

בבית המשפט העליון בשבתו כבית משפט לערעורים אזרחיים

ע"א 7735/14

ע"א 7972/14

לפני :
 כבוד השופט י' עמית
 כבוד השופט נ' סולברג
 כבוד השופטת ע' ברון

המערער בע"א 7735/14 : אילן ורדניקוב

המערער בע"א 7972/14
 והמשיב 27 בע"א 7735/14 : פרץ זקן חמו

נ ג ד

- המשיבים :
1. שאול אלוביץ
 2. אור אלוביץ
 3. אורנה פלד
 4. אפ.סב.אר החזקות בע"מ (פורקה ונמחקה)
 5. רן גוטפריד
 6. דוד גלבוש
 7. מייקל גרבינר (נמחק)
 8. סטיבן גרבינר (נמחק)
 9. זהבית שוחט כהן
 10. מנחם ענבר
 11. אלון שליו
 12. יואב דור רובינשטיין
 13. אדם צ'זנוף (נמחק)
 14. קיהרה ר. קיארי (נמחק)
 15. אריה סבן
 16. יצחק אידלמן
 17. רמי נומקין
 18. יהודה פורת
 19. מרדכי קרת
 20. שלמה רודב
 21. אלדד בן משה
 22. אליהו הולצמן
 23. פליקס כהן
 24. עמיקם שמואל שורר
 25. יהושוע רוזנצויג
 26. בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ
 27. פרץ זקן חמו

ערעורים על פסק דינו של בית המשפט המחוזי תל אביב
 בתיק [תנג 043335-11-12](https://www.neta.org.il/043335-11-12) [פורסם בנבו] שניתן ביום
 17.09.2014 על ידי כבוד השופט ח' כבוב

(30.11.2015)

י"ח בכסלו התשע"ו

תאריך הישיבה :

בשם המערער בע"א 7735/14 :	עו"ד מיכאל בך, עו"ד רון לדרמן, עו"ד ארז ללקין ועו"ד אילן ורדניקוב
המערער בע"א 7972/14 והמשיב 27 בע"א 7735/14 :	עו"ד אופיר נאור, עו"ד רנן גרשט ועו"ד עדי גרנות
בשם המשיבים 3-1 והמשיבים 25-15 :	עו"ד ניר כהן, עו"ד אמיר בן ארצי ועו"ד ד"ר אלעד פלד
בשם המשיבים 6-5 ו-9-12 :	עו"ד איל רוזובסקי, עו"ד מור פינגרר ועו"ד דורון לוי
בשם המשיבה 26 :	עו"ד פנחס רובין, עו"ד ליאור פורת ועו"ד אסף אביטובי

חקיקה שאוזכרה :

[חוק החברות, תשנ"ט-1999 : סע' \(א4\), 1, הפרק החמישי, החלק החמישי, החלק השישי, 11, 11\(א\), 106\(א\), 106.106.ב., 106.ג., 117\(ב\), 191, 192, 192\(א\), 192\(ג\), 193, 193\(א\), 193\(ב\), 194\(ב\), 198\(א\), 224, 225, 226, 227, 234, 239\(ב\), 240, 240\(ב\), 246, 247, 252, 252\(א\), 252\(ב\), 253, 254, 254\(2\), 254\(3\), 254\(א\), 254\(1\), 255, 255\(2\), 255\(א\), 256\(ב\), 256\(א\), 258, 269, 270, 270\(4\), 271, 272, 273, 274, 275, 275\(3\), 275\(א\), 275\(3\), 275\(א\), 280\(ב\), 280\(א\), 280\(ב\), 283, 283\(א\), 302\(א\), 303\(ב\), 303\(א\), 303\(ב\), 306\(א\), 307, 307\(1\), והפרק השלישי, א', ב',](#)

[תקנות החברות \(הקלות בעסקאות עם בעלי ענין\), תש"ס-2000 : סע' 1\(4\)](#)

[פקודת החברות \[נוסח חדש\], תשמ"ג-1983 : סע' 139, 196כד](#)

[פקודת הנזיקין \[נוסח חדש\] : סע' 35, 36](#)

[חוק הנאמנות, תשל"ט-1979 : סע' 1](#)

[חוק החוזים \(חלק כללי\), תשל"ג-1973](#)

[חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, תשע"ד-2013](#)

[חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 : סע' 2](#)

ספרות :

[יוסף גרוס, דירקטורים ונושאי משרה בחברה \(1989\)](#)

[יוסף גרוס, חוק החברות החדש \(מהדורה רביעית, 2007\)](#)

[י' קרינאל, הפרת אמונים בתאגיד - במשפט האזרחי והפלילי \(2001\)](#)

[אירת חביב-סגל, דיני חברות, לאחר חוק החברות החדש כרך א](#)

כתבי עת :

[שרון חנס, "כלל שיקול-הדעת העסקי", עיוני משפט, כרך לא \(תשס"ח-תשס"ט\) 313](#)

[יוסף גרוס; אמיתי אבירם, "חובת האמון של בעל-מניות", עיוני משפט, כרך יט \(תשנ"ה\) 309](#)

[שרון חנס, "אופציות למנהלים בשוק הון", משפטים, כרך לו \(תשס"ו-תשס"ז\) 049](#)

[ידידיה צ' שטרן, "תכלית החברה העסקית -", משפטים, כרך לב \(תשס"ב\) 327](#)

- [אסף חמדני, צילי דגן, "מיסוי דיבידנדים והפחתת הון", משפט ועסקים, כרך ח \(תשס"ח\) 215](#)
- [יוסף גרוס, "מגמות בחובות של בעלי", משפט ועסקים, כרך א \(תשס"ד\) 271](#)
- [צפורה כהן, "חובת הזהירות של הדירקטור", מחקרי משפט, כרך א \(תש"ס\) 134](#)
- [יוסף גרוס, "השלכות תאגידיות הנובעות מקיום", מאזני משפט, כרך ד \(תשס"ה\) 639](#)
- [דוד האן, "נקי יהיה מביטו": עניין", הפרקליט, כרך מט \(תשס"ז-תשס"ח\) 93](#)
- [יהודית קורן, "דוקטרינת ההזדמנות העסקית -", הפרקליט, כרך מה \(תש"ס-תשס"א\) 350](#)
- [עדו לחובסקי, "על חובת אמונים, עסקאות", חובות אמון בדין הישראלי, \(2016\) 89](#)
- [דב סולומון, "אדישות רציונלית של בעלי", עיוני משפט, לט \(2016\) 317](#)
- [שרון חנס, "ביקורת שיפוטית על החלטות", ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס, \(א' ברק ואח' עורכים, 2015\) 141](#)
- [מיכל אגמון גונן, "הטוב \(בעלי מניות המיעוט\) ?!", ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס, \(א' ברק ואח' עורכים, 2015\) 47](#)
- [יורם דנציגר; עמרי רחום-טוויג, "עלייתו של שיקול הדעת", ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס, \(א' ברק ואח' עורכים, 2015\) 23](#)
- [לאון אנידג'ר, "אקטיביזם של בעלי מניות:", מחקרי משפט, ל \(2015\) 191](#)
- [יעד רותם, "חובת הזהירות של נושאי", ספר אליהו מצא, \(2015\) 813](#)
- [עמיר ליכט, "שם הוורד: אמצעי זהירות", משפט ועסקים, יט \(2015\) 475](#)
- [עמיר ליכט, "יחסי אמונאות בתאגיד -", משפט ועסקים, יח \(דצמבר 2014\) 237](#)

מיני-רציו:

* בימ"ש העליון, החיל, לראשונה במשפט הישראלי, את "כלל שיקול הדעת העסקי", לפיו, למעט במקרים חריגים, החלטות הדירקטוריון של חברה חוסות תחת חזקת תקינות; בימ"ש העליון קבע את סטנדרט "הבחינה המוגברת" לצורך בדיקת תקינות החלטות דירקטוריון בדבר חלוקת דיבידנדים המתקבלות לאחר רכישה ממונפת.

* חברות – דירקטורים – חובותיהם

* חברות – אחריות – דירקטורים

* חברות – אחריות – נושאי משרה

* חברות – בעלי עניין – עסקאות עם בעלי עניין

* חברות – תביעה נגזרת – אישורה

שני ערעורים על פסק דין של בימ"ש המחוזי בו נדחו בקשות המערערים לאישור תביעה נגזרת בשם בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ (להלן: בזק). במוקד הערעורים, ניצבות החלטות של דירקטוריון בזק שהתקבלו סמוך לאחר שהשליטה בבזק נרכשה על ידי המשיב 1 (בשרשור באמצעות חברת בי קומיוניקיישנס בע"מ (להלן: בי-קום; אלוביץ)) בדרך של רכישה ממונפת. מדובר בחלוקת דיבידנד שוטף; חלוקת רווח חשבונאי שנוצר לבזק כתוצאה מהפרדת הדוחות הכספיים שלה מדוחותיה של חברת "יס"; והפחתת הון.

בית המשפט העליון (מפי השופט עמית ובהסכמת השופטים סולברג וברון) דחה את הערעורים ופסק כי:

רכישה שליטה ממונפת היא טכניקה מימונית לגיטימית, כל עוד נעשה בה שימוש זהיר ומושכל. הסתמכות על חלוקת דיבידנדים עתידית בעת ביצוע רכישה ממונפת, אינה פסולה כשלעצמה; חלוקת דיבידנד והפחתת הון אינה בבחינת "עסקה חריגה עם בעל השליטה" בה יש לו עניין אישי, ולפיכך אינה טעונה קבלת "אישור" משולש" לפי סעיף 270 לחוק החברות. (לדעת עמדת המיעוט בעניין זה אין לומר שהדרך לתקיפת החלטה על חלוקת דיבידנד לא תהיה אף פעם במסלול של אישור עסקאות עם בעלי עניין).

תקיפת החלטה בדבר חלוקת דיבידנד או הפחתת הון, מעבר לדרישות הקבועות בחוק בדמות "מבחן הרווח" ומבחן "יכולת הפירעון", תיעשה במגרש החובות המוטלות על נושאי המשרה ובעל השליטה. בימ"ש עמד על החובות המוטלות על הגורמים השונים בחברה ועל היחס ביניהן: חובת הזהירות וחובת האמונים המוטלות על נושאי המשרה, חובת ההגינות המוטלת על בעל השליטה, וחובת תום הלב המוטלת על בעל מניה.

