



עדכונים וחידושים - תאגידים וניירות ערך

לקוחות יקרים,

בעדכון לקוחות זה נביא בפניכם פסק דין חשוב שניתן על ידי בית המשפט העליון בפרשת שרון עצמון נ' **אסם השקעות בע"מ**¹, אשר קובע את גבולות הגזרה לביקורת השיפוטית על עסקאות מיזוג בניגוד עניינים ועבודת הועדה הבלתי תלויה המנהלת את המו"מ.

[רקע:](#)

בעשור האחרון כלל ה-BUSINESS JUDGMENT RULE עבר תהליך קליטה בישראל שהחל בבתי המשפט המחוזיים ובהמשך הגיע עד לבית המשפט העליון. פסק הדין בעניין עצמון נותן גושפנקא נוספת לקליטתו של ה-BJR לדיני החברות בישראל.

למעשה, לכלל שיקול הדעת העסקי שני פנים: מצד אחד, הכלל מקל בכך שהוא מעניק לנושאי המשרה מעין חסינות שיפוטית ("חזקת תקינות") כאשר מדובר בהחלטה עסקית שהתקבלה שלא מתוך ניגוד עניינים, בתום לב ובאופן מיועד. מצד שני, הכלל מחמיר היכן שהחוק הסתפק באישור משולש של עסקה בניגוד עניינים (ועדת ביקורת, דירקטוריון ואסיפה כללית עם רוב מקרב בעלי מניות המיעוט), ומאפשר לתקוף גם עסקה שאושרה כחוק, אם הליך ההתקשרות בה לא נוהל כהלכה.

בהקשר עסקאות הטעויות אישור משולש, השלים בית המשפט העליון מהלך בן מספר שלבים: בעבר, נקבע בעניין נצבא² כי עסקה שעברה את מנגנון האישור המשולש אינה חשופה לביקורת שיפוטית; לא מכבר, בפרשת ורדניקוב³ אימץ בית המשפט את כלל ה-BJR, אך עדיין קבע כי ההתערבות בעסקה שעברה את האישור המשולש תיעשה במקרים חריגים ובמשורה; ואילו בפסק הדין הנוכחי בעניין אסם נקבע כי יש מקום להתערב בעסקה אף אם עברה את האישור המשולש, אם לא הוקמה ועדה בלתי תלויה לניהול המשא ומתן או שנפלו פגמים מהותיים בעבודתה. עם זאת, השתלשלות הפרשה וייחודיות נסיבות מתן פסק הדין של בית המשפט העליון, מבשרים על מגמת עידון מסוים של הביקורת השיפוטית.

["אין מקום להיכנס לקרביים של עבודת הועדה":](#)

פרשה זו, עניינה גובה המחיר ששולם על ידי נסטלה במסגרת עסקת GOING-PRIVATE לרכישת חברת אסם.⁴ בית המשפט המחוזי בחן את עבודת הועדה המיוחדת שניהלה את המו"מ, וקבע כי נפלו בה פגמים שמקשים לתת אמון מלא בהליך. לכן, הגם שלצד תהליך האישור המשולש נוהל המו"מ בידי ועדה מיוחדת, בחר בכל זאת בית המשפט לבחון את סבירות המחיר ששולם בעסקה, כאשר על בסיס אינדיקציות שוקיות ואישור העסקה על ידי גופים מתוחכמים נדחתה התביעה.

¹ ע"א 8762/20 שרון עצמון נ' אסם השקעות בע"מ (פורסם בנבו, 09.12.2021) (מותב: ע' ברון, ד' מינץ, ע' גרוסקופף).

² ע"א 2773-04 נצבא חברה להתנחלות בע"מ נ' מאיר עטר ו-35 אחרים (פורסם בנבו, 14.12.2006).

³ ע"א 7735-14 אילן ורדניקוב נ' שאול אלוביץ (פורסם בנבו, 28.12.2016); ראו גם: דני"א 1380-17 ורדניקוב אילן נ' אלוביץ שאול (פורסם בנבו, 30.08.2017).

⁴ דאז, חברת נסטלה הייתה בעלת השליטה עם כ-63.68% ממניות חברת אסם.

בית המשפט העליון בצעד יוצא דופן, לאחר שהמלצתו לתובעים הייצוגיים למשוך את הערעור התקבלה, בחר בכל זאת לכתוב פסק דין ולחדד את עקרונות הביקורת השיפוטית בתקדים מחייב של בית המשפט העליון, ובכך שידר מסר לשוק על האופן בו יש לנהל עסקאות בניגוד עניינים. מסר זה מחזק את התמריץ להקים ועדות מיוחדות ולנהלן כהלכה, שכן הוא מבטיח "תמורה" לדירקטוריון, בדמות הגנה עודפת, גם אם - כפי שכמעט מן הנמנע שלא יקרה - יתברר בדיעבד כי עבודת הועדה לא הייתה מושלמת.

תחילה, נקבע כי **הנטל** להוכיח כי עסקה שאושרה באישור משולש היא בלתי הוגנת, מוטל **על התובע**.

לאחר מכן, אושרה הקביעה שניתנה במחוזי כי עסקה שתנהל **באופן אפקטיבי**⁵ באמצעות ועדה בלתי תלויה ותאושר בהתאם למנגנון האישור המשולש, תהנה מכלל שיקול הדעת העסקי:

- רק במקרים בהם התברר שהועדה **הפירה את חובות האמון** כלפי בעלי מניות המיעוט, כלומר נפגעה עצמאותה או יוכח שפעלה "בשירות" בעל השליטה, יחול סטנדרט ביקורת שיפוטית של "**הגינות מלאה**" שיעביר לכתפי **הנתבעים** את הנטל להוכיח שהליך האישור וכן תנאי העסקה לגופם היו הוגנים.

- במקרים אחרים, בהם הוכחו **פגמים משמעותיים** שאינם נוגעים לאי התלות, אלא למשל לאפקטיביות פעולותיה ולהיקף המידע שהיה בפניה - תופעל "**בחינה מוגברת**" שתותאם לחומרת הפגם ותבחן למעשה את **סבירות** מחיר העסקה. ככל שקטן משקלם של הפגמים, כך יגדל מרחב אי ההתערבות השיפוטי במחיר שנבחר.

עוד הובהר כי גם במקרה של בדיקת סבירות המחיר, על הדירקטוריון לא מוטלת החובה להראות כי מדובר במחיר **המירבי** שהיה ניתן להשיג, אלא במחיר שייתפס כ"סביר" בנסיבות העניין.

- הודגש, כי גם אם נפלו פגמים בתהליך, אולם הללו **אינם משמעותיים** - העסקה עדיין תיבחן תחת ה- **BJR**.

בית המשפט העליון מיישם גישה מחמירה פחות מזו שאימץ בית המשפט המחוזי, וקובע כי אין מקום להיכנס לקרביים של עבודת הועדה המיוחדת ולהטיל ספקות בשיקול דעת חברה או בסבירות העסקה. כל עוד הועדה עשתה את עבודתה נאמנה, אין מקום לבחון את האסטרטגיה שלה, את טיב החלטותיה והאם יכלה להשיג תוצאה טובה יותר.

[צעד חשוב בצמצום הביקורת השיפוטית, אך מוקדם להספיד את הליטיגציה של עסקאות בעלי עניין:](#)

את כללי ה BJR קלטנו כאמור מארה"ב. שם החלה זה מכבר תנועת מטוטלת של ריכוך הביקורת השיפוטית על עסקאות מיזוג ורכישה ולה שני מניעים מרכזיים: האחד, מתן כלים לחברות שיצמצמו את ליטיגציית היתר שאפיינה הליכים מסוג זה; השני, מתן משקל גובר והולך להסכמה מיוחדת של בעלי המניות שאישרו את העסקה.

פסק הדין החשוב הראשון בנושא הוא בפרשת **MFW**⁶ הקובע שעסקת רכישת החברה בידי בעל השליטה העונה על שני תנאים מצטברים: (א) ניהולה באמצעות ועדה מיוחדת; ו (ב) אישורה על ידי רוב בלתי תלוי ומיוחד באסיפה, תזכה לסטנדרט ה- BJR (שמשמעותו התערבות שיפוטית נדירה במקום "בחינה

⁵ נדרש כי לועדה ימונו דירקטורים ויועצים שאינם תלויים בבעל השליטה; כי גם היועצים והמומחים ייבחרו באופן עצמאי ויהיו בלתי תלויים בחברה ובעל השליטה; לועדה יינתנו סמכות ושיקול דעת לניהול מו"מ ובחינת חלופות לעסקה. יש לשמור על סודיות, לפעול על יסוד מידע מלא, תוך תיעוד ראוי; ומעל לכל, "הלך הרוח" יהא מכוון להשאה של תמורת העסקה.

⁶ In re MFW Shareholders Litigation, 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013)

מחמירה"). השלב השני נקבע בעניין ⁷Corwin⁷ שעסק בעסקאות רכישה שלא בידי בעל השליטה, ושם נקבע כי כאשר העסקה אושרה על ידי בעלי המניות ברוב בלתי תלוי ומיודע, תביעות לסעד כספי שהוגשו לאחר השלמת העסקה, ככלל לא תתקבלנה.

כאמור, בית המשפט העליון בישראל שלח כעת מסר המחזק את ההגנה על עבודת הועדה המיוחדת ואת התמריצים להקמתה, תוך הרמת הרף הנדרש להצביע על פגמים בהתנהלותה. כך גם, בדומה לבית המשפט המחוזי, הגביל בית המשפט העליון את היכולת לטעון כי המידע שהוצג לבעלי המניות באסיפה הכללית אודות פגמים שנפלו בעבודת הועדה היה חסר, וקבע כי רק פגמים מהותיים טעונים גילוי.⁸

יחד עם זאת, דירקטוריונים בישראל עדיין אינם נהנים ממלוא ההגנות העומדות לדירקטוריונים על פי הפסיקה בארה"ב. הנטייה בישראל שלא לדחות הליכים על הסף אלא לקיים הליכי גילוי מסמכים ארוכים ויקרים וכן בדיקה מהותית ופרטנית של הטענות לגופן, גם באותם מקרים בהם לכאורה התקיימו תנאי ה-BJR, היא אחת הסיבות לריבוי הליטיגציה, לעליית מחירי פרמיות הביטוח ולעיתים אף לקושי להשיג ביטוח דירקטורים ונושאי משרה, עקב זיהויה של ישראל עם פוטנציאל גבוה לליטיגציה תאגידית.

מחלקת שוק ההון פישר (FBC & Co.)

למידע נוסף אנו עומדים לרשותכם בכל שאלה או הבהרה ונשמח לסייע ככל הנדרש.

03-6944131	awell@fbclawyers.com	אברמי וול
03-6944111	salbeck@fbclawyers.com	שוני אלבק
03-6944131	nsandor@fbclawyers.com	ניצן סנדור
03-6944249	bnoiman@fbclawyers.com	בוני נוימן
03-6944249	voren@fbclawyers.com	ורד אורן

הכלול באגרת מידע זו הוא מידע כללי בלבד, הוא אינו חוות דעת משפטית או ייעוץ משפטי ואין להסתמך עליו. כל הזכויות שמורות לפישר (FBC & Co.).
להירשם למייל זה או להסרה מרשימת התפוצה: news@fbclawyers.com

⁷ Corwin v. KKR Financial Holdings LLC, 125 A.3d 304 (2015).

⁸ במתח מסוים עם [עמדת הרשות לניירות ערך](#) בהחלטה 101-23 "גילוי אודות ועדה מיוחדת לניהול משא ומתן בעסקאות בעלי שליטה" (26.10.2020), שניתנה לאחר פסק הדין במחוזי, וחיבה בגילוי מקיף לאסיפה הכללית.