

G-Capital

עדכוני פסיקה - הלכת אסם / ע"א 8762/20 עצמון נ' אסם ואח' -

על היקף הביקורת השיפוטית שיש להפעיל על עבודת ועדה מיוחדת שנועדה לרפא ניגוד עניינים בעסקאות בעלי עניין בישראל

— י י י י י י י י י י —

במסגרת ההליך, נדון בבית המשפט העליון (כב' השופטת ע' ברון) ערעור על פסק דינה של המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו (כב' השופטת ר' הונן), אשר במסגרתו נדחתה בקשה לאישור תובענה כייצוגית שעניינה מחיר המניה ששולם לבעלי המניות מן הציבור בגין החזקותיהם בחברת אסם השקעות בע"מ ("אסם" או "החברה"), במסגרת עסקת מיזוג מסוג משולש הופכי שבה רכשה קבוצת נסטלה, בעלת השליטה באסם, את החזקות הציבור באסם, ואסם הפכה מחברה ציבורית לחברה פרטית. המערערת טענה, כי התמורה ששולמה לבעלי המניות מהציבור בעסקת המיזוג אינה הוגנת, ועתרה לפיצוי בהיקף של 400 מיליון ש"ח בגין הנזק שנגרם להם.

בפתח פסק הדין, סקר בית המשפט העליון את עיקרי פסק הדין של המחלקה הכלכלית, והבהיר כי לא מצא מקום להתערבות בקביעות המפורטות בפסק הדין של המחלקה הכלכלית בנוגע להתנהלותה של הוועדה המיוחדת, ואף לא מצא עילה להתערבות בממצאים שנקבעו בנוגע להוגנות המחיר ששולם לבעלי המניות. יחד עם זאת, בית המשפט מצא שיש מקום לתת את הדעת לשתי סוגיות משפטיות עקרוניות שהתעוררו אגב הדיון בבקשת האישור ובערעור, שטרם נדונו בפסיקת בית המשפט העליון - האחת היא היקף הביקורת השיפוטית שתופעל על עסקאות בעלי עניין שעברו אישור משולש כנדרש בחוק החברות ומונתה בהן וועדה מיוחדת במטרה לרפא ניגוד עניינים בעסקאות בעלי עניין; והשניה היא השאלה על מי מוטל הנטל להוכיח כי עסקה שאושרה באישור משולש בהתאם להוראות חוק החברות הייתה בלתי הוגנת. בית המשפט ציין בפסיקתו כי ההכרעה בסוגיות אלו נדרשת נוכח השלכות הרחב על עסקאות אחרות מסוג זה.

בהתייחס להיקף הביקורת השיפוטית בעסקת המיזוג, ציין בית המשפט העליון כי עסקת המיזוג נשוא הדיון היא עסקת בעלי עניין הנגועה באופן אינהרנטי ומובהק בניגוד עניינים מצידה של נסטלה (כבעלת השליטה באסם, המצויה משני עברי המתרס בעסקה). בית המשפט הוסיף כי חוק החברות אינו אוסר על ביצוע עסקאות בעלי עניין, מתוך תפיסה שעסקאות מסוג זה עשויות דווקא להיטיב עם החברה ואף עם בעלי מניות המיעוט - אם יבוצעו בתנאים הוגנים. חלף זאת, החוק כולל שורה של הוראות שנועדו להתמודד עם עסקאות בעלי עניין, ובכלל זה עסקאות שנערכות על ידי חברה ציבורית ונגועות בניגוד עניינים של בעל השליטה.

בית המשפט העליון ציין, כי במישור המהות, עסקאות בעלי עניין כפופות לחובות אמון זהירות המוטלות על נושאי משרה, ולחובות תום לב והגינות המוטלות על בעל השליטה; בעוד שבמישור הפרוצדורה חוק החברות קובע (א) הסדר תובעני של קבלת החלטות בחברה, שנועד להבטיח כי עסקת בעלי עניין תהיה כפופה לאישור מראש מאת אורגנים בלתי תלויים בחברה, שאינם מושפעים מניגוד העניינים, ועל בסיס גילוי מלא (סעיף 275 לחוק החברות, ובכלל כך החובה החלה על ועדת הביקורת לקיים הליך תחרותי או הליך אחר שיבטיח את טובת החברה); (ב) תנאי מהותי שלפיו עסקת בעלי עניין נדרשת להיות "לטובת החברה" (סעיף 270(1) לחוק).

בפסיקתו ציין בית המשפט העליון, כי כלל שיקול הדעת העסקי (המהווה עקרון יסודי בידי החברות בארצות הברית ואשר אומץ במדינות רבות אחרות, לרבות בישראל), מורה כי החלטה שהתקבלה על ידי נושאי משרה בחברה נהנית מ- "חזקת תקינות" וזאת כל עוד ההחלטה התקבלה שלא מתוך ניגוד עניינים, בתום לב (סובייקטיבי) ועל יסוד מידע מלא. משמעות הפעלתו של כלל שיקול הדעת העסקי היא שניתנת לנושאי המשרה בחברה חזקת תקינות, באופן שבית המשפט ימשוך ככלל ידיו מבחינת הפעולה העסקית לגופה.

עם זאת כאשר מדובר בעסקת בעלי עניין, קבלת החלטה במצב של ניגוד עניינים סותרת כשלעצמה את חזקת התקינות - שאז לפי הדין האמריקאי נהוג להחיל סטנדרט ביקורת שיפוטית מחמיר, הידוע בכינויו "מבחן ההגינות המלאה" (entire fairness). לפי מבחן זה, הנטל עובר לפתחם של נושאי המשרה בחברה, להוכיח את הגינות המלאה של עסקת בעלי העניין - הן בהיבט ההליכי והאופן שבו היא אושרה (הגינות פרוצדורלית), והן בהיבט הכלכלי והעסקי ביחס לתנאי העסקה (הגינות מהותית).

בפסיקתו ציין בית המשפט העליון, כי מבחן ההגינות המלאה נולד בפסיקת דלוור על רקע היעדר מנגנון לאישור מראש של עסקאות בעלי עניין כדוגמת המנגנון הקבוע בחוק החברות - ומכאן ההחמרה שבצדו של הכלל שהוחל שם. בית המשפט העליון הוסיף, כי בשנים האחרונות חל ריכוך משמעותי בדין האמריקאי ביחס לסטנדרט הביקורת השיפוטית שיופעל על עסקאות מסוג going private שבמסגרתן נרכשות מניות המיעוט לצורך הפיכת החברה מציבורית לפרטית. בית המשפט הפנה בהקשר זה לפסק הדין בעניין MFW¹, במסגרתו הוכרה האפשרות להחיל ביחס לעסקאות מסוג זה את הסטנדרט המקל של שיקול הדעת העסקי (חלף הסטנדרט המחמיר של הגינות מלאה), וזאת בתנאי שהעסקה הותנתה באישור מאת ועדה מיוחדת ובלתי תלויה שמונתה על ידי הדירקטוריון וכן שהעסקה אושרה מראש על ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט ועל יסוד מידע מלא.

בכל הנוגע לדין הישראלי, ציין בית המשפט העליון, כי הגישה הרווחת בפסיקה ובספרות הישראלית היא שעל בתי המשפט ככלל להימנע מלבחון לגופן עסקאות בעלי עניין שאושרו בהתאם למנגנון הקבוע בחוק החברות, וכי הנחת המוצא ביחס לעסקאות כאלה היא שהאישור המשולש מנטרל את הפוטנציאל המזיק של ניגוד העניינים שבו נתון בעל השליטה, בפרט לנוכח הדרישה כי העסקה תאושר על ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט באסיפה הכללית. בית המשפט העיר בהקשר זה, כי הוא שותף לעמדה לפיה הנטל להוכיח כי עסקה שאושרה באישור משולש היא בלתי הוגנת, מוטל לפתחו של הטוען לכך. לצד זאת בית המשפט העליון ציין, כי הוא שותף לעמדה לפיה בעסקת המיזוג דנן לא די באישור המשולש על מנת להפיג את החשש מפני פגיעה בבעלי מניות המיעוט, משום שבעסקה מסוג זה קיים חשש מובנה שתנאי העסקה ייקבעו במשא ומתן בין בעל השליטה לחברה - ויובאו לאישור באסיפה הכללית כהצעה שניתן לאשר או לדחות אותה אך לא לדון על תנאיה, כמעין "אולטימטום", באופן המאפשר לבעל השליטה לגרוף בדרך לא הוגנת את עיקר הרווח מההתקשרות.

יחד עם זאת, בית המשפט העליון עמד על כך שבעניין פס"ד אסם לא רק שניתן אישור משולש לעסקת המיזוג, ברוב גדול של בעלי מניות מקרב המיעוט (כ-90%) ושל הגופים המוסדיים (כ-75%), אלא שהמשא ומתן לקראת עסקת המיזוג התנהל מטעם אסם על ידי ועדה בלתי תלויה שמונתה על ידי הדירקטוריון, באופן שלעובדה זאת השפעה משמעותית על סטנדרט הביקורת השיפוטית הראוי שלאורו תיבחן העסקה.

לעמדת בית המשפט העליון, כאשר מו"מ מתנהל באופן עצמאי באמצעות ועדה בלתי תלויה, והעסקה מאושרת בהתאם למנגנון האישור המשולש הקבוע בחוק החברות, קמה חזקה הניתנת לסתירה שלפיה העסקה שהושגה היא הוגנת. בייסוד חזקה זו עומדת התפיסה שבהינתן קיומו של מנגנון שוק - לבית משפט אין יתרון בקביעת שווי המניות והכדאיות הכלכלית של העסקה, וממילא חזקת התקינות מספקת תמריץ רב עצמה לחברות למנות באופן וולונטרי ועדה בלתי תלויה לניהול משא ומתן בעסקאות בעלי עניין, ולאפשר לה לפעול באופן עצמאי.

החזקה בדבר הוגנות העסקה חלה כל עוד הוועדה שמונתה אמנם קיימה הליך אפקטיבי ובלתי תלוי כמצופה ממנה. ככל שמתברר שבעבודת הוועדה נפלו פגמים שהובילו לכך שהיא לא דימתה מנגנון שוק ולא היתה אפקטיבית עבור בעלי מניות המיעוט - מטבע הדברים לא ניתן עוד להחיל את חזקת התקינות בנוגע לעסקה, ונדרשת ביקורת שיפוטית על

¹ Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del.2014)

הוגנות המחיר שנקבע. 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 תלויה והשפעתם על אפקטיביות פעילותה, ומתמצה בבחינה של סבירות המחיר.

בנקודה זו ביקש בית המשפט העליון לייחד מספר מילים לאופן שבו יש לבחון את פעילותה של הוועדה הבלתי תלויה. בהינתן תפקידה של הוועדה כמפורט לעיל, הביקורת השיפוטית על פעילותה נועדה בעיקרה לוודא שזו הייתה אפקטיבית ומועילה לתכלית לשמה הוקמה. בבואו לבחון את שאלת האפקטיביות - על בית המשפט להידרש לאי התלות של חבריה, עצמאות יועציה והמומחים שמונו על ידה, היקף הסמכויות שניתנו לה, איכות המידע שהונח לפניה וכיוצ"ב. לעמדת בית המשפט העליון, כל עוד הוועדה עשתה את עבודתה נאמנה, בית המשפט אינו נדרש להחליף את שיקול דעתו בשיקול דעתה של הוועדה - והמשמעות היא שאין ככלל מקום לבחון את האסטרטגיה שבה נקטו חברי הוועדה, את טיב ההחלטות שקיבלו, ואם יכלו להשיג תוצאה טובה יותר. בהתאם לכך, עיון בפרוטוקולים של הוועדה דרוש אמנם על מנת להתרשם מהלך הרוח של הוועדה ומכוונתה להביא להשאת מחיר המניות, וכן כדי לוודא שהחלטותיה היו מושכלות, אולם אין מקום להיכנס לקרביים של עבודת הוועדה ולהטיל ספקות במומחיות ובשיקול הדעת של חבריה.

בפסיקתו ציין בית המשפט העליון כי למקרא פסק הדין קמא מתקבל הרושם שהמחלקה הכלכלית הקפידה הקפדה יתרה בבדיקתה עת הקדישה את עיקר פסק דינה להתנהלותה של הוועדה המיוחדת, תוך שירדה לשורש עבודתה והתעמקה בפרוטוקולים ובמסמכים ששימשו את חבריה. לשיטת בית המשפט העליון, הפגמים הספורים שמצא בית המשפט המחוזי בעבודת הוועדה אינם עומדים בליבת העניין, ועל כן לא הצדיקו הפעלה של סטנדרט הביניים חלף כלל שיקול הדעת העסקי. אגב כך ציין בית המשפט העליון כי גם אם נפלו אי דיוקים ואף חסרים בפרוטוקולים, או תיקונים בלתי מוסברים - יותר מכל מלמדים פרוטוקולים אלה על העבודה הרצינית והמעמיקה שביצעו חברי הוועדה לבחינת עסקת המיזוג ולשיפור תנאיה. בית המשפט העליון הדגיש כי ביקורת שיפוטית על טיב עבודת ועדה בלתי תלויה בהחלט דרושה ואף חיונית כדי למנוע מצב בו הוועדה תתמנה למראית עין ורק כדי להכפיף את העסקה לסטנדרט הביקורת השיפוטית המקל של כלל שיקול הדעת העסקי. יש ערך בביקורת שיפוטית שתתמרץ את חברי הוועדה לפעול באופן אקטיבי לטובת החברה ובעלי מניות המיעוט, וכדי לוודא כי מילאו את תפקידם נאמנה. עם זאת, יש למקד את עיקר הביקורת השיפוטית באפקטיביות עבודתה של הוועדה - ובמקרים שבהם ניכר כי ההליך השיג את מטרתו, אין להוסיף ולדקדק בעבודת הוועדה הבלתי תלויה ובתוצריה ובכלל זה בסבירות העסקה. אחרת נימצא משיגים תוצאה הפוכה, של הימנעות ממינוי ועדות בלתי תלויות או הימנעות מלקחת בהן חלק; ואפקט מצנן מסוג זה עלול לפגוע בהגנה המשמעותית הניתנת לבעלי מניות המיעוט מעצם ניהולן של עסקאות בעלי עניין באמצעות ועדה בלתי תלויה.

בהתייחס לנסיבות ההליך נשוא עסקת המיזוג בין אסם לנסטלה קבע בית המשפט העליון כי בדיעבד מתברר, כי גם לאחר בחינת סבירות העסקה לא הוכח ולו לכאורה כי המחיר שנקבע חורג ממתחם הסבירות, ועל כן בוודאי שלא היה מקום לאפשר את ניהול התובענה כייצוגית.

כיצד על ועדה בלתי תלויה שהוקמה כדי "לרפא" ניגוד עניינים בעסקאות בעלי עניין לפעול כדי שתיחשב כוועדה מיוחדת אפקטיבית?

כאמור, בית המשפט העליון קבע בפסק דינו שני כללי יסוד שוועדה בלתי תלויה צריכה לעמוד בהם על מנת שעבודתה תיחשב כאפקטיבית והיא תיהנה מחזקת התקינות שמקים כלל שיקול הדעת העסקי:

- הוועדה הבלתי תלויה צריכה לקיים הליך אפקטיבי ובלתי תלוי המדמה משא ומתן עם גוף בלתי תלוי בתנאי שוק.
- הוועדה הבלתי תלויה צריכה להבין את המטרה לשמה היא הוקמה והלך הרוח שלה צריך להיות מכוון כל העת למימוש אותה מטרה.

בית המשפט העליון אף מנה רשימה בלתי סגורה של שיקולים, אותם ניתן לבחון כדי להגיע למסקנה שוועדה בלתי תלויה עמדה בשני כללי היסוד הנ"ל:

- על הוועדה הבלתי תלויה להיות מורכבת מחברים שאינם תלויים בבעל השליטה, לשמור על ניתוק מבעל השליטה ולא להיכנע לתכתיבים של בעל השליטה;
- על הוועדה הבלתי תלויה להיות מוסמכת באופן אפקטיבי להחליט נגד ביצוע העסקה;
- על הוועדה הבלתי תלויה לנהל משא ומתן "בפועל ולא למראית עין";
- על הוועדה הבלתי תלויה למנות מומחים ויועצים שאינם תלויים בבעל השליטה;
- על הוועדה הבלתי תלויה לשמור על סודיות דיוניה;
- על הוועדה הבלתי תלויה לכלכל צעדיה על יסוד מידע מלא;
- על הוועדה הבלתי תלויה לתעד באופן ראוי את עבודתה.

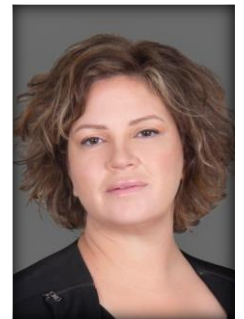
יש להניח שהקווים המנחים לפעילותן של ועדות בלתי תלויות עוד יתפתחו בעתיד בפסיקה, ממקרה למקרה.

נשמח לעמוד לרשותכם בכל עניין,



יאיר שילוני
שותף

shiloni@gornitzky.com



שרון ורקר-שגיא
שותפה

sagy@gornitzky.com

גורניצקי