

## מיזוג אסם ונסטלה – קווים מנחים לפעולתה של ועדה בלתי תלויה



### מזכר תאגידיים ניירות ערך ושוק ההון – אוגוסט 2020

לקוחות יקרים,

בעקבות מיזוג בין אסם לנסטלה הוגשה בקשה לאשר תביעה ייצוגית. אסם טענה כי יש לדחות את הבקשה, בין היתר לאור העובדה שמי שהוביל את המיזוג מטעמה הייתה ועדה בלתי תלויה שהקים הדירקטוריון. פסק הדין דוחה את הבקשה ובתוך כך משרטט קווים מנחים הן לסטנדרט הביקורת השיפוטית והן בקשר עם המותר והאסור בפעילותם של הוועדה הבלתי תלויה ויועציה. לאמור בפסק הדין משמעות רבה בכל הנוגע לעסקאות בניגוד עניינים בכלל ועסקאות מיזוג בפרט.

באשר לנטל הראיה וסטנדרט הביקורת, קובע בית המשפט, כי אחת שעסקה בניגוד עניינים, ובכלל זה עסקת Going Private, אושרה ברוב מקרב המיעוט ובהחלטה מיוחדת (גילוי מלא), עובר הנטל ההוכחה לתובעים. ככל שתנאי העסקה גובשו במשא ומתן שנוהל בידי ועדה בלתי תלויה, וככל שלא נפלו פגמים (מעבר לפגמים מינימליים שאינם מהותיים) בעבודת הוועדה, תאומץ הלכת MFW הדלווארית, לפיה סטנדרט הביקורת שיפעיל בית המשפט הוא של כלל שיקול הדעת העסקי, היינו, בית המשפט לא יתערב בבחינת הוגנות המחיר. ככל שנפלו פגמים בעבודת הוועדה, יידרש בית המשפט לבחון את המחיר כאשר ככל שהפגמים מעטים יותר והליך עבודת הוועדה נאות יותר, יורחב "טווח הסבירות" של המחיר ההוגן (שעל התובע להוכיח את הסטיה ממנו).

### דגשים עיקריים:

- במסגרת הדיון בתביעה בית המשפט לא הסתפק בבחינת הפרוטוקולים של ישיבות הוועדה הבלתי תלויה אלא ביקש לראות גם את טיוטות הפרוטוקולים ולקבל הסברים לשינויים. לאור זאת, תיקונים ושינויים בטיוטות של פרוטוקולים צריכים להיות מצומצמים, וכאשר מבוצעים תיקונים או שינויים מהותיים בין טיוטת הפרוטוקול לבין הנוסח הסופי שלו, נדרש הסבר מדוע מלכתחילה נרשם נתון או פרט שלכאורה אינו משקף את הדברים כהווייתם ומדוע הוא שונה או תוקן בהמשך.

- בעלת השליטה רשאית לפנות אל בעלי מניות מהותיים מקרב המיעוט כדי לבחון את היתכנותה של עסקת מיזוג והדבר לא יהווה פגם בהליך. גם פגישה של הוועדה בתחילת ההליך עם בעלי מניות מיעוט כדי לוודא את היתכנות העסקה היא צעד לגיטימי ואף הכרחי והוועדה גם רשאית לנהל משא ומתן עם בעלי מניות המיעוט תוך הבנת ציפיות בעלי מניות אלה מהעסקה, ולא יהיה בכך כדי להוות פגם בתהליך עבודתה של הוועדה, ואולם יש לתעד פגישה כזו.
- בעל שליטה רשאי להודיע לוועדה כי ההליך המוצע הוא של מיזוג משולש הפוך, בשים לב לכך שהוועדה אינה יכולה לכפות על בעל שליטה לבצע הצעת רכש מלאה, עם זאת הוועדה צריכה לדון בכל החלופות לביצוע העסקה.
- ניתן לקיים פגישות בין מעריכי השווי של הצדדים, כדי לדון בפערים בין ההערכות ובשאלה ממה נובעים הפערים אך זאת רק לאחר שכל צד גיבש את הערכת השווי שלו ויש לתעד את הפגישות בפרוטוקול מפורט.
- כדי להוכיח כי קיים ניגוד עניינים של מעריך השווי בשל קשרים בינו לחברה או לבעלת השליטה על המבקש להוכיח כי הזיקה היא משמעותית ומהותית, כזו שעשויה הייתה להטות את מסקנות המעריך, קרי כי קיימת למעריך תלות בחברה או בבעל השליטה.
- גם כאשר חלק (ואפילו רוב) שכרו של מעריך השווי, אשר נותן הערכת שווי לוועדה הבלתי תלויה, מותנה בפרסום דוח העסקה, לא פוסל את חוות הדעת בשל ניגוד עניינים, אך מומלץ כי בדוח העסקה שמפורסם לציבור לצורך האסיפה הכללית, יפורט מבנה השכר של מעריך השווי והיחס בין הרכיבים השונים שלו.

### עצמון נ' אסם השקעות בע"מ<sup>1</sup>

פסק דין של בית המשפט המחוזי בת"א (המחלקה הכלכלית) מפי כב' השופטת רות רונן, אשר דחה את בקשת האישור לתביעה ייצוגית שהוגשה על ידי בעלת מניות באסם ("המבקשת"), שעניינה מיזוג משולש הופכי ("העסקה"), במסגרתו רכשה נסטלה ("בעלת השליטה") את מניות הציבור בחברת אסם תמורת סכום של 82.5 ש"ח למניה, והפכה את אסם מחברה ציבורית לפרטית.

בבסיס בקשת האישור עומדת טענת המבקשת כי בהתנהלות הוועדה הבלתי תלויה שהוקמה על ידי דירקטוריון אסם ("הוועדה"), נפלו פגמים אשר משליכים על אפקטיביות ההליך שניהלה ולכן רף הביקורת השיפוטית שעל בית המשפט להחיל הוא הרף המחמיר של הגינות מלאה.

### להלן הקביעות העיקריות בפסק הדין:

על מי מוטל נטל ההוכחה להראות שתנאי העסקה אינם הוגנים? בית המשפט מבהיר כי לאישורו של רוב מקרב המיעוט את העסקה יש משמעות, וכשאישור כזה ניתן (בנסיבות בהן המידע הנדרש עמד כולו בפני בעלי מניות), יש בו כדי להעביר את נטל ההוכחה לכתפי מי שטוען כי תנאי העסקה

<sup>1</sup> ת"צ (כלכלית) 40404-03-16 עצמון נ' אסם השקעות בע"מ (פורסם בנבו, 4.8.2020).

לא היו הוגנים וכי בית המשפט צריך להתערב בהם. בהתאם, בית המשפט קובע כי במקרה זה נטל ההוכחה על המבקשת.<sup>2</sup>

**ביקורת שיפוטית בעסקאות Going Private** – לתפיסת בית המשפט אין די באישור המשולש כדי למנוע לחלוטין ביקורת שיפוטית על תנאי העסקה.<sup>3</sup> הדברים הללו מקבלים משנה תוקף כאשר מדובר בעסקת Going Private בה רוכש בעל השליטה את מניות הציבור, עסקה גורלית לבעלי מניות המיעוט אשר נדרשים לוותר על אחזקותיהם בחברה. באשר ל**ביקורת שיפוטית על עסקה שאושרה כחוק ושתנאיה נקבעו על ידי ועדה בלתי תלויה**, בית המשפט קובע כי היזקקות לוועדה בגיבוש תנאי העסקה יכולה לסייע בריכוך סטנדרט הביקורת השיפוטית החל על עסקה בניגוד עניינים שאושרה כדון, כך, שסטנדרט הביקורת השיפוטית שיוחל הוא הסטנדרט של כלל שיקול הדעת העסקי<sup>4</sup> שהינו סטנדרט מקל.

**ומה באשר לסטנדרט הביקורת כאשר המשא ומתן התנהל באמצעות ועדה בלתי תלויה שבתהליך עבודתה נפלו פגמים?** במקרה כזה, קובע בית המשפט, יוחל סטנדרט ביניים, בו יהיה על בעל המניות המבקש מבית המשפט להתערב במחיר העסקה להוכיח כי מחיר זה חורג ממתחם הסבירות. השאלה מה יהיה המרחב של "מתחם הסבירות" של המחיר, תוכרע תוך מתן משקל לאיכות העבודה של הוועדה הבלתי תלויה, למשקלם של הפגמים בעבודתה ולאור כל אלה למידת האמון שיכול בית המשפט לתת בתוצריה<sup>5</sup>. בהתאם, כל עוד בית המשפט ימצא כי תנאי העסקה מצויים במתחם הסבירות, הוא לא יתערב בתנאים אלה.<sup>6</sup>

**בחירת התנהלות הוועדה המיוחדת** - בית המשפט מבהיר כי אין די בבחינת הרכב הוועדה או הסמכויות שניתנו לה, ועליו לבחון את הליך המשא ומתן שהיא ניהלה, וזאת כדי לקבוע האם הוועדה אכן נקטה באמצעים הדרושים כדי לנסות להביא בפני בעלי המניות מהציבור את ההצעה הטובה ביותר האפשרית בנסיבות העניין. בית המשפט מציין כי, יש להכיר בכך שככל הנראה, לא ניתן לקיים הליך שיהיה נקי לחלוטין מכל פגם שהוא, ולו הקטן ביותר.

**הליך אישור העסקה באסיפה הכללית על ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט** - כדי שניתן יהיה לתת משמעות לאישור זה, יש לבחון כי האישור ניתן על בסיס מידע מלא אודות העסקה ותנאיה ולאור זאת הצבעת בעלי המניות באסיפה הכללית הינה הצבעה "מיודעת". בית המשפט מבהיר כי הצבעה תיחשב כהצבעה שאינה מיודעת כאשר מדוח העסקה הושמט מידע מהותי, אשר ישנו סיכוי ממשי שאילו בעל המניות היה יודע אותו, היה בכך כדי להשפיע על החלטתו. בית המשפט קבע שיש לדחות את טענות המבקשת לגבי הנושאים שנטען שלא נמסר לגביהם בדוח העסקה מידע מלא, בהקשר זה קבע בית המשפט כדלקמן: א. הגילוי לבעלי המניות בקשר להצבעה באסיפה הכללית

<sup>2</sup> בית המשפט מציין כי ככל שלמבקש יש מידע רב יותר, כך יגבה הנטל שיהיה על המבקש להרים כבר בדיון בבקשת האישור.

<sup>3</sup> בית המשפט מנמק את קביעתו בהתבסס על מספר נימוקים, וביניהם: לצד המנגנון של האישור המשולש, תנאי נוסף לפיו על העסקה להיות "לטובה החברה", מותר לבית המשפט פתח לבחון את תנאי העסקה, וכן כי מנגנון האישור המשולש אינו מבטיח כי העסקה שתובא לאישורם של בעלי מניות המיעוט תהיה העסקה המיטבית האפשרית בנסיבות העניין.

<sup>4</sup> בית המשפט מציין כי קביעתו תואמת גם את הפסיקה בדלורר בעניין MFW, שם נקבע כי בעסקאות Going Private בהן בעל השליטה רוכש את מניות הציבור בדרך של מיזוג משולש הופכי, יחול סטנדרט הביקורת השיפוטית של כלל שיקול הדעת העסקי, בתנאי שביצוע העסקה הותנה בשני תנאים מצטברים: ניהול משא ומתן על תנאי העסקה באמצעות ועדה מיוחדת ובלתי תלויה, ואישור העסקה על ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט.

<sup>5</sup> בהקשר זה מצוין כי יש להבחין בין סוגי פגמים שונים בעבודת הוועדה (פגמים טכניים מול פגמים שעולים כדי הפרת חובת האמון של חברי הוועדה), כך שככל שמדובר בפגמים שאינם עולים כדי הפרת חובת האמון של חברי הוועדה ובעלת השליטה, יש לתת משמעות לתוצרי עבודת הוועדה חרף הפגמים שנפלו בה.

<sup>6</sup> זאת, גם אם המחיר שהושג אינו המחיר הטוב ביותר שניתן היה להגיע אליו במסגרת משא ומתן עם בעל השליטה.

אינו צריך להתמקד באופן העבודה של הוועדה – שקשור לבחינת המשמעות שיש לתת לתוצריה, אלא בשאלת הגילוי בדבר פרטים שיאפשרו לבעלי המניות להעריך את שווי מניותיהם וכך להחליט אם לאשר את העסקה; ב. ביחס לטענה כי לא ניתן גילוי לתוספת מהותית של "שכר טרחה מותנה" למעריך השווי, ר' להלן; ג. ביחס לטענה כי לא פורטו הנחות בבסיס חוות דעת הוגנות, נקבע כי בשים לב לעובדה שמדובר בחוות דעת שהתווספה להערכת שווי מלאה, הפרט המהותי הוא השורה התחתונה (הוגנות העסקה) ולא ההנחות בבסיסה.

**הפגמים הנטענים בעבודת הוועדה** – לצורך בחינת השאלה מהו סטנדרט הביקורת שעל בית המשפט להחיל במקרה זה, בית המשפט בוחן את **הפגמים השונים** שנפלו, לטענת המבקשת, בעבודת הוועדה<sup>7</sup>. **היות שלהכרעות יש לטעמינו השלכות רוחביות, מצאנו לנכון להביא בפניכם סקירה נרחבת שלהן:**

- **טענה כי שופצו פרוטוקולים של דיוני הוועדה** – תיקונים ושינויים בטיוטות של פרוטוקולים צריכים להיות **מצומצמים**, והם טעונים בדיקה קפדנית של בית המשפט. כאשר מבוצעים תיקונים או שינויים מהותיים בין טיוטת הפרוטוקול לבין הנוסח הסופי שלו, נדרש הסבר, שיבהיר מדוע מלכתחילה נרשם נתון או פרט שלכאורה אינו משקף את הדברים כהווייתם, ומדוע הוא שונה או תוקן בהמשך. זאת, בעיקר כאשר מדובר בשינוי הנחזה להיות מהותי (ולא למשל תיקון של שגיאת כתיב).
- **טענה בדבר התנעת העסקה לפני הקמתה של הוועדה ומאחורי גבו של דירקטוריון אסם** – מאחר שהמטרה בהקמת הוועדה היא לדמות משא ומתן המתנהל במנגנון שוק, יש לוודא כי הוועדה מוקמת כבר בתחילת ההליך, ולפני שמתקיים בין הצדדים עצמם משא ומתן משמעותי בקשר עם העסקה ותנאיה. בעניין זה המשא ומתן בין הצדדים החל רק לאחר שהוקמה הוועדה, ולפיכך נקבע כי אין פסול בכך שטרם הקמת הוועדה, הועבר לבעלת השליטה מידע הנדרש לשם בחינת היתכנות העסקה מצדה של בעלת השליטה, וזאת מכוח זכותה של בעלת השליטה למידע לפי חוק החברות.
- **טענה בדבר ניגוד עניינים של מעריך השווי בשל רכיב שכר מותנה בפרסום חוות הדעת** – התניית חלק מהתשלום למעריך השווי בפרסום הערכת השווי בדיווחיה של החברה, קושרת בין התשלום לבין האפשרות שהעסקה תקודם ותאושר, ועשויה לכאורה לעוות את מערך התמריצים של מעריך השווי, ולהעמידו במצב פוטנציאלי של ניגוד עניינים. ואולם, בית המשפט מכיר בטעמים המצדיקים קיומו של רכיב שכר מותנה, כגון טענות מעריך שווי לפיהן היקף החשיפה גדל עם פרסום חוות הדעת בדיווחי החברה ושכר הטרחה בא לפצות על כך. כמו כן, צוין כי לאור העובדה שעל המעריך לשפות את החברה בהיקף של 3 פעמים שכר הטרחה, הרי שתשלום שכר טרחה נוסף מגדיל גם את חשיפת המעריך ולכן יקטין את נטייתו להעריך בחסר את החברה, כדי לאפשר את העסקה ולקבל שכר טרחה נוסף. עם זאת, בית המשפט קבע כי מוטב שבדוח העסקה שמפורסם לציבור במסגרת האסיפה הכללית, תציין החברה את מבנה השכר של מעריך השווי ואת היחס בין הרכיבים השונים שלו.

<sup>7</sup> יודגש כי, המבקשת אינה טוענת כי חברי הוועדה פעלו בקנוניה יחד עם בעלת השליטה, או כי הם התכוונו באופן מודע להזיק לבעלי מניות המיעוט. אין מדובר בטענות הנוגעות להפרת חובת האמון, אלא טענות של הפרת חובת זהירות בלבד. כלומר, ככל שהדבר נוגע לחברי הוועדה - מדובר בטענות ביחס לתהליך העבודה של הוועדה ולמידע שעמד בפניה ושהיא הביאה אותו בחשבון, שהביאו לטענת המבקשת לכך שהחלטותיה היו בלתי סבירות ורשלניות.

- טענה בדבר ניגוד עניינים של מעריך בשל קשרים בינו לחברה ולבעלת השליטה – בית המשפט מחدد כי במיוחד בחברות בינלאומיות שהיקף פעילותן רחב (כדוגמת נסטלה) עלול להיווצר קושי רב למצוא יועץ חיצוני מקצועי ומנוסה בעל מוניטין, שאין בינו לבין בעלת השליטה או החברה כל קשר שהוא. נקבע כי כדי להוכיח כי קיים ניגוד עניינים נדרש להוכיח כי הזיקה היא משמעותית ומהותית, כזו שעשויה הייתה להטות את מסקנות המעריך, קרי כי קיימת למעריך תלות בחברה או בבעל השליטה. במקרה דנן הזיקות היו עקיפות ולא משמעותיות ולכן לא העמידו את המעריך במצב של ניגוד עניינים.
- טענה כי נפל פגם בכך שנוהלו מגעים מוקדמים בין הוועדה הבלתי תלויה לבעלי המניות המייסדים (המחזיקים ב%24) – נקבע כי בחינת עמדתם של בעלי המניות המייסדים המחזיקים בשיעור מהותי ממניות החברה לגבי התכנות עסקת המיזוג היא צעד לגיטימי ואף הכרחי בעבודת הוועדה.
- טענה בדבר קבלת ייעוץ משפטי ראשוני מנציג בעלת השליטה – נטען כי קודם למינוי יועצים משפטיים עצמאיים לוועדה, נכח עו"ד מטעם בעלת השליטה בישיבת הוועדה הראשונה ויעץ לה בין היתר בקשר עם מבנה העסקה המועדף (מיזוג משולש הפוך). בית המשפט קבע כי ככלל נוכחות עו"ד בעל השליטה בישיבת הוועדה ומתן עצות בקשר לעבודתה (בין היתר, באשר למתווה העסקה או בחירת היועצים הכלכליים), אינם עולים בקנה אחד עם הדרישה לעצמאות הוועדה. לצד האמור נקבע כי העובדה שעו"ד בעלת השליטה פירט בפני הוועדה כי ההליך המוצע הוא של מיזוג משולש הפוך אינו מהווה פגם בעבודת הוועדה, זאת הן בשים לב לכך שהוועדה בחנה יחד עם יועציה העצמאיים שלוש חלופות להפיכת חברה לפרטית, ששלושתן לגיטימיות, והן בשים לב לכך שהוועדה אינה יכולה לכפות על בעלת השליטה לבצע הצעת רכש מלאה, ולכן חשוב היה שהוועדה תתוודע לעמדת בעלת השליטה לפיה בחירה באופציה של הצעת רכש מלאה, ככל הנראה, תסכל את האפשרות לביצוע העסקה.
- פגישה בין היועצים הפיננסיים של הצדדים שלא תועדה, וזאת ללא נוכחות חברי הוועדה או יועציה המשפטיים – ככל שמתקיימת פגישה בין היועצים הפיננסיים של הצדדים, מוטב אילו זו תהא מתועדת בפרוטוקול מפורט של הדברים שנאמרו בה, וזאת על מנת להקל על יכולת הסקת המסקנות של בית המשפט ביחס לדברים שנאמרו בה ולמהלך הדברים במסגרתה.
- הטענה כי הוועדה חשפה את הערכת השווי בפני בעלת השליטה – ככלל, בית המשפט אינו צריך להתערב באסטרטגיית המשא ומתן שננקטה על ידי הוועדה כל עוד היא פעלה בתום לב ובהתאם למטרתה. יחד עם זאת, ככל שקיים חשש כי הוועדה לא פעלה בהתאם לאסטרטגיה שהיא עצמה התוותה, הדבר עשוי לעלות כדי פגם בהתנהלותה. אין מניעה כי לאחר השלמת הכנתן של הערכות השווי של הצדדים, ייפגשו מעריכי השווי כדי לדון בפערים בין הערכות ובשאלה ממה נובעים הפערים. פגישה כזו תיתכן גם במשא ומתן בין צדדים שאינם קשורים, וכל עוד היא אינה חושפת את אסטרטגיית המשא ומתן של החברה, היא אינה בעייתית.
- הטענה כי הוועדה הסתמכה במודע על הערכת שווי חסרה – לא בכל מקרה בו נערכה התייעצות של הוועדה עם מומחה ניתן לקבל את טענת ההסתמכות. כאשר מוכח שחברי הוועדה היו מודעים לבעיות בהערכת השווי ובחרו להתעלם מהן – ניתן לקבוע כי נפל פגם בהתנהלות הוועדה. במקרה דכאן נפסק כי הוועדה הייתה מודעת לנושאים שהמבקשת התייחסה אליהם

(כגון הגדלת מינוף החברה על שווייה), קיימה לגביהם דיון מעמיק, ופעלה בהתאם לשיקול הדעת שלה כדי למקסם את הערך עבור בעלי מניות המיעוט.

- החלטה כיצד להתחשב בפרמטר מסוים לצורך הערכת השווי (האם להתחשב בו כפרמטר כמותי או כאיכותי) היא החלטה עסקית אסטרטגית של הוועדה ביחס לטכניקת המשא ומתן שתינקט על ידיה, בית המשפט אינו צריך להתערב בה.
- טענה כי הוועדה לא בחנה את הערכת השווי באופן ביקורתי ומעמיק – הובהר כי הוועדה שוכרת שירותים של מומחים בלתי תלויים כדי להסתייע בהם ולכן היא רשאית (ואף חייבת) להיעזר במסקנותיהם בתחום מומחיותם. הוועדה נדרשת לפקח על פעילות היועצים אך לא להמיר את שיקול דעתם בשלה. כל עוד הוועדה גילתה ביקורתיות כלפי הייעוץ, קיימה בירור אודות מסקנות היועצים, חקרה על אודות אופן פעולתם, וידאה כי הם שמרו על עצמאותם והבינה את השיקולים שהנחו אותם וקיבלה אותם – היא רשאית להסתמך על מסקנותיהם. במקרה בו מעריך השווי של הוועדה עורך את הערכת השווי על בסיס תחזיות שנמסרו לו על ידי ההנהלה, על חברי הוועדה ומעריך השווי לא להסתמך על תחזיות ההנהלה באופן "עיוור", אלא להתייחס אליהן בצורה ביקורתית ועליהם להוסיף את הערכותיהם. במקרה זה הוועדה לא בחנה בצורה ביקורתית שינוי של אחד הרכיבים בהערכת השווי (שינוי בפרמיית הסיכון הספציפית של אסם) וזהו פגם מהותי לדעת בית המשפט.
- טענה כי לא בוצע הליך תחרותי – סעיף 117(ב1) לחוק החברות קובע כי אם חברה מבקשת להתקשר בעסקת בעלי עניין עם בעל השליטה בה, עליה לקיים הליך תחרותי באמצעות ועדת הביקורת. אם הוועדה מחליטה שלא לקיים הליך תחרותי, עליה לקיים "הליכים אחרים" שיש בהם כדי לתת מענה לחשש המתעורר בעסקאות כאלה. ככל שהוועדה דנה בחובה לבצע הליך תחרותי, ובכלל זה נתנה את דעתה לקושי לבצע הליך כאמור, לא ניתן לקבוע כי נפל פגם בהתנהלות הוועדה לקיים "הליך אחר".

בהתבסס על המסקנות המפורטות לעיל, בית המשפט קבע כי בעבודת הוועדה **נפלו מספר פגמים משמעותיים**, שאף אם אין די בהם כדי לפסול את תוצריה של הוועדה, די בהם כדי **לשלול** את האפשרות של בית המשפט להסתמך על תוצרי עבודתה של הוועדה תוך החלת כלל שיקול הדעת העסקי. פגמים אלו כוללים: את העובדה שטיוטות של הפרוטוקולים של דיוני הוועדה שונו בעניינים מהותיים, בחלק מהמקרים ללא שניתן לכך הסבר מניח את הדעת; חלק מהפגישות לא תועדו, ובהן פגישה בין מעריכי השווי של הצדדים; בתחילת התהליך הוועדה קיימה פגישה עם עו"ד מטעם בעלת השליטה שנתן לחברי הוועדה הנחיות כיצד לפעול; והיא לא בחנה בצורה ביקורתית את השינוי של אחד הרכיבים בהערכת השווי.

לאור זאת בודק בית המשפט את מחיר העסקה והאם מדובר במחיר הוגן או לא, תוך התייחסות לתוצרי עבודתה של הוועדה ומגיע למסקנה כי המחיר נמצא בתוך טווח הסבירות<sup>8</sup>. בית המשפט מבהיר כי הערכות שווי אינן מדע מדויק. משכך, **לא בכל פעם שישנם חילוקי דעות בין מעריכי שווי, פירוש הדבר כי אחד מהם שגה**.

8 בית המשפט מתבסס, בין היתר, על הנימוקים הבאים: (1) המבקשת לא הגישה הערכת שווי משלה, אלא חוות דעת "תגובתית" המכילה טענות לגבי כשלים בחוות הדעת של מעריך השווי; (2) המבקשת לא זימנה את מעריך השווי, להיחקר על הערכת השווי שלו. הימנעות זו, פועלת לחובתה של המבקשת; ו- (3) חוות דעת המומחה מטעם המבקשת, מונה שלוש שגיאות שגרמו לפער בין המחיר ששולם לבעלי מניות המיעוט עבור כל מניה לבין המחיר הראוי.

אינדקציות נוספות שמשמשות את בית המשפט כדי לבחון האם המחיר ששולם למיעוט עבור מניותיו הוא מחיר המצוי בגדרי מתחם הסבירות, הן העובדה שרוב של 75% מבין המשקיעים המוסדיים הצביע בעד אישור העסקה; והעובדה שלאחר מועד ההצעה הראשונית של נסטלה, פנה אל נסטלה גוף מוסדי שביקש למכור את מניותיו באסם במחיר של 69 ש"ח למניה.

למעבר לפסק הדין לחצו [כאן](#).

מזכר לקוחות זה אינו מהווה יעוץ משפטי ומוגש כשירות לקהל לקוחותינו.

נשמח לסייע ולייעץ בכל שאלה שמתעוררת.

שיראל גוטמן עמירה, שותפה, ראשת מחלקת [תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון](#),  
[shirel@agmon-law.co.il](mailto:shirel@agmon-law.co.il)



איריס ציבולסקי-חביליו, יועצת, [תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון](#),  
[irisc@agmon-law.co.il](mailto:irisc@agmon-law.co.il)



יערה שחורי בן הרוש, עו"ד, [תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון](#),  
[yaarab@agmon-law.co.il](mailto:yaarab@agmon-law.co.il)