אשר לשאלה מהו סטנדרט הביקורת שעל בימ"ש להפעיל, בבואו לדון בשאלה אם הפרו נושאי המשרה ובעל השליטה את חובותיהם, נדונו דיני החברות במדינת דלאוור שם התפתחו 3 סטנדרטים של ביקורת שיפוטית על החלטות עסקיות שהתקבלו בחברה: האחד, כלל שיקול הדעת העסקי, המקנה מעין "חסינות" למקבלי ההחלטה מפני הטלת חבות בגין הפרת חובת זהירות בהתמלא 3 תנאים: ההחלטה התקבלה שלא מתוך ניגוד עניינים; ההחלטה התקבלה בתום לב (סובייקטיבי); ההחלטה היתה "מיודעת", קרי לאחר עיון בנתונים ושיקולת השיקולים הרלוונטיים. נושא משרה שקיבל החלטה תוך עמידה בתנאים אלו ייחנה מ"חזקת תקינות" ובימ"ש ימשוך ידיו מבחינת הפעולה העסקית לגופה. עם זאת אין מדובר בחסינות מוחלטת, ותיכונה נסיבות בהן "חזקת התקינות" תישלל. אם לא עלה בידי התובע לסתור את חזקת התקינות בימ"ש אינו נדרש לתוכן ההחלטה לגופה, אלא בוחן את הליך קבלת ההחלטה. באשר לטיב הנטל העובר לנתבעים, הדבר תלוי נסיבות ועשוי להיקבע בהתאם ל"פגם" שנפל בהליך קבלת ההחלטה. בימ"ש פסק, לראשונה, כי עקרונותיו של כלל שיקול הדעת העסקי, חלחלו אל המשפט הישראלי והם מהווים כיום חלק בלתי נפרד מדיני החברות בישראל, והוא נתון לביקורת שיפוטית. עם זאת, עשויות להידרש התאמות להבטחת היקלטותו החלקה.

השני, כלל ההגינות המלאה או המוחלטת. בבסיסו, כלל זה מאפשר הכשרת החלטות המתקבלות במצב של ניגוד עניינים, לרבות עסקאות בהן יש לבעל השליטה עניין אישי. כלל זה הוא סטנדרט ביקורת מחמיר, וניתן לראותו ככלל ההופכי לכלל שיקול הדעת העסקי. לפי הדין בדלאוור, כלל זה נכנס לתוקף מקום בו כלל שיקול הדעת העסקי נסתר, בפרט במצבים של עסקאות עם בעלי עניין וכאשר יש ניגוד עניינים משמעותי, שאז ניתן להכשיר עסקאות אלה באמצעות עמידה בכלל ההגינות המלאה. בגדר כלל זה נדרשים הנתבעים להוכיח את הגינותה המלאה של העסקה, הן בהיבט של אופן אישורה (הגינות פרוצדוראלית), הן בהיבט הכלכלי-עסקי (הגינות מהותית). בניגוד לדין בדלאוור, החוק בישראל קובע הסדר פרוצדוראלי מנדטורי המהווה תנאי מוקדם לאישור עסקאות עם בעלי עניין, שנועד לנטרל ניגודי אינטרסים קיימים בטרם אישור העסקה. חוק החברות כולל גם רכיב מהותי, ולפיו על העסקה להיות לטובת החברה. לנוכח קיומו של מנגנון פרוצדוראלי מחמיר, המהווה תנאי מוקדם לאישור העסקה, אין צורך להוסיף דרישה בדבר הגינותה המלאה (בהיבט הכלכלי-עסקי), וניתן להסתפק בדרישה כי העסקה תהיה "לטובת החברה". קיומו של רכיב מהותי (לטובת החברה), מותר לבימ"ש מרווח להפעלת ביקורת שיפוטית גם ביחס לעסקאות שקיבלו את האישורים הפרוצדוראליים הנדרשים. עם זאת, ככלל, בימ"ש ימנע מלבחון לגופן עסקאות שאושרו כדין. סמכות זו שמורה למקרים חריגים במיוחד, כאשר

מתעורר החשש כי הדרישות הפרוצדוראליות לא מילאו את ייעודן ולא הביאו לנטרולו של ניגוד העניינים הרלוונטי, באופן העשוי להשליך גם על השאלה אם העסקה היא לטובת החברה.

שלישי, סטנדרט הביניים – בחינה מוגברת – הסטנדרט נועד להתמודד עם נסיבות בהן החלת כלל שיקול הדעת העסקי עלולה "לפספס" הפרת חובות אמונים מצד נושאי המשרה, בפרט לנוכח קיומו של ניגוד עניינים פוטנציאלי הנובע מהדינמיקה של קבלת ההחלטה. בגדר סטנדרט הביניים כפי שפותח בדלאוור, הנטל הראשוני מוטל על הדירקטורים, הנדרשים להראות כי החלטתם היתה סבירה. בכך גדל מרחב ההתערבות של בימ"ש לעומת מרחב ההתערבות שלו תחת כלל שיקול הדעת העסקי. עם זאת, הנטל על נושאי המשרה הוא להראות כי החלטתם נופלת במתחם הסבירות, ובמובן זה סטנדרט הביניים ממוקם קרוב יותר לכלל שיקול הדעת העסקי מאשר לכלל ההגינות המלאה. נפסק כי יש טעם באימוץ יש טעם באימוץ סטנדרט ביניים של "בחינה מוגברת", בנסיבות בהן כלל שיקול הדעת העסקי אינו מספק מענה הולם דיו, לנוכח החשש שמא החלתו תוביל להחמצה של הפרות של חובות אמונים. תוכנו של סטנדרט הביניים עשוי להשתנות במצבים שונים, כל מקרה בהתאם לכשל הפוטנציאלי המתעורר בו וההתאמות הנדרשות לגביו.

אשר לשינוי מבנה ההון בחברה אגב רכישה ממונפת, נקודת המוצא היא, שהחלטות החברה בנוגע לשינוי מבנה ההון שלה הן החלטות החוסות תחת כלל שיקול הדעת העסקי. מקום בו מדובר בשינוי מבנה ההון אגב רכישה ממונפת, יש להחיל סטנדרט ביקורת מחמיר יותר מסוג של "בחינה מוגברת", עקב החשש שמא מקבלי ההחלטות "התיישרו" עם רצונו של בעל השליטה ופעלו לקידום טובתו על פני טובת החברה. לפי סטנדרט הביניים, הנטל הראשוני מוטל על התובע-המבקש, והוא נדרש להוכיח שני אלמנטים על מנת לסתור את כלל שיקול הדעת העסקי: קיים חשש שלבעל השליטה היתה השפעה ניכרת על הליכי קבלת ההחלטות בחברה; מדובר בשינוי משמעותי של מבנה ההון של החברה. אם עמד התובע-המבקש בנטל זה, יעבור הנטל לנתבעים-המשיבים, שגם עליהם להוכיח שני אלמנטים, שביניהם מתקיימת "מקבילית כוחות": בעל השליטה לא היה נתון בקשיי נזילות חריגים שהצריכו נקיטת מהלך של שינוי מבנה ההון של החברה; ההחלטה שהתקבלה היתה בעלת היגיון עסקי סביר, ולשם כך יבחן בימ"ש, בין היתר, את מצבה הפיננסי של החברה בעת קבלת ההחלטה ומידת תמיכתם של בעלי מניות המיעוט. אם עמדו הנתבעים-המשיבים בנטל האמור, ישוב כלל שיקול הדעת העסקי לעמוד בתוקפו, ובהעדר עילה נוספת המצדיקה זאת, בימ"ש יימנע מלהתערב בהחלטה העסקית שנתקבלה.

על רקע העקרונות שהותוו לגבי סטנדרטי הביקורת והמבחנים שבמסגרתם, נבחן מקרה זה בו נתקפו שלושה מהלכים עסקיים שנקטה בזק, באשר למדיניות חלוקת הדיבידנד השוטף וחלוקת הרווח החשבונאי שצמח לבזק בעקבות הפסקת איחוד דוחות יס, נקבע כי המערערים לא עמדו בנטל הראשוני הנדרש לשם סתירת כלל שיקול הדעת העסקי. באשר להפחתת ההון, נמצא כי המערערים אמנם עמדו בנטל הראשוני, אולם המשיבים עמדו בנטל שהועבר עליהם, ועלה בידם להראות כי בעל השליטה לא היה נתון בצורכי נזילות דוחקים, וכי ההחלטה לגופה היתה בעלת היגיון עסקי סביר.

פסק-דין

השופט י' עמית:

שני ערעורים על פסק דינו של בית המשפט המחוזי (המחלקה הכלכלית) בתל אביב-יפו (כב' השופט ח' כבוב) בתנ"ג 4335-11-12, [פורסם בבנו] בו נדחו בקשותיהם של

המערערים לאישור תביעה נגזרת בשמה של בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ (להלן: בזק או החברה).

רקע עובדתי

1. בזק נוסדה בשנת 1980 כחברה ממשלתית, ומאז שנת 1990 היא חברה ציבורית שמניויתיה נסחרות בבורסה. גרעין השליטה בבזק הוחזק תחילה על ידי המדינה, עד מכירתו בשנת 2005 לחברה פרטית בשם אפ.סב.אר החזקות בע"מ שהיתה בשליטת מר חיים סבן (להלן: אפ.סב.אר). בשנת 2010 נמכר גרעין השליטה (כ-30% ממניות החברה) בשנית, הפעם לחברה פרטית המוחזקת (בשרשור) במלואה על ידי חברה ציבורית בשם בי קומיוניקיישנס בע"מ (להלן: בי-קום), שהיתה ידועה בשעתו בתור חברת "012 סמייל תקשורת בע"מ".

בי-קום היא חברה ציבורית דואלית, המוחזקת ברובה (כ-79%) על ידי חברה ציבורית בשם אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ, שמצדה מוחזקת ברובה (כ-79%) על ידי חברה פרטית בשם יורוקום תקשורת בע"מ, שהיא חברה פרטית הנשלטת (בשרשור) בידי מר שאול אלוביץ' (להלן: אלוביץ' או בעל השליטה) (לפירוט עץ ההחזקות ראו התרשים בפס' 8 לפסק דינו של בית משפט קמא).

גרעין השליטה בבזק, כ-31% ממניות בזק, נרכש על ידי בי-קום תמורת כ-6.5 מיליארד ₪. בי-קום שילמה מקופתה כ-1.4 מיליארד ₪, ואת יתרת הסכום – כ-5.1 מיליארד ₪ – גייסה באמצעות נטילת הלוואות. רכישה ממונפת זו היא העומדת ברקע לבקשות לאישור תביעה נגזרת שהגישו המערערים לבית משפט קמא.

2. למן העברת השליטה לידי בי-קום ועד לסוף שנת 2012, גייסה בזק חוב בסך כולל של כ-7.41 מיליארד ₪, ובמקביל חילקה דיבידנדים לבעלי מניותיה בסך כולל של כ-9.95 מיליארד ₪ (מתוכם 2 מיליארד ₪ בדרך של הפחתת הון שנעשתה באישור בית המשפט המחוזי). בתמצית, הבקשות לאישור תביעה נגזרת (שכאמור נדחו על ידי בית משפט קמא) והערעורים שלפנינו, מבוססים על הטענה כי מדיניות גיוס החוב וחלוקת הרווחים של בזק בתקופה זו, היתה שלא בטובת החברה, ולמעשה ננקטה על מנת לאפשר לבי-קום ולאלוביץ' לעמוד בהתחייבויותיהם כלפי הגורמים שסייעו להם במימון הרכישה הממונפת של בזק.

3. ולרקע העובדתי ביתר פירוט:

בין השנים 2006-2008, עוד בתקופה בה נשלטה בזק בידי אפ.סב.אר, נקטה בזק מדיניות של חלוקת דיבידנד מדי שנה בשיעור של 100% מהרווח הנקי השנתי שלה (זאת ללא הגדרת מדיניות חלוקה מפורשת). מלבד חלוקת הדיבידנד השוטף, בשנת 2007 ביצעה בזק הפחתת הון בסך של כ-1.8 מיליארד ₪. חלוקת הדיבידנדים אושרו כולן בידי האסיפה הכללית לאחר שהובאו בפניה המלצות הדירקטוריון, וזאת בהתאם לתקנון בזק ולהוראת [סעיף 307\(1\) לחוק החברות](#), התשנ"ט-1999 (להלן: חוק החברות או החוק). בחודש אוגוסט 2009 הפכה מדיניות חלוקת הדיבידנדים בשיעור המדובר למדיניות "רשמית" של החברה, עם קבלת החלטה ברוח זו על ידי דירקטוריון החברה, בה נקבע כי הדיבידנד יחולק מדי חצי שנה.

בסיכום הכללי, בין השנים 2006-2009, בטרם נשלטה בידי בי-קום, חילקה בזק דיבידנדים בסך כולל של כ-6.11 מיליארד ₪, ובצירוף הפחתת ההון חולקו לבעלי המניות כ-7.9 מיליארד ₪. מדיניות חלוקת הדיבידנדים המתוארת נמשכה גם לאחר העברת השליטה לבי-קום והיתה בתוקף במהלך כל התקופה הרלוונטית לערעורים דנן, בה המשיכה בזק לחלק לבעלי מניותיה מדי חצי שנה דיבידנד בשיעור של 100% מהרווח הנקי השנתי. עוד חשוב לציין כי כל חלוקת הדיבידנדים בתקופה הרלוונטית אושרו על ידי האסיפה הכללית ברוב של למעלה מ-99% מקרב המשתתפים בהצבעה, כאשר שיעור ההשתתפות בכל המקרים עמד על למעלה מ-70% מבעלי המניות.

4. בחודש אוגוסט 2009, כשמונה חודשים לפני העברת השליטה לידי בי-קום, הודיעה בזק על הפסקת איחוד דוחותיה של חברת הלוויין "יס" עם דוחותיה שלה, זאת בעקבות פסיקת בית המשפט העליון בתחום ההגבלים העסקיים ([ע"א 2082/09 יורוקום די.בי.אס בע"מ נ' בזק חברת התקשורת הישראלית בע"מ, פ"ד סג\(2\) 788 \(2009\)](#)) (להלן: עניין יורוקום). בעקבות צעד זה, נוצר לבזק רווח חשבונאי בסך של כ-1.53 מיליארד ₪. בחודש מרץ 2010, כחודש לפני העברת השליטה לידי בי-קום, ובמסגרת מדיניות חלוקת הדיבידנדים הנוהגת, החליט הדירקטוריון להמליץ לאסיפה הכללית על חלוקת דיבידנד בסך של כ-2.453 מיליארד ₪, סכום הכולל בתוכו את הרווח החשבונאי שנוצר בעקבות הפסקת איחוד דוחות יס. חלוקת הדיבידנד אושרה על ידי האסיפה הכללית ביום 8.4.2010.

בחלוף ששה ימים, ביום 14.4.2010, הושלמה עסקת העברת השליטה לידי בי-קום. עם העברת השליטה לידי בי-קום, התפטרו מספר דירקטורים, ותחתם מונו מספר דירקטורים מטעם בעל השליטה, בכללם אלוביץ' עצמו. אחת מהחלטותיו של הדירקטוריון בהרכבו החדש שהתקבלה עם העברת השליטה היתה על גיוס חוב בנקאי בסך של כ-1.5 מיליארד ₪. בחלוף כשבעה חודשים, ביום 1.9.2010, גייסה בזק חוב נוסף בסך של כ-700 מיליון ₪.

5. ביום 30.12.2010 החליט דירקטוריון בזק להמליץ לאסיפה הכללית לבצע הפחתת הון בסך של כ-3 מיליארד ₪, שתבצע בחלוקה ל-6 מנות חצי-שנתיות בסך של חצי מיליארד ₪ כל אחת, אשר תחולקנה לבעלי המניות יחד עם חלוקת הדיבידנד השוטף. יצויין כי הפחתת ההון נעשתה באישור בית המשפט המחוזי (המחלקה הכלכלית) בתל אביב-יפו (החלטת כב' השופטת ד' קרת-מאיר בת.א. 48067-01-11 [פורסם בנבו] מיום 31.3.2011). בהמשך, לאחר שנתקבל אישור בית המשפט והוחל בביצוע החלוקה, הוגשו לבית המשפט התנגדויות להמשך ביצועה, ואלה נדחו (החלטה בעניין ע.ל.א.ן מרחצאות בע"מ נ' "בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ [פורסם בנבו] (14.5.2012) (להלן: עניין ע.ל.א.ן)).

בחלוף כחמישה חודשים, בחודש מאי 2011, החליט הדירקטוריון על גיוס חוב בהיקף של כ-2 מיליארד ₪, וחודש לאחר מכן החליט הדירקטוריון על הנפקת אגרות חוב בסך כולל של כ-1.5 מיליארד ₪. לאור הביקושים הורחבה ההנפקה, ולבסוף גויס סכום של כ-2.7 מיליארד ₪. בסך הכל גייסה בזק בשנת 2011 חוב בסך כולל של כ-4.7 מיליארד ₪.

כמוזכר לעיל, בין השנים 2010-2012, לאחר העברת השליטה לידי בי-קום, גייסה בזק חוב בסך כולל של כ-7.41 מיליארד ₪, ובמקביל חילקה דיבידנדים לבעלי מניותיה בסך כולל של כ-9.95 מיליארד ₪ (מתוכם 2 מיליון ₪ בדרך של הפחתת הון). (לתיאור כרונולוגי של השתלשלות העניינים העובדתית ביתר פירוט, ראו תרשים על ציר הזמן בפס' 32 לפסק דינו של בית משפט קמא).

הבקשות לאישור תביעה נגזרת

6. הבקשות לאישור תביעה נגזרת שהגישו המערערים הושתתו על שלשה ראשים.

האחד – מדיניות חלוקת הרווחים של בזק (הדיבידנד השוטף) ויישומה המתמשך למן העברת השליטה לידי בי-קום ועד לשנת 2012; השני – חלוקת הדיבידנד בגין הרווח החשבונאי בסך של כ-1.53 מיליארד ₪ שצמח לבזק בעקבות הפסקת איחוד דוחות יס; והשלישי – הפחתת ההון בסך 3 מיליארד ₪ עליה המליץ הדירקטוריון בסוף שנת 2010, וגיוסי החוב שבוצעו בשנת 2011, שלטענת המערערים נעשו כדי לשרת את הפחתת ההון.

נציין כי שתי הבקשות לאישור תביעה נגזרת שהוגשו לבית משפט קמא לא היו זהות.

(א) הבקשה האחת – בקשתו של המערער [בע"א 7972/14](#) [פורסם בנבו] (להלן: חמו) כוונה נגד גיוסי החוב שבוצעו בין החודשים מאי-יולי 2011 בסך כולל של כ-4.7 מיליארד ₪. גיוסי חוב אלו נעשו לאחר הפחתת ההון בסך 3 מיליארד ₪ עליה הוחלט בסוף שנת 2010, ולטענת חמו, הם נועדו אך ורק כדי לשרת אותה. המשיבים לבקשתו של חמו היו נושאי המשרה בבזק באותה תקופה, בכללם אלוביץ'.

לטענת חמו, נושאי המשרה הפרו את חובות האמונים והזהירות החלות עליהם, ובעל השליטה הפר גם את חובת ההגינות החלה עליו. חמו טען כי המהלך בו נקטו הסב לחברה נזק בדמות הוצאות המימון ששילמה. לחלופין, הנזק שנגרם לחברה מתבטא בכך שלא תוכל לנכות את הוצאות המימון כנגד הכנסותיה החייבות, שכן הוצאות אלו שימשו לצורך חלוקת דיבידנד ולא לצורך ייצור הכנסה. נציין כי בית משפט קמא הדגיש בפסק דינו כי על פי טענותיו של חמו עצמו, בקשת האישור שהגיש כוונה לאמיתו של דבר נגד הפחתת ההון עצמה, ואילו ההתמקדות בשלו בהלוואות שניטלו לצורך כך לא היתה אלא טקטיקה משפטית שאינה מתיישבת עם טענותיו.

(ב) הבקשה השנייה – בקשתו של המערער [בע"א 7735/14](#) [פורסם בנבו] (להלן: ורדניקוב) כוונה נגד כל החלוקות והגיוסים שביצעה בזק למן העברת השליטה לידי בי-קום ועד לחודש אוקטובר 2012. המשיבים לבקשתו של ורדניקוב היו כל הדירקטורים בבזק בתקופה המדוברת, וכן חברי הדירקטוריון שכיהנו בתפקיד בטרם העברת השליטה לידי בי-קום. טענתו של ורדניקוב נגד האחרונים היתה כי הם נתנו יד למהלך של מכירת השליטה במינוף גבוה, ובכך פגעו בטובת החברה, ואילו נגד יתר נושאי המשרה נטען כי פעלו כדי לשרת את צרכי המימון של בעל השליטה בעקבות הרכישה הממונפת של בזק.

בדומה לטענותיו של חמו, גם ורדניקוב טען כי הופרו חובות הזהירות והאמונים מצד נושאי המשרה, וכי בעל השליטה הפר את חובת ההגינות. עוד נטען כי לבעל השליטה היה עניין אישי בחלוקות ובגיוסי החוב, ועל כן אלה היו טעונים את "האישור המשולש" של ועדת הביקורת, הדירקטוריון והאסיפה הכללית, בהתאם להוראות [סעיף 275 לחוק החברות](#). כן נטען כי המעשים המתוארים מהווים קיפוח המיעוט לפי [סעיף 191 לחוק](#). כאשר לנזק שנגרם לבזק, ובדומה לטענותיו של חמו, נטען כי חלוקת הדיבידנדים העודפת גררה הוצאות מימון עודפות, כי בזק איבדה "מגן מס", וכי המדיניות של בזק הביאה לירידה בשוויה הכלכלי. בבקשתו טען ורדניקוב כי נגרם לחברה נזק בסך כולל של כ-3.4 מיליארד ₪, כי חלוקת הדיבידנדים הן חלוקות אסורות, וכי על בי-קום להשיב לבזק את חלקה בדיבידנדים בסך של כ-1.1 מיליארד ₪.

עיקרי פסק דינו של בית משפט קמא

7. בית משפט קמא פרש יריעה רחבה ונדרש לשורה של סוגיות, בכללן סוגיות תיאורטיות בעלות זיקה לבקשות שהונחו לפתחו. תחילה תיאר בית המשפט את הטכניקה המימונית של רכישה ממונפת (LBO – Leveraged Buyout), בציינו כי פרקטיקה של גיוס חוב לצד חלוקת דיבידנדים לצורך פירעון חובות של בעל השליטה – היא פרקטיקה שכיחה בישראל ובעולם. בית המשפט ציין כי מדי שנה נערכות בשווקים המפותחים מאות עסקאות של רכישה ממונפת בהיקפים של עשרות מיליארדי דולרים, וכי ככלל, התפישה הרווחת היא כי מדובר בכלי לגיטימי ואף רצוי, ובלבד שהשימוש בו ייעשה באחריות הראויה. מנגד, בית המשפט הזכיר את הביקורת שהושמעה כלפי עסקאות מסוג זה העלולות לטמון בחובן סיכון, אם בשל שינויים במבנה ההון של החברה בשל צרכיו של בעל השליטה החדש, אם בשל התנהלות "קצרת טווח" בלתי יעילה של החברה, ואם בשל העמסה עודפת של התחייבויות על גבה של החברה הנרכשת העלולה להביאה לכדי חדלות פירעון.

8. בהתייחסו לניהול מבנה ההון של החברה, בית המשפט עמד על הקושי בזיהוי מבנה ההון האופטימאלי של חברה במצב דברים נתון, וכי ככלל, החלטות נושאי המשרה בתחום זה חוסות תחת כלל שיקול הדעת העסקי (Business – BJR Judgment Rule). לפיכך, ככל שהחלטות אלה התקבלו באופן מיועד, בתום לב

ובהעדר ניגוד עניינים, בית המשפט יימנע מלהתערב בהן. וכך הגדיר בית המשפט המחוזי את הסוגיה המשפטית המתעוררת בתיק דנן:

"[...] שתי בקשות האישור שבפניי מעוררות את השאלה מהו היקף הביקורת השיפוטית הראוי והרצוי על החלטותיהם העסקיות של נושאי המשרה בחברה בדבר ניהולה הפיננסי, לאחר רכישת השליטה בה בדרך של רכישה ממונפת; האם הדירקטוריון רשאי לנקוט בצעדים שמטרתם תמיכה במהלך ה-LBO ולא דווקא השאת רווחי החברה אי-שם בעתיד; מהי משמעות העובדה שאותם צעדים נתמכים בידי רוב בעלי המניות; והאם קיימות נסיבות מסוימות בהן יידרש בית המשפט להחיל ביקורת שיפוטית מחמירה מכלל ה-BJR על החלטות הדירקטוריון, בשל החשש מניגוד עניינים המתעורר עקב עסקת ה-LBO שבוצעה?" (שם, פס' 63).

בהמשך לדברים אלו, בית המשפט הביע דעתו כי במקרים בהם "צרכי הנוילות של בעל השליטה הממונף, כמו גם מידת השפעתו על תהליכי קבלת ההחלטות בחברה, מעוררים את החשש כי קיים לו ענין אישי בשינוי מבנה ההון של החברה – מן הראוי שבית המשפט יחיל ביקורת שיפוטית 'מוגברת' ויבחן את ההחלטות נושאי המשרה מעבר לחזקת 'שיקול הדעת העסקי' בלבד" (שם, פס' 92).

9. בית המשפט התווה אפוא מבחן חדש, אותו כינה מבחן "שיקול הדעת העסקי המוגבר". לפי מבחן זה, המבקש לתקוף את החלטות הדירקטוריון בנוגע לשינוי מבנה ההון בעקבות רכישה ממונפת, נדרש להוכיח שני אלמנטים: האחד – כי לבעל השליטה קיימת השפעה ניכרת על תהליכי קבלת ההחלטות בחברה; והשני – כי לבעל השליטה צורך משמעותי בשינוי מבנה ההון של החברה בעקבות עסקת ה-LBO שביצע.

אם עמד המבקש בנטל זה, יעבור הנטל לכתפי המשיבים שיידרשו להוכיח שני אלמנטים: האחד – כי קיבלו את החלטותיהם מתוך היגיון עסקי סביר, אשר נועד לקדם את טובת החברה או בעלי מניותיה; והשני – כי פעלו בשקיפות ותוך גילוי מידע נאות ומלא. אם יעמדו המשיבים בנטל זה, יחזור הנטל לכתפי המבקש, וככל שהחלטת הדירקטוריון התקבלה בתום לב, באופן מיוזע ובהעדר גילוי עניינים, הרי שהיא תחסה תחת כלל שיקול הדעת העסקי, ובית המשפט לא יתערב בה.

10. הצדדים תמכו טענותיהם בבית משפט קמא בחוות דעת מומחים בתחום הכלכלי. חמו הצטייד בחוות דעת מטעם פרופ' ירון זליכה (להלן: זליכה), ורדניקוב הצטייד בחוות דעת וחוות דעת משלימה מטעם מר אבי אזולאי (להלן: אזולאי), ואילו המשיבים הגישו שתי חוות דעת מטעם רו"ח אבי ברגר ממשרד רו"ח קסלמן (להלן: ברגר).

בית המשפט דחה את הגישה שנשמעה מפיהם של זליכה ואזולאי – ולפיה קיים חיץ מוחלט בין החברה לבעלי מניותיה, וכי גם אם בעלי המניות כולם הסכימו פה אחד על פעולה מסוימת, עשוי הדבר להוות פגיעה בחברה. נקבע כי גישה זו אינה עולה בקנה אחד עם הנחות היסוד של דיני התאגידים (ואף לא עם דברים שאזולאי עצמו הביע לאורך ההליך). כן נדחתה הנחתם של ורדניקוב וחמו כי בעלי מניות המיעוט בבזק היו מעדיפים שלא לחלק דיבידנדים או לבצע הפחתת הון, אלא לנהל את החברה לטווח הזמן הארוך, משנקבע כי טענה זו לא הוכחה. עוד נקבע כי אין להסיק באופן אוטומטי כי עצם הגידול במצבת ההתחייבויות של בזק פגע בטובתה או בטובת בעלי המניות, מה עוד שהוכח כי מניית בזק רשמה בתקופה הרלוונטית ביצועים עדיפים על הענף בכללותו. באשר לטענות בנוגע לנזקים שנגרמו לבזק במישור המיסוי, בית המשפט קבע כי משעה שטרם נערכה על ידי רשויות המס השומה הנוגעת להוצאות המימון, אזי מדובר בעניין עובדתי שטרם התרחש, וממילא אין מקום לבחון האמנם מדובר בנזק שייגרם לחברה.

11. במישור העובדתי, בנוגע לשאלה אם אמנם קיים קשר עובדתי-סיבתי בין גיוסי החוב של החברה ובין חלוקת הדיבידנדים (בעיקר הפחתת ההון וחלוקת רווחי הפסקת איחוד יס), בית המשפט לא נדרש לשאלה אם ניתן "לצבוע" את כספי ההלוואות, קרי לקבוע כי כספים אלו ממש שימשו לצורך החלוקות. עם זאת, בית המשפט קבע כי "קיים קשר למצער עובדתי עקיף בין גיוסי החוב וחלוקת הדיבידנדים הנ"ל", במובן זה שהחלטות בדבר החלוקות הנ"ל "הובילו לגידול בצרכי המזומנים של החברה ומכאן גם לגידול בהיקף גיוסי החוב שביצעה"; וכי חברי הדירקטוריון ידעו שקיימת סבירות ממשית לכך שצרכי המזומנים יבואו לידי ביטוי בדרך של גיוס חוב (שם, פס' 137).

באשר ל"עניין האישי" של בעל השליטה בחלוקת הדיבידנדים, בית המשפט הזכיר את גישתו שהובעה בפסק הדין בתנ"ג [48081-11-11](#) רוזנפלד נ' בן דב [פורסם בבנו] (17.3.2013) (להלן: עניין רוזנפלד), שם נאמר כי במקרים חריגים, הצורך של בעל המניות בכספי הדיבידנדים מטעמי נזילות עלול ליצור חשש מהותי להטיית שיקול

דעתו ולהעדרת טובתו האישית על פני טובת החברה. עם זאת, במקרה דנן, לאחר שסקר את רמת המינוף של בי-קום בסמוך לאחר רכישת השליטה בבזק ובעת חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס ובמועד הפחתת ההון, בית המשפט קבע כי אף שלא לוביץ' ובי-קום היה עניין בחלוקת הדיבידנדים וההלוואות שנלוו להן, לא מדובר בנסיבות חריגות המקימות "עניין אישי" מצדו. זאת, בין היתר לאור איתנותן הפיננסית של בי-קום ופירמידת החברות שבשליטת אלוביץ'.

אף שכאמור בית המשפט מצא כי לא היה לאלוביץ' "עניין אישי" בקבלת ההחלטות, בית המשפט שוכנע כי "קיים חשש ממשי כי למן העברת השליטה בחברה לאלוביץ' הייתה השפעה ניכרת על תהליכי קבלת ההחלטות בבזק" (שם, פס' 153). יודגש, עם זאת, כי בכל הנוגע לקבלת החלטות הדירקטוריון הקודם, ובפרט בנוגע לחלוקת רווחי הפסקת איחוד יס, לא הוכח כי לאלוביץ' היתה השפעה או מעורבות דומה, ובית המשפט קבע כי לאלוביץ' ולבי-קום [לא] היו יד ורגל בהחלטה על הפסקת איחוד דוחות יס ו/או ברישום הרווחים האמורים כחלק מהרווח הנקי של החברה בשנת 2009" (שם, פס' 158).

לבסוף, בית המשפט מצא להדגיש את רווחיותה ויציבותה של בזק לאורך כל התקופה הרלוונטית ולאחריה; את התשואה העודפת שהניכה לעומת ענף התקשורת בכללותו; ואת ההשקעות ההוניות הגדולות, בהיקף של מיליארדי ש"ח מדי שנה, שביצעה בזק בתקופה הרלוונטית.

12. יישום הדברים הוביל את בית המשפט לדחות את שתי בקשות האישור, תוך התייחסות נפרדת לכל אחד משלושת מוקדי הבקשות:

א. מדיניות חלוקת 100% מהרווח הנקי של החברה – כזכור, בזק החלה במדיניות זו מספר שנים לפני העברת השליטה לידי בי-קום. על אף האמור, בית המשפט קבע כי אין להסתפק בהחלט מבחן שיקול הדעת העסקי, וכי יש להחיל את מבחן שיקול הדעת העסקי המוגבר, לאחר שמצא כי קיים חשש לניגוד עניינים בו היה נתון הדירקטוריון בכל הנוגע למדיניות חלוקת הדיבידנד השוטף. חשש זה, כך נקבע, מתעורר בשל כך שלא הוכח כי במהלך השנים שלאחר ההחלטה על מדיניות זו, הדירקטוריון ערך דיון מסודר בשאלה אם מדיניות זו עודנה רצויה. זאת, בפרט על רקע החשש שהוזכר בדבר השפעתו של אלוביץ' על תהליכי קבלת ההחלטות בבזק והסתמכותה של בי-קום על מדיניות זו בעת רכישת השליטה.

עם זאת, בית המשפט השתכנע כי אף לפי סטנדרט הביקורת המחמיר, לא ניתן לומר כי חברי הדירקטוריון הפרו את חובת האמונים כלפי החברה. בית המשפט קבע כי מדובר במדיניות סבירה ואף יעילה עבור בזק, וכי אף המומחים מטעמם של ורדניקוב וזכמו הסכימו כי יש בה היגיון וכי בזק נחשבה בעבר כחברה שפועלת במינוף-חסר; כי כל חלוקה נבחנה במועדה לגופו של עניין; כי לחלוקת הדיבידנדים עד לשנת 2012 נלוו יתרונות מיסוי עבור בעלי המניות; וכי תזרים המזומנים של בזק עלה בקביעות על הרווח הנקי שלה, כך שלכאורה, ככל ש"צובעים" את הכסף, החלוקה נעשתה ממקורותיה הנזילים של בזק; כי הדירקטוריון פעל בשקיפות מלאה בכל הנוגע למדיניות החלוקה; וכי לא הוכח כי הדירקטוריון קיבל את החלטותיו בחוסר תום לב, באופן לא מודע או בניגוד עניינים. בית המשפט הדגיש כי כל החלוקות אושרו ברוב מוחלט של בעלי המניות (למעלה מ-99%), בשיעור נוכחות גבוה (כ-70%), עם רוב לבעלי מניות המיעוט באסיפה הכללית.

ב. חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס – בית המשפט קבע כי יש להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי, מבלי להפעיל את סטנדרט הביקורת המחמיר. זאת, מן הטעם שמדובר בחלוקה מותרת לפי [חוק החברות](#), מה עוד שהחרגתם של רווחים אלה היתה עומדת בניגוד למדיניות החלוקה שהציגה בזק למשקיעיה. בית המשפט הוסיף כי גם אם בזק נטלה את ההלוואה בסך 1.5 מיליארד ₪ לצורך ביצוע חלוקה זו, מדובר במהלך עסקי לגיטימי, שאף הצמיח יתרונות מס לבזק ולבעלי מניותיה. כן הדגיש בית המשפט כי ההחלטה התקבלה בטרם העברת השליטה לבי-קום ומבלי שקיים חשש כי לאלוביץ' היתה השפעה על כך; כי הדירקטוריון ערך דיון מסודר בנושא; וכי לא הוכח כי נפל רוב בתום לבם של הדירקטורים.

ג. הפחתת ההון בסך 3 מיליארד ₪ – בדומה לדבריו בנוגע למדיניות חלוקת הדיבידנד השוטף, גם בעניין הפחתת ההון בית המשפט סבר כי יש להחיל את סטנדרט הביקורת המחמיר של "שיקול דעת עסקי מוגבר", לאחר שסבר כי מתעורר חשש לניגוד עניינים. מסקנה זו ביסס בית המשפט על שני טעמים: ראשית, לאלוביץ' היה "עניין רב" (כלשון בית משפט קמא) בכך שהפחתת ההון תבצע, הגם שלא מדובר ב"עניין אישי", והגם שנטען כי חלוקה זו לא נכללה בתכנית המימון של בי-קום; שנית, יש חשש שלאוביץ' היתה השפעה ניכרת על תהליכי קבלת ההחלטות בחברה לאחר העברת השליטה לידיה.

אלא שגם כאן, בית המשפט מצא כי אף לפי סטנדרט הביקורת המחמיר, חברי הדירקטוריון של בזק לא הפרו כלפיה את חובת האמונים. בית המשפט קבע כי אף שמדובר בהפחתת הון בסדר גודל שאינו שכיח בשוק ההון הישראלי, מדובר במהלך סביר המבוצע על ידי חברות ברחבי העולם, וכי היה זה צעד בעל היגיון כלכלי, והא ראייה ש-99% מבעלי המניות הצביעו בעדו. גם איתנותה הפיננסית של בזק תומכת בכך, בפרט בהתחשב בטענה כי בזק נמצאה במינוף-חסר. באשר להליך קבלת ההחלטה, בית המשפט קבע כי חברי הדירקטוריון קיבלו החלטה מיועצת ומסרו גילוי נאות לאסיפה הכללית, וכי גם אם נפל פגם כזה או אחר (בפרט באשר לצורך לבצע גיוס חוב עתידי), אין בכך כדי להעלות או להוריד. זאת, בין היתר בהתחשב בכך שהפחתת ההון נעשתה ב-6 מנות בצמוד לחלוקת הדיבידנד השוטפת, כך שניתנה לבעלי המניות האפשרות לחזור בהם מהחלוקה, באמצעות הפחתת הסכום מגובה הדיבידנד השוטף; וכן בהתחשב בעובדה שמרבית בעלי מניותיה של בזק היו משקיעים מתוחכמים (גופים מוסדיים וקרנות השקעות), שיש להניח לגביהם כי עיינו בדוחותיה הכספיים של החברה והבינו כי הפחתת ההון עשויה להביא את בזק לגייס חובות נוספים.

13. בסיכומו של דבר, נקבע כי החלטות המשיבים חוסות תחת כלל שיקול הדעת העסקי, בין אם מלכתחילה, ובין אם לאחר שעמדו בנטל הראשוני המוטל עליהם מכוח כלל שיקול הדעת העסקי המוגבר; וכי לא עלה בידי המערערים להביא לסתירת כלל שיקול הדעת העסקי. בית המשפט המחוזי דחה אפוא את שתי הבקשות לאישור תביעה נגזרת, ומכאן הערעורים שלפנינו.

תמצית טענות הצדדים

14. חמו, המערער [בע"א 7972/14](#), [פורסם בבנו] שב וטוען כי נטילת ההלוואות וחלוקתן החריפה את מבנה ההון של החברה, הכל לטובת בעל השליטה ועל חשבון טובתה של החברה. לטענתו, קביעתו של בית משפט קמא כי עליית מינוף עלולה, באופן עקרוני, להזיק לחברה הפועלת בצורה שכזו, היתה צריכה להוביל לכך שתתקבל הבקשה לאישור תביעה נגזרת והתביעה תידון לגופה. לדבריו, בית המשפט דן בבקשה מִשֶׁל היתה זו התביעה לגופה, ושגה כאשר מצא לדחותה על בסיס כלל שיקול הדעת העסקי – שביירו צריך כאמור להתבצע בהליך העיקרי. לגופם של דברים, חמו טוען כי כלל שיקול הדעת העסקי נסתר, בפרט לנוכח קביעותיו של בית המשפט באשר לפגמים שנפלו; השפעתו של בעל השליטה על תהליך קבלת ההחלטות בדירקטוריון; וניגודי עניינים בהם היו מצויים חלק מנושאי המשרה. כן טען חמו כי יש לזקוף

לחובתם של המשיבים את אי התייצבותו של אלוביץ' למתן עדות, על אף שזומן על ידי המערערים, ועל אף שבית משפט קמא קבע בהחלטת ביניים כי יינתן לכך משקל.

ורדניקוב, המערער [בע"א 7735/14](#), [פורסם בנבו] טוען גם הוא כי נטילת ההלוואות והפחתות ההון לא היו נחוצות לבזק, אלא לבעל השליטה, וכי קביעותיו של בית משפט קמא מובילות למסקנה כי המערער עמד בנטל הלכאורי המוטל עליו בשלב המקדמי של אישור הבקשה. עוד טוען ורדניקוב נגד מרבית קביעותיו של בית משפט קמא, ובין היתר: כי כלל "שיקול הדעת העסקי המוגבר" שהתווה בית משפט קמא אינו ברור והוא סתור מתוכו; כי פסיקתו של בית משפט קמא אינה עולה בקנה אחד עם פסיקתו בעניין רוזנפלד; כי קיומו של ניגוד עניינים אצל בעל השליטה מקים כשלעצמו "עניין אישי" עבורו; כי היה מקום להשקיף על כל הפעולות שבוצעו – החלוקות וגיוסי החוב – כעל מקשה אחת; כי היה צורך באישור המשולש הקבוע [בסעיפים 270\(4\)](#) ו- [275 לחוק החברות](#); כי היה מקום לקבוע שבעל השליטה הפר את חובת ההגינות; כי בית משפט קמא התעלם מראיות ועדויות שהוכחו בפניו; כי לא היה מקום לייחס משקל לעליית מניית בזק לאחר ביצוע הפעולות הנדונות; וכי שגה בית המשפט כשקבע כי לא הופרו חובות הזהירות והאמון של נושאי המשרה המחייבים אותם להפעיל שיקול דעת עצמאי. באשר לסעד, ורדניקוב טוען כי יש לאשר את הגשת התביעה הנגזרת. לחלופין, ורדניקוב טוען כי יש להשיב את הדיון לבית המשפט המחוזי ולהורות על גביית עדות של אלוביץ' ודירקטורים נוספים וכן על הצגת הסכמי ההלוואה בין אלוביץ' וחברותיו לבנקים המממנים. בסוף דבריו מלין ורדניקוב על שיעור ההוצאות בסך 60,000 ₪ שהושתו עליו.

15. מנגד, בזק, אלוביץ' והדירקטורים המכהנים טוענים כי החלטותיהם של נושאי המשרה היו פרי הפעלת שיקול דעת סביר והגשימו את טובת החברה, באופן שהשתקף באיתנותה הפיננסית, וכי פסק דינו של בית משפט קמא מבוסס על ממצאי עובדה. כך, בין היתר: פרקטיקת חלוקת הדיבידנדים של בזק היתה סבירה ויעילה, ולא גרעה מתכנית ההשקעות שלה; חלוקת רווחי יס היתה לגיטימית ומותרת; והפחתת ההון נועדה לשפר את מבנה ההון של החברה, שהיתה במינוף-חסר. באשר לגיוסי החוב, בזק טוענת כי עלותם היתה נמוכה מאד כך שהם לא הזיקו לחברה אלא הועילו לה, מה עוד שאין פסול בגיוס חוב לשם חלוקת דיבידנד ומדובר במהלך לגיטימי. עוד נטען כי כלל לא נגרם לחברה נזק עקב החלוקות וגיוסי החוב.

באשר להליך קבלת ההחלטות בחברה, נטען, בין היתר, כי "ועדת המאזן", המורכבת אך ורק מדח"צים ודירקטורים בלתי תלויים, דנה ואישרה כל אחד מהדוחות הכספיים תוך שהיא נותנת דעתה לחלוקות הצפויות; כי הנהלת החברה היא שהציעה לדירקטוריון לבצע את החלוקות והפחתת ההון; כי הדברים אושרו על ידי האסיפה הכללית; כי אישור האסיפה הכללית יכול להכשיר פעולת דירקטוריון אף אם נפל בה פגם; וכי הפחתת ההון אף אושרה על ידי בית המשפט המחוזי. עוד נטען כי אין לראות בחלוקת הדיבידנד "עסקה", וממילא אין מדובר ב"עסקה עם בעל שליטה" או בעסקה שלבעל מניות יש "עניין אישי" בה, ואף לגבי גיוסי החוב אין לומר כי היה לבעל השליטה עניין אישי בהם. באשר לחלק מהסעדים שנתבקשו, כגון ביטול ההלוואות וביטול הפחתת ההון, נטען כי אלה אינם ישימים. לבסוף, נטען כי ההחלטות המדוברות חוסות תחת כלל שיקול הדעת העסקי; כי הן התקבלו לאחר קיום הליך מיודע, בתום לב וללא עניין אישי; וכי לא היה מקום להחיל את המבחן שהתווה בית משפט קמא בדבר "שיקול דעת עסקי מוגבר", ומכל מקום, המשיבים צלחו גם מבחן זה.

16. כאמור, בקשת האישור שהגיש ורדניקוב כוונה גם נגד חברי הדירקטוריון הקודם. לטענתם של האחרונים, מתוך כל ההחלטות שתקף ורדניקוב, רק החלטה אחת קשורה אליהם – והיא חלוקת הדיבידנד בסך כ-2.45 מיליארד ₪ בחודש מרץ 2010, שכלל בתוכו את הרווח שצמח עקב הפסקת איחוד דוחות יס. חברי הדירקטוריון הקודם תומכים יתדותיהם בקביעותיו העובדתיות של בית משפט קמא, ובפרט קביעתו בדבר העדר כל הוכחה למעורבות מצדו של אלוביץ' בתהליכי קבלת ההחלטות בתקופת הדירקטוריון הקודם, וכן קביעתו בדבר הלגיטימיות של חלוקת רווחי הפסקת איחוד דוחות יס.

עד כאן הרקע הנדרש לערעורים דנן ועיקרי טענות הצדדים. עתה נפנה לפרק הדיון, ונפתח במילות הקדמה קצרות בנוגע לטיבו של הליך אישורה של תביעה נגזרת.

ד"ן

אישור תביעה נגזרת

17. על מהותה של התביעה הנגזרת נזדמן לי לעמוד מספר פעמים לאחרונה, וכפי שצינתי באחת הפרשות, "לא כל אימת שבית המשפט נדרש למכשיר התביעה הנגזרת, יש צורך לחזור ולהידרש מבראשית לתכלית ולשיקולים שבבסיס מכשיר זה ולדרך

ניהול ההליך" ([רע"א 4024/14](#) אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כהן, [פורסם בנבו] פס' 15 (26.4.2015) (להלן: עניין אפריקה ישראל)). אזכיר אפוא בקצרה, כי הליך התביעה הנגזרת מעניק לבעל מניות "זכות עמידה" לתבוע בשם החברה, מקום בו האורגנים המוסמכים נמנעים מהגשת תביעה בשם החברה נגד נושא משרה או גורם רלוונטי אחר.

באשר לטיבו של הליך הבקשה לאישור, הרי שמדובר בהליך מקדמי המעוגן [בסעיף 198\(א\) לחוק החברות](#). כפי שהוטעם בפסיקה, מנגנון זה נוצר לנוכח "בעיית הנציג" והחשש לשימוש לרעה בכלי של תביעה נגזרת, כמו גם בשל החשש שמא ריבוי תביעות נגד נושאי משרה עלול להתיע דירקטורים מפני נטילת סיכונים עסקיים ואף לפגוע בנכונותם של מועמדים פוטנציאליים לכהן כדירקטורים. הצורך לאזן בין הרצון להגן על החברה מפני מנהליה לבין הרצון להגן על החברה מפני סחיטה אפשרית של בעל מניות, לצד ההכרה בכך שעצם ניהול תביעה נגזרת טומן בחובו סיכון עבור החברה (אם מחמת העלויות הישירות הכרוכות בכך ואם בשל החשש מפגיעה בתפקוד החברה ובערכה) – מחייבים עריכת בדיקה טרומית מעמיקה של התביעה הנגזרת בטרם אישורה, ומכאן חובתו של בית המשפט להפעיל שיקול דעת מיוחד בטרם אישור התביעה הנגזרת.

במסגרת בדיקה זו, על מבקש האישור לעמוד במספר תנאים: עליו לשכנע את בית המשפט כי קיימת עילת תביעה לחברה; כי התביעה וניהולה הם לטובת החברה ועשויים לתרום להגדלת ערכה; וכי אין הוא פועל בחוסר תום לב. לשם כך, על מבקש האישור להניח תשתית ראייתית ראשונית אשר תצביע על סיכוי לכאורי להצלחת התביעה, שאם לא כן, טובת החברה תחייב שלא לאשר את הגשת התביעה. אמנם, לנוכח פערי המידע המובנים בין מבקש האישור לבין החברה, הנטל המוטל על מבקש האישור להראות כי נתקיימו התנאים לאישור בקשתו הוא ברמה לכאורית בלבד. עם זאת, כפי שהזכרתי בעבר, אין מדובר בנטל קל ועל מנת לעמוד בו לא די ב"רסיסי מידע" (ראו ביתר הרחבה: עניין אפריקה ישראל, פס' 16-17; [רע"א 5296/13](#) אנטורג נ' שטבינסקי, [פורסם בנבו] פס' 16 (24.12.2013) (להלן: עניין אנטורג); [רע"א 2903/13](#) אינטרקולוני השקעות בע"מ נ' שקדי, [פורסם בנבו] פס' 13 (27.8.2014) (להלן: עניין אינטרקולוני); צפורה כהן בעלי מניות בחברה – זכויות תביעה ותרופות כרך ג 456-458, 512-520 (מהדורה שניה, 2010) (להלן: צפורה כהן כרך ג); יחיאל בהט חברות – החוק החדש והדין כרך ב 759 (מהדורה שלוש עשרה, 2015) (להלן: בהט); להבחנה בין "עילת תביעה" לבין הדרישה לתשתית ראייתית ראשונית להוכחת קיומה של עילת תביעה, ראו בעניין אפריקה ישראל בפס' 18).

18. אקדים אחרית לראשית ואומר כי לטעמי, לא עלה בידי המערערים להרים את הנטל המוטל עליהם ולהניח תשתית ראייתית ראשונית מספקת, ועל כן דין הערעורים להידחות.

להלן פירוט הדברים. אפתח באקדמות מילין קצרות בנוגע לתשתית העיונית הרלוונטית לערעורים דנן, ומשם אפנה לבחון את ההחלטות הנתקפות על ידי המערערים, הנוגעות למדיניות חלוקת הדיבידנדים, חלוקת הרווח החשבונאי שנבע מהפסקת איחוד דוחות יס והפחתת ההון, הכל תוך התייחסות לטענות שהעלו המערערים בערעוריהם ולטענות המשיבים בתשובותיהם. כפי שצינתי, בית משפט קמא פרש בפסק דינו יריעה רחבה ודן בשורה של נושאים המשיקים לערעורים דנן. אין ככוונתי להידרש לכל תג ותג בפסק הדין ובטענות הצדדים. כפי שיפורט בהמשך הדברים, חלק מהסוגיות תזכינה לדיון מעמיק, ואילו חלקן האחר ודאי יגיע תורן בעתיד, במקרים המתאימים, ככל שיתעורר בכך הצורך. למען הנוחות, אתיחס להלן אל טענותיהם של ורדניקוב וחמו יחדיו כאל "טענות המערערים". מקום בו תידרש הבחנה בין השניים – תיעשה זו במפורש.

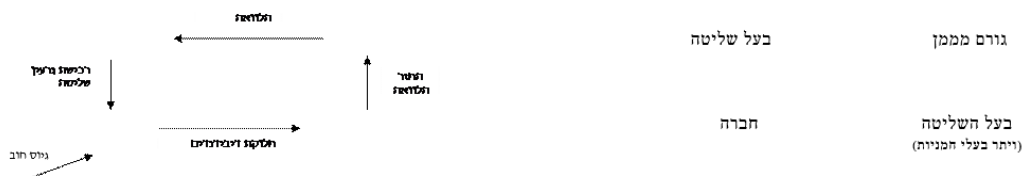
רכישה שלטיטה ממונפת

19. רכישה ממונפת (Leveraged Buyout – LBO) היא טכניקה מימונית מוכרת ומקובלת, המאפשרת לנוטל ההלוואה לרכוש נכס מבלי שעומד לרשותו ההון העצמי הנדרש לשם כך. המקרה שלפנינו מדגים סוג ספציפי של רכישה ממונפת, בה אדם (או חברה) רוכש את גרעין השליטה של החברה הנרכשת באמצעות נטילת הלוואות, כאשר לרוב הדבר נעשה תוך שעבוד המניות הנרכשות לטובת הגורם המממן להבטחת פירעון ההלוואה. השתלטות על חברות באמצעות רכישה ממונפת אינה תופעה חדשה, לא בעולם ואף לא בישראל (ראו יצחק סוארי, משה ברקת ודן גבעולי היבטים בחלוקת דיבידנד לאור [חוק החברות](#) החדש 204-205 (1999) (להלן: סוארי, ברקת וגבעולי)).

פרקטיקה של רכישה ממונפת טומנת בחובה יתרונות משמעותיים לצד חששות בלתי מבוטלים. אחד החששות העיקריים מתמקד בהעדפת צרכיו של בעל השליטה על פני טובת החברה. כך, ניתן להניח כי הרוכש (בעל השליטה החדש) יידרש לאתר במהרה מקורות מימון לצורך פירעון חובו כלפי המממן. מקור מימון אפשרי ומתבקש הוא קופת המזומנים של החברה הנרכשת, וכך עשוי בעל השליטה לפעול במטרה

להוציא ערך מהחברה באמצעות חלוקת דיבידנדים מוגברת, אף תוך שהוא פועל להגדלת קופת החברה באמצעות גיוסי חוב.

במילים אחרות, השינוי המתואר במבנה ההון של החברה המעלה את רמת המינוף שלה (Leveraged Recapitalization), מעורר את החשש שמא צרכיו של בעל השליטה לעמוד בתנאי החזר ההלוואה ששימשה אותו לרכישת גרעין השליטה מלכתחילה, הם שיובילו אותו לקדם מדיניות חלוקת דיבידנדים מתאימה, תוך העמסת חוב נוסף על כתפי החברה. לאמיתו של דבר, פרקטיקה מעין זו מאפשרת לבעל השליטה החדש להחליף את חובו האישי שנוצר בעקבות רכישת גרעין השליטה, בחובותיה של החברה הנרכשת, כמתואר בתרשים הבא:



בכך עלול בעל השליטה החדש לפעול לטובת עצמו במקום לטובתה של החברה הנרכשת, באופן העלול לפגוע בה. לדוגמה, בשל האינטרס של בעל השליטה הממונף להוציא ערך מהחברה תוך זמן קצר, החברה עלולה לממש נכסים שלא מתוך שיקולים עסקיים טהורים, או להימנע מהשקעות לטווח ארוך, שהן לטובת החברה.

חשש נוסף הוא כי העלאת רמת המינוף באופן המתואר עלולה לפגוע ביציבותה הפיננסית של החברה עד כדי דרדורה לתדלות פירעון, ובכך ליצור סיכון כלפי גורמים נוספים מלבד בעלי המניות ונושאי המשרה, כגון נושי החברה ועובדיה. בשנות השמונים, מספר רב של חברות אמריקאיות נרכשו באמצעות רכישה ממונפת ונקלעו לקשיים פיננסיים, ולכך היו השלכות רוחב שגרמו נזקים לכלכלה האמריקאית בכללותה (אירית [חביב-סגל דיני חברות](#) לאחר [חוק החברות](#) החדש כרך ב 645 (2004) (להלן: חביב-סגל כרך ב)). חשש נוסף, המתמקד בנושאי המשרה, הוא כי עסקאות מינוף עלולות להעמיד את הנהלת החברה והדירקטוריון בפני מתח מסוים בבואם למלא את חובתם כלפי החברה ובעלי מניותיה (Deborah Demott, *Directors' duties in Management Buyouts and Leveraged Recapitalizations*, 49 OHIO ST. L.J. 517 (1988); Richard M. Cieri, *An Introduction to Legal and Practical Considerations in the Restructuring of Troubled Leveraged Buyouts*, 45

BUS. LAW. 333 (1989); B. Espen Eckbo and Karin s. Thorburn, *Corporate Restructuring: Breakups And LBOs*, in HANDBOOK OF CORPORATE FINANCE: EMPIRICAL CORPORATE FINANCE, 429, 436 (B. Espen Eckbo, (ed.(2007)).

20. לצד חששות וסיכונים אלו, עסקאות מינוף מהסוג המתואר טומנות בחובן יתרונות בלתי מבוטלים. ראשית, בהיבט של התשואה על ההון העצמי ובמיוחד על רקע שיעורי הריבית הנמוכים בשוק בשנים האחרונות. שנית, דווקא הלחץ הכספי בו נתון בעל השליטה החדש בעקבות הרכישה הממונפת, מביא לתהליך התייעלות מהיר של החברה הנרכשת. שלישית, עסקאות מינוף מאפשרות לגורמים שאין ברשותם את ההון העצמי הנדרש להפוך לבעלי שליטה פוטנציאליים (ציניים שבינינו יאמרו כי יש להניח שגב' כהן מחדרה לא תצליח לגייס מיליארדי שקלים לצורך רכישה ממונפת). בכך "נפתח" השוק לשחקנים נוספים, באופן התורם להגדלת הסיכוי שחברות תמצאנה עצמן בשליטת הגורם המתאים ביותר שיפעל למקסם את ערכה של החברה. תופעה זו תורמת (ואף חיונית) לצמצום הריכוזיות בשוק, בכך שהיא "מפקיעה" מידי קבוצה מצומצמת של בעלי הון עצמי את היכולת לשלוט בחברות רבות בשוק, מנתקת את התלות בין עושרו של היזם-המשקיע לבין אפשרות הגשתו של הפרויקט העסקי, ומאפשרת לבעלי שליטה פוטנציאליים לרתום את כישוריהם לטובת אותן חברות, באופן המחזק את יעילותו של שוק ההון (חביב-סגל כרך ב 646-647; מאיה אלשיך קפלן "עניין אישי וניגוד עניינים ברכישה ממונפת על ידי ההנהלה – האמנם?" תאגידיים ד(4) 42, 46-47 (2007) (להלן: אלשיך קפלן); עדי ליבזון "רכישות ממונפות: סימפטום של משק ריכוזי או אמצעי לצמצום ריכוזיות", עתיד להתפרסם במחקרי משפט לא(1) (להלן: ליבזון)).

יתרונות נוספים לקוחים מתחום הממשל התאגידי. כך, אחת הטענות גורסת כי שינוי מבנה ההון כמתואר, יש בו כדי להגביר את הפיקוח החיצוני על מנהלי החברה על ידי נושיה (כדוגמת הגורם המממן, שבמקרים רבים הינו משקיע מוסדי המצויד בכלים המתאימים לקיים פיקוח הולם). בנוסף, נטען כי יש בכך כדי להחליש את בעיית הנציג בין המנהלים לבעלי המניות, שהרי הונה של החברה אינו שוכב בקופתה אלא מוחזר במישרין לכיסם של בעלי המניות (Maribel Sáez and María Gutiérrez,) *Dividend Policy with Controlling Shareholders*, 16(1) THEORETICAL INQ. (L. 107, 114 (2015)).

21. היתרונות והחסרונות ניצבים אפוא אלה מול אלה, והכרעה אמפירית בשאלה אם הסיכונים גוברים על הסיכויים (או להיפך) – אינה בנמצא. ודוק: על הלגיטימיות של עסקאות מינוף מסוג זה אין חולק. כפי שהבהיר בית משפט קמא, התפישה המקובלת היא כי הכלי של רכישה ממונפת הוא כלי "לגיטימי ואף רצוי, ובלבד שיעשה באחריות הראויה" (שס, פס' 51). תפישה זו, לצד החשש מפני הרתעת יתר וסיכולן של עסקאות השתלטות יעילות, אל מול החשש הנגדי מפני עידוד הרפתקאות השתלטות בלתי יעילות, הובילה את הפסיקה בארצות הברית לגישה מצמצמת לפיה יש להטיל אחריות על קברניטי עסקאות מסוג זה "אך ורק כאשר החברה הרוכשת נמצאה במצב של חדלות פירעון כבר במועד ביצוע העסקה, או כאשר היה ניתן לצפות מראש, ברמת וודאות גבוהה, שהמנוף הפיננסי יגרוור את הקונצרן לחדלות פירעון" (חביב-סגל כרך ב 648 והאסמכתאות שם (הדגשה הוספה – י"ע); פס' 84 לפסק דינו של בית משפט קמא; להצעה ליצירת מנגנון פיקוח בלתי תלוי שיבחן עסקאות רכישה ממונפת ex ante ויוודא שהמינוף המתואר לא ידרדר את החברה לחדלות פירעון, ראו אצל: Laura (2014) 1830 YALE L.J. *Femino Ex Ante Review of Leveraged Buyouts*).

בהמשך לקו זה, וכפי שציין בית המשפט המחוזי, החלטות בנוגע לניהול המבנה הפיננסי של החברה ויחס הון-חוב שלה (לרבות חלוקות רווחים וגיוסי חוב), הן ככלל מסוג ההחלטות בהן בתי המשפט יימנעו מלהתערב, בהיותן חוסות תחת הכלל הידוע בתור "כלל שיקול הדעת העסקי" (BJR – Business Judgment Rule). לאמור, ככל שהחלטות מסוג זה התקבלו בהעדר ניגוד עניינים, בתום לב ובאופן מיודע, הן נהנות מחזקת תקינות ולא תהיינה חשופות להתערבותו של בית המשפט (שרון [חנס "כלל שיקול הדעת העסקי"](#) עיוני משפט לא 313, 315 (2009) (להלן: [חנס – כלל שיקול הדעת העסקי](#))). אל כלל שיקול הדעת העסקי ומקומו בערעורים דנן – נשוב ביתר הרחבה בהמשך.

[במאמר מוסגר: בחודש אוגוסט 2012, לבקשת דירקטוריון חברת בזק, הגיש פרופ' חנס חוות דעת לבזק בה ניתח את התנהלות הדירקטוריון. חוות הדעת נתבקשה בעקבות דרישת ורדניקוב מבזק כי תגיש תביעה נגד נושאי המשרה ובעל השליטה (דרישה שהוגשה מכוח [סעיף 194\(ב\) לחוק החברות](#)). אין בכונתי להידרש לחוות דעתו של פרופ' חנס בנוגע להתנהלות הנוגעת לתיק זה, וכל ההפניות בפסק הדין הן לכתובתו האקדמית בלבד].

הערה מקדימה

22. כפי שצוין בפסק דינו של בית משפט קמא, בקשות האישור של המערערים עסקו בשלשה מוקדים: חלוקת הדיבידנד השוטף בשיעור של 100% מהרווח הנקי; חלוקת הרווח החשבונאי שנוצר בעקבות הפסקת איחוד דוחות יס; והפחתת ההון.

עיון מדוקדק בטענות המערערים מלמד כי הם מבקשים לתקוף את ההחלטות המדוברות, שלטענתם התקבלו בניגוד לטובת החברה, בשני מסלולים: הדרך האחת היא באמצעות [סעיפים 270\(4\)](#) ו-[275 לחוק החברות](#), הקובעים מהם סוגי העסקאות הקשורות לבעל השליטה הטעונות קבלתו של "האישור המשולש" (הדירקטוריון, ועדת הביקורת והאסיפה הכללית); הדרך השנייה היא באמצעות הטענה כי בעל השליטה ונושאי המשרה הפרו את החובות המוטלות עליהם – בעל השליטה הפר את חובת ההגנות המוטלת עליו מכוח [סעיף 193\(א\)\(1\)](#) לחוק, ואילו נושאי המשרה הפרו את חובות הזהירות והאמונים המוטלות עליהם מכוח [סעיפים 252](#) ו-[254](#) לחוק.

שני מסלולי תקיפה אלו הם מסלולים נפרדים. המסלול הראשון מתמקד בתנאים הפרוצדוראליים הקבועים בחוק אשר מילויים נדרש לשם אישור עסקאות מסוימות (ובלבד שהן לטובת החברה); ואילו המסלול השני בוחן את התנהלותם של נושאי המשרה ובעל השליטה ואת האופן בו הפעילו את שיקול דעתם. למקרא טענות הצדדים, עלול להתקבל הרושם שמא במקרה דנן חל ערבוב מסוים בין שני מסלולי התקיפה. אקדיש אפוא מספר מילים לחידוד ההבחנה, ואפנה תחילה למסלול התקיפה הראשון שעניינו במנגנון הנדרש לשם "אישור עסקאות".

מסלול א' – אישור עסקאות עם בעלי עניין

23. נפתח בלשונו של [חוק החברות](#). [סעיף 270](#) לחוק מפרט אלו "עסקאות" טעונות אישורים מיוחדים. בגדר עסקאות אלה נמצאות עסקאות הקשורות באופן כזה או אחר לבעל השליטה (ס"ק [\(4\)](#)). וזו לשון הסעיף:

עסקאות הטעונות אישורים מיוחדים

270. עסקאות של חברה המפורטות להלן, טעונות אישורים כקבוע בפרק זה, ובלבד שהעסקה היא לטובת החברה:

...(1)

...(2)

...(3)

(4) עסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה או עסקה חריגה של חברה ציבורית עם אדם אחר שלבעל השליטה יש בה ענין אישי, לרבות הצעה פרטית שלבעל השליטה יש בה ענין אישי; וכן התקשרות של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה או עם קרובו, במישרין או בעקיפין, לרבות באמצעות חברה שבשליטתו, לענין קבלת שירותים בידי החברה וכן אם הוא גם נושא משרה בה - באשר לתנאי כהונתו והעסקתו, ואם הוא עובד החברה ואינו נושא משרה בה - באשר להעסקתו בחברה;

כפי שנזדמן לי לומר זה לא מכבר, על גבו של [סעיף 270\(4\)](#) לחוק "רוכב" [סעיף 275](#) לחוק, המפרט את המנגנון הנדרש לשם אישור עסקה עם בעל שליטה (ע"א [3136/14](#) כבירי שמיע נ' אי.די.בי חברה לפיתוח בע"מ, [פורסם בנבו] פס' 33 (28.1.2016) (להלן: עניין כבירי)). וזו לשון הסעיף:

עסקה עם בעל שליטה

275. (א) עסקה שמתקיים בה האמור בסעיף 270(4) טעונה אישורם של אלה בסדר הזה:
- (1) ועדת הביקורת, ובעסקה באשר לתנאי כהונה והעסקה – ועדת התגמול;
 - (2) הדירקטוריון;
 - (3) האסיפה הכללית, ובלבד שיתקיים אחד מאלה:
 - (א) במנין קולות הרוב באסיפה הכללית ייכללו רוב מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי ענין אישי באישור העסקה, המשתתפים בהצבעה; במנין כלל הקולות של בעלי המניות האמורים לא יובאו בחשבון קולות הנמנעים;
 - (ב) סך קולות המתנגדים מקרב בעלי המניות האמורים בפסקת משנה (א) לא עלה על שיעור של שני אחוזים מכלל זכויות ההצבעה בחברה.

לטענת המערערים, הפעולות בהן נקטה בזק הן בבחינת "מהלך משולב" של נטילת הלוואות וחלוקת הון, המהוות "עסקה חריגה עם בעל שליטה" או "עסקה חריגה עם אדם אחר שלבעל השליטה יש בה ענין אישי". ככאלה, הן עסקאות הנכנסות בגדרו של [סעיף 270\(4\)](#) לחוק וטעונות קבלת "האישור המשולש" בהתאם ל[סעיף 275](#) לחוק. אישור זה לא נתבקש במקרה דנן, וממילא לא התקבל, ומכאן שלא נתמלאו התנאים הפרוצדוראליים הנדרשים לאישור העסקה (נזכיר כי על פי הוראות [סעיף 280\(א\)](#) ו-[\(ב\)](#) לחוק, עסקה שלא קיבלה את האישור הנדרש תהא חסרת תוקף כלפי החברה ובעל

השליטה, וכן כלפי אדם אחר אשר ידע על עניינו של בעל השליטה וידע או היה עליו לדעת על כך שלא נתקבל האישור הנדרש).

24. לביסוס טענה זו של המערערים, עליהם לחצות תחילה את המשוכה ההגדרתית ולהראות כי הפעולות המדוברות הן בבחינת "עסקה חריגה" (וממילא כי הן בבחינת "עסקה"). שני מושגים אלו מוגדרים [בסעיף 1 לחוק החברות](#) בזו הלשון:

"עסקה" - חוזה או התקשרות וכן החלטה חד צדדית של חברה בדבר הענקת זכות או טובת הנאה אחרת;

"עסקה חריגה" - עסקה שאינה במהלך העסקים הרגיל של החברה, עסקה שאינה בתנאי שוק או עסקה העשויה להשפיע באופן מהותי על רווחיות החברה, רכושה או התחייבויותיה;

האם חלוקת הדיבידנדים והפחתת ההון שבוצעו במקרה דנן נכנסות תחת הגדרת "עסקה"? נאמן לגישתו כפי שהובעה בעניין רוזנפלד, בית משפט קמא השיב לשאלה זו בשלילה, וקבע כי חלוקת דיבידנדים, לרבות בדרך של הפחתת הון הנעשית באישור בית משפט, כלל אינה מהווה "עסקה".

25. גישתו של בית משפט קמא הגיונה בצדה. זכותו של בעל מניות לקבל דיבידנד מעוגנת [בסעיף 306\(א\) לחוק החברות](#), הקובע כי "לבעל מניה הזכות לקבל דיבידנד או מניות הטבה, אם החליטה על כך החברה". מכאן ניתן להסיק, כי זכותו של בעל מניה לקבל דיבידנד מוענקת לו מיד עם רכישתה, הגם שעצם קבלת הדיבידנד מותנית בהחלטה מתאימה מטעם החברה. דהיינו, חלוקת הדיבידנד אינה מהווה הענקת זכות, כלשון הגדרתה של התיבה "עסקה", כי אם מימוש זכות שבה החזיק בעל המניות מתוקף היותו בעל מניות (ראו גם הדס אהרוני-ברק עסקאות עם בעלי שליטה 95 (2014) (להלן: אהרוני-ברק)). לביסוס גישתו הפנה בית משפט קמא גם לדבריה של חביב-סגל, המסבירה כי הזכות לקבל דיבידנד "משקפת את מהות הזכויות המאוגדות בניירות ערך מסוג של מניות, קרי, את דמיוןן של זכויות אלו לזכויות הבעלות המוכרות לנו מדיני הקניין. בדומה לבעל הקניין, זכאי בעל המניה ל'פירות' הנכסים המושקעים בחברה" (חביב-סגל כרך ב 98). רוצה לומר, כי כשם שזכותו של בעל הקניין לקבל את פירות השקעתו אחוזה בעצם היותו בעל קניין, כך זכותו של בעל מניה לקבל דיבידנד אחוזה בעצם היותו בעל מניה.

מנגד, עיון חוזר בהגדרתה של התיבה "עסקה" מעלה כי המסקנה דלעיל אינה כה פשוטה. על פי לשון ההגדרה, עסקה מהווה "החלטה חד צדדית של חברה בדבר הענקת זכות או טובת הנאה אחרת". דהיינו, על מנת להיחשב "עסקה", אין הכרח שיהא מדובר בהענקת זכות, ודי בכך שמדובר בהענקה חד צדדית של טובת הנאה. בהנחה שחלוקת דיבידנד מהווה "הענקה" של "טובת הנאה" לבעל המניות, הרי שניתן לראותה כ"עסקה" (ראו גם אצל מוטי ימין ואמיר וסרמן תאגידיים וניירות ערך 683 (2006) (להלן: ימין ווסרמן), הסבורים כי במישור העקרוני החלטה בדבר חלוקת דיבידנד נופלת לגדר המונח "עסקה").

26. כשלעצמי, מסופקני האמנם התכוון המחוקק לכלול חלוקת דיבידנד תחת הגדרת "עסקה". ראשית, קשה להתעלם מבחירתו של המחוקק להקדיש לנושא של חלוקת דיבידנדים הסדר ספציפי בעל הגדרות וכללים משלו. כך, בסעיף ההגדרות, "חלוקה" מוגדרת בתור "מתן דיבידנד או התחייבות לתיתו...", ו"דיבידנד" מוגדר בתור "כל נכס הניתן על ידי החברה לבעל מניה מכוח זכותו כבעל מניה", ועל פני הדברים אין להסיק משתי ההגדרות הפנייה להגדרת "עסקה".

בהיבט המהותי, המחוקק קבע כללים עצמאיים אימתי רשאית חברה לחלק דיבידנד, והם עמידה ב"מבחן הרווח" וב"מבחן יכולת הפירעון" (סעיף 302(א) לחוק, אליו עוד נשוב ונתייחס בהמשך). גם בהיבט הפרוצדוראלי של אישור החלוקה, המחוקק קבע כללים ברורים, שאינם חופפים לכללי אישור "עסקאות" ואף אינם מאזכרים אותם. כך, בנוגע לחלוקת דיבידנד מותרת, נקבעה בחוק ברירת מחדל המותירה בידי הדירקטוריון את הסמכות להורות על חלוקה (סעיף 307 לחוק); ואילו בנוגע לחלוקה שאינה מותרת (קרי, שאינה מקיימת את "מבחן הרווח"), התנה המחוקק את אישור החלוקה בקבלת אישור בית משפט (סעיף 303 לחוק). בשני המקרים המחוקק כלל לא מצא לנכון להתייחס למנגנון הרלוונטי לאישור "עסקאות" או לאפשרות קיומו של "עניין אישי" מצד מאן דהו.

בנסיבות אלו, אני סבור כי אין לערב בין התחומין ו"להזרים" את ההוראות הנוגעות לאישור עסקאות עם בעלי עניין לתחום של חלוקת דיבידנדים (השוו לדיון בעניין כבירי בפס' 34-38 בנוגע להצעת רכש מלאה, שם קבעתי כי בחירת המחוקק לקבוע מנגנון אישור מיוחד, בדמות קיבול ההצעה ברוב מיוחד בצירוף אישור בית משפט בדיעבד, נעשה חלק המנגנון של אישור מראש הקבוע בסעיף 275 לחוק). משזו מסקנתי, די בכך כדי להביא לדחיית הטענה כי היה על בזק לאשר את חלוקת

הדיבידנדים והפחתת ההון באמצעות מנגנון האישור המשולש הקבוע [בסעיף 270\(4\)](#) לחוק.

27. זאת ועוד. ברוח דבריו של בית משפט המחוזי בעניין רוזנפלד, אף אם אהיה נכון להניח - ולו לצורך הדיון - כי ניתן לראות בחלוקת דיבידנד כחוסה תחת הגדרת "עסקה", אין לומר כי זו נכנסת בגדרן של שתי החלופות הנ"ל המנויות [בסעיף 270\(4\)](#) לחוק – כ"עסקה חריגה עם בעל השליטה" או "עסקה חריגה עם אדם אחר שלבעל השליטה יש בה עניין אישי" – וזאת בשל מספר טעמים.

דיבידנד, מעצם טיבו, מחולק לכלל בעלי המניות באופן שוויוני ביחס ישיר לשיעור החזקותיהם במניות החברה. זוהי כאמור אחת הזכויות העיקריות של כל בעל מניות, שאף תוארה בפסיקה בתור "העניין האלמנטרי הראשוני שלו" ([ע"א 667/76 ל. גליקמן בע"מ נ' א.מ. ברקאי חברה להשקעות, פ"ד לב\(2\) 281, 285 \(1978\)](#)) (להלן: עניין גליקמן)). אין תימה אפוא כי החשש הטבעי של בעלי המניות מפני התנהלות בעייתית מצד בעל השליטה ונושאי המשרה, מתבטא דווקא בפרקטיקה של אי-חלוקת דיבידנד. זאת, בין היתר, על רקע החשש כי בעלי השליטה יעדיפו להפיק טובות הנאה המתגלגלות לכיסם הפרטי על פני חלוקה שוויונית המזכה את מכלול בעלי המניות (ראו, למשל: חביב-סגל כרך ב 338; יוסף גרוס "חלוקה בעידן העקרונות החדשים של ה-IFRS" תאגידים ה(3) 3, 29 (2008) (להלן: גרוס – חלוקה)).

עקרון זה, המכונה "עקרון השוויון", מהווה אחד מ"עקרונות יסוד המנחים את ההסדרים המשפטיים של חלוקת הדיבידנד" (חביב-סגל כרך ב 329). מכאן, שאף לשיטתם של אלו הסבורים כי ניתן לראות חלוקת דיבידנד בתור "עסקה", אין המדובר ב"עסקה עם בעל השליטה" העומדת לעצמה, כי אם ב"עסקה עם כלל בעלי המניות". יפים לעניין זה דבריהם של ימין ווסרמן, המתייחסים למצב דברים הדומה עד מאד לנסיבות הערעור דנן:

"בשנים האחרונות בוצעו בשוק ההון הישראלי כמה עסקאות לרכישת שליטה בחברות ציבוריות, שמומנו בהלוואות בהיקף משמעותי. במקרים אלה נוצר לבעל השליטה החדש אינטרס מובהק לבצע חלוקה של רווחי החברה הניתנים לחלוקה סמוך להשלמת הרכישה, על מנת לצמצם ככל הניתן את היקף האשראי שנטל לצורך רכישת השליטה. עם זאת אף שחלוקת הדיבידנד משרתת את צורכי בעל השליטה נראה כי אין לדאוגה כעסקה עם בעל שליטה, שכן היא מתבצעת במהלך אחיד ושוויוני לכל

בעלי המניות" (ימין ווסרמן בעמ' 684, ההדגשה הוספה – י"ע).

הקושי לראות חלוקת דיבידנד כ"עסקה עם בעל שליטה", מתחבר לקושי עליו עמדנו לעיל בנוגע לעצם האפשרות לראות חלוקת דיבידנד כ"עסקה". כפי שצוין, הטענה כי חלוקת דיבידנד מהווה "עסקה" עם בעל השליטה, משמעה כי כל חלוקת דיבידנד היא בבחינת "עסקאות מרובות" שמספרן כמספר בעלי המניות. טענה זו מעוררת קושי בלתי מבוטל, שהרי החלטה על חלוקת דיבידנד – אחת היא – וספק אם ניתן לבודד את "העסקה" שמתבצעת עם בעל השליטה (הטענה כביכול את האישור המשולש) מבין "העסקה" שמתבצעת עם יתר בעלי המניות (שאינה טעונה אישור). בנוסף, אילו אכן היה מדובר בעסקה, ספק עד כמה המנגנון הקבוע [בסעיף 275](#) לחוק היה מרפא את החשש מפני עסקה חריגה עם בעל השליטה, שהרי כל יתר בעלי המניות גם הם לכאורה בעלי עