקדימיות ובעלות השלכות רוחב על עסקאות מיזוג אחרות, שבמשך שנים נותרו ללא הלכה ברורה, כאשר בתי המשפט בישראל נאלצו להפנות לפסקי דין מדלאוור בארצות הברית (כגון פסק הדין שניתן בעניין MFW)<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> שם, בסעיף 16.

<sup>9</sup> שם, בסעיף 17.

<sup>10</sup> Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014) ("עניין MFW").

18. בית המשפט העליון הדגיש בפסק הדין כי ביקורת שיפוטית על טיב עבודתה של ועדה בלתי תלויה דרושה בהחלט ואף חיונית כדי למנוע מצב שבו תמונה ועדה למראית עין בלבד, על מנת לנסות בכך להכפיף את העסקה לסטנדרט הביקורת המקל של כלל שיקול הדעת העסקי. עם זאת, נקבע כי יש למקד את עיקר הביקורת השיפוטית בשאלת האפקטיביות של עבודת הוועדה.

19. במקרים שבהם ניכר כי הוועדה הגשימה את התכלית שלשמה היא הוקמה וההליך השיג את מטרתו בכך שדימה משא ומתן בין צדדים בלתי תלויים, אין להוסיף ולדקדק בעבודת הוועדה, בתוצריה, ובכלל זה בסבירות העסקה. אחרת, מדגיש בית המשפט העליון בפסק הדין, יהיה בכך משום אפקט מצנן של הימנעות מהקמת ועדות בלתי תלויות, או הימנעות מלקחת בהן חלק, ותוצאה כזו אינה רצויה ועלולה לפגוע בהגנה המשמעותית הניתנת לבעלי מניות המיעוט מעצם ניהולן של עסקאות בעלי עניין באמצעות ועדה בלתי תלויה.

את נסטלה ייצגו עוה"ד אהרן מיכאלי, ראש מחלקת ליטיגציה מסחרית, תובענות ייצוגיות וחדלות פירעון, יהודה רוזנטל, סגן ראש המחלקה, השותף עוז סאסי ועורכת הדין סיון עודד מהמחלקה. אנו מזמינים אתכם לפנות אלינו לקבלת פרטים נוספים. צוות המחלקה עומד לרשותכם בכל שאלה או הבהרה.

מחלקת ליטיגציה מסחרית, תובענות ייצוגיות וחדלות פירעון.

\*\*\*

**הסקירה לעיל הינה בבחינת תמצית, המידע הכלול בה נמסר למטרות אינפורמטיביות בלבד ואין במידע זה כדי להוות ייעוץ משפטי.**

**לקבלת פרטים נוספים, אנא פנו:**

עו"ד אהרון מיכאלי, ראש מחלקת ליטיגציה מסחרית, תובענות ייצוגיות וחדלות פירעון:

[Aaron.Michaeli@goldfarb.com](mailto:Aaron.Michaeli@goldfarb.com) /או בטלפון: 03-7101635;

עו"ד יהודה רוזנטל, סגן ראש המחלקה: [yehuda.rosenthal@goldfarb.com](mailto:yehuda.rosenthal@goldfarb.com);

עו"ד עוז סאסי, שותף במחלקה: [oz.sasi@goldfarb.com](mailto:oz.sasi@goldfarb.com);

עו"ד סיון עודד מהמחלקה [sivan.oded@goldfarb.com](mailto:sivan.oded@goldfarb.com)