

28 באוקטובר 2020

ועדה בלתי תלויה בעסקאות בעלי שליטה

לקוחות נכבדים,

נבקש לעדכנכם אודות עמדה משפטית חדשה שפרסם סגל רשות ניירות ערך ("הרשות"), שעניינה **גילוי אודות הליך עבודתה של ועדה מיוחדת לניהול משא ומתן בעסקאות בעלי שליטה**. עמדה משפטית זאת מתפרסמת על רקע שימוש הולך וגובר בוועדות מיוחדות בלתי תלויות לניהול הליך המשא ומתן בעסקאות בעלי שליטה משמעותיות, ובין היתר על רקע פסק דין שניתן לאחרונה על-ידי המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב-יפו (עניין עצמון נ' אסם השקעות בע"מ), הכולל קביעות חשובות ותקדימיות לעניין עסקאות בעלי שליטה בכלל, ועבודתה ותפקידיה של ועדה בלתי תלויה בעסקאות בעלי שליטה, בפרט.

➤ פסיקת בית המשפט

פסק-הדין בעניין עצמון ניתן במסגרת תביעה ובקשה לאישורה כתביעה ייצוגית בקשר עם עסקת מיזוג משולש הופכי, במסגרתה נרכשו מלוא מניות הציבור באסם על-ידי בעלת השליטה בה, Nestle S.A ("בעלת השליטה") ובעקבותיה הפכה אסם מחברה ציבורית לחברה פרטית (עסקת "Going Private"). דירקטוריון אסם מינה ועדה מיוחדת ובלתי תלויה לניהול המשא ומתן בקשר לעסקה. הוועדה המיוחדת המליצה לאשר את העסקה, והעסקה אושרה ב"אישור המשולש" בידי ועדת הביקורת, הדירקטוריון והאסיפה הכללית כעסקה עם בעל שליטה.

בפסק-הדין נקבעו בין היתר העקרונות הבאים:

- **נטל ההוכחה** - בית-המשפט קבע כי כאשר עסקת בעלי שליטה מאושרת כדין על-ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט שאין להם עניין אישי והאישור התקבל לאחר שניתן להם מלוא המידע אודות העסקה, אזי נטל ההוכחה עובר לכתפי המבקש הטוען שתנאי העסקה לא היו הוגנים.
- **סטנדרט הביקורת השיפוטית המוחל** - בית-המשפט קבע כי אין די בקבלת "האישור המשולש" לעסקה כדי להגן על העסקה מפני ביקורת שיפוטית, שכן לצד קיומו של מנגנון האישור המשולש נקבע בדין תנאי נוסף לפיו על העסקה להיות "לטובת החברה".

לעניין סטנדרט הביקורת השיפוטית שיוחל נקבע כי יש לבחון מצבים אפשריים שונים:

- (1) **כלל שיקול הדעת העסקי יוחל** על החלטת החברה להתקשר בעסקה כאשר תנאיה נקבעו על-ידי ועדה בלתי תלויה שניהלה משא ומתן אמיתי שהתנהל מול בעל השליטה באמצעות הוועדה, ניתנו לוועדה סמכויות מלאות והמשאבים להם היא זקוקה, תהליך עבודתה של הוועדה היה חף מפגמים, ולאחר מכן אושרה העסקה בהתאם לחוק (לרבות אישור בידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט שאין להם עניין אישי, וכשבפני בעלי המניות עמד מידע מלא על העסקה ותנאיה).
- (2) **סטנדרט הביניים ("בחינה מוגברת") יוחל** כאשר המשא ומתן התנהל באמצעות ועדה בלתי תלויה, אולם נפלו פגמים בעבודתה (למעט פגמים טכניים וחסרי משמעות). במקרה זה בעל המניות המבקש מבית-המשפט להתערב במחיר העסקה יידרש להוכיח כי המחיר חורג ממתחם הסבירות.
- (3) מבלי לקבוע מסמרות בעניין, בית-המשפט מציינ כי במצב בו העסקה אושרה כדין אך תנאיה לא גובשו על-ידי ועדה בלתי תלויה, יוחל ככל הנראה סטנדרט הביקורת הגבוה ביותר, קרי הגינות מלאה. עוד הובהר, כי במקרים בהם הפגמים בעבודת הוועדה עולים כדי הפרת חובת האמון של חברי הוועדה (ואינם במישור חובת הזהירות בלבד) ומעידים כי הוועדה לא הייתה בלתי תלויה והוקמה לשם מראית עין של היעדר תלות, לא תהיה משמעות להמלצותיה ובית-המשפט יתעלם מקיומה.

יסל כלים' בנוגע להתנהלות הוועדה הבלתי תלויה כפי שעולה מפסק הדין :

- ✓ על הוועדה לנהל משא ומתן אמיתי והליך אפקטיבי ובלתי שנועל לנסות ולמקסם את התמורה שיקבלו החברה או בעלי מניות המיעוט במסגרת העסקה.
- ✓ בית-המשפט יבחן את עצמאות הוועדה ואי-תלות חבריה בבעל השליטה.
- ✓ על הוועדה להביא בחשבון את האינטרס של בעלי מניות המיעוט (בייחוד בעסקות Going Private) ולפעול אקטיבית להגן עליהם, וזאת מבלי לפגוע בטובת החברה.
- ✓ על הוועדה להחזיק בסמכויות מלאות, לרבות הסמכות לאשר או לדחות את ההתקשרות בעסקה, הסמכות לנהל משא ומתן על תנאיה והסמכות לבחון חלופות לעסקה (ככל שמדובר בעסקה המאפשרת בחינת חלופות).
- ✓ על הוועדה להקפיד על קבלת כל המידע הרלוונטי לגבי העסקה מהנהלת החברה, ובפרט מידע העשוי להשליך על שאלת שווי המניות (בעסקת Going Private).
- ✓ על הוועדה למנות יועצים חיצוניים, כלכליים ומשפטיים, שיסייעו בעבודתה. על יועצים אלה להיות בלתי תלויים בבעל השליטה. כאשר הוועדה ממנה מומחים כלכליים מטעמה עליה לפקח על עבודתם, לבחון את מסקנותיהם ולבקר אותן.
- כאשר מוכח שחברי הוועדה היו מודעים לבעיות בהערכת השווי ובחרו להתעלם מהן ניתן לקבוע כי נפל פגם בהתנהלות הוועדה.
- ✓ על הוועדה לשמור על סודיות דיוניה ולהימנע מהעברת מידע הנוגע לשיקוליה ולאסטרטגיה שלה לידי בעל השליטה.

יצוין, כי אין מדובר ב"רשימה סגורה" של קריטריונים וכי התנהלות הוועדה צריכה להיות מותאמת לנסיבות העניין ולמציאות העסקית.

בעניין עצמון, לאחר בחינת טענות המבקשת אודות פגמים שנפלו בעבודת הוועדה, מצא בית-המשפט כי אכן נפלו פגמים בעבודתה, אולם קבע כי לא הוכח שמחיר העסקה במקרה דנן חרג ממתחם הסבירות, ולפיכך הבקשה לאישור התביעה כייצוגית נדחתה.

נזכיר כי לאחרונה ערך משרדנו וובינר בנושא ועדות בלתי תלויות, שחלק ניכר ממנו הוקדש לדיון בפס"ד עצמון וכן להתנהלות הוועדה הבלתי תלויה לבחינת עסקאות בעלי שליטה. לצפייה בוובינר ובמצגת שהועברה במסגרתו, לחץ כאן.

עמדת הרשות בנושא הגילוי הנדרש

בהמשך להתפתחויות בחקיקה ובפסיקה בנושא, סגל הרשות פרסם את עמדתו ביחס לסוגיית הגילוי הנדרש אודות עבודתה של ועדה בלתי תלויה בעסקאות בעלי שליטה.

לעמדת הרשות, גילוי בדבר אופן פעולתה של הוועדה הבלתי תלויה עשוי לסייע לבעלי המניות השוקלים כיצד להצביע בגין העסקה המובאת לאישור. לפיכך, בעת זימון אסיפה כללית לאישור עסקה עם בעל שליטה, שתנאיה נקבעו על בסיס עבודתה של ועדה מיוחדת בלתי תלויה, יש ככלל להביא במסגרת דוח העסקה גילוי כדלקמן:

הרכב הוועדה וסמכויותיה

- ✓ זהות חברי הוועדה (ואם אינם נושאי משרה - ציון שמם, השכלתם ועיסוקם הנוכחי ובחמש השנים האחרונות).
- ✓ האם למי מחברי הוועדה יש עניין אישי בעסקה, לרבות זיקה אחרת לחברה, לבעל השליטה בה או לצד לעסקה, ומהות עניין זה.
- ✓ סמכויות הוועדה, לרבות ציון הגורם שהחליט על הקמת הוועדה וסמכויותיה, האם הוועדה הוסמכה לבחון חלופות לעסקה המוצעת והאם הוסמכה לבחור ולשכור יועצים נפרדים.

התהליך שביצעה הוועדה המיוחדת

- ✓ תיאור הפעולות המהותיות שביצעה הוועדה, ומשך הזמן בו פעלה.
- ✓ זהות יועצים או נותני שירותים אחרים שסייעו לה בעבודתה (תוך ציון אם יש להם עניין אישי בעסקה לרבות זיקה אחרת לחברה, לבעל השליטה או לצד לעסקה, ומהות עניין זה).

- ✓ ציון סוגי המידע והנתונים המהותיים ששימשו את הוועדה בעבודתה, לרבות חו"ד מקצועית שהוגשה לה.
- ✓ ציון החלופות המהותיות שנבחנו לעסקה המוצעת, תוך התייחסות למאפייניהן ולנימוקי הוועדה לבחירה בחלופה הרלוונטית (ואם לא נבחנו חלופות - נימוקי הוועדה לכך).
- ✓ תיאור תמציתי של ההסדרים שנקבעו להבטחת אי-תלות עבודתה של הוועדה, סודיות דיוניה והמידע ששימש אותה בעבודה וכן להבטחת היעדר מעורבותם של בעלי העניין בעסקה בדיוניה, בנתונים המוצגים לפנייה ובהחלטותיה.

■ המלצות הוועדה

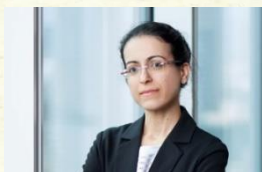
פירוט המלצות הוועדה והנימוקים להן, לרבות נימוקי חברי הוועדה המתנגדים, אם היו כאלה.

* * *

אנו עומדים לרשותכם לשם מתן הבהרות וככל הנדרש לליווי בכל הקשור לתהליכי אישור עסקאות בעלי שליטה, הקמתן ופעילותן של ועדות בלתי תלויות והגילוי הנדרש בהקשרים כאמור.

המידע הכלול במזכר זה נמסר בתמצית ולמטרות אינפורמטיביות בלבד, ואין בו להוות תחליף לייעוץ המשפטי הנדרש בכל מקרה לגופו. אין המשרד מתחייב לעדכן את האמור במזכר זה או את המכותבים אליו בשינויים במצב הנורמטיבי, החוקי או אחר שיש להם השלכה על האמור במזכר זה.

בכל שאלה או הבהרה, ניתן לפנות לאנשי הקשר שלכם במשרדנו או ל:



עו"ד הדר ציקינבסקי שהרבני
hadar.sharabani@goldfarb.com
 050-7452951/03-6089332



עו"ד גור נאבל, שותף וראש תחום שוק הון
gur.nabel@goldfarb.com
 052-4000322/03-60899802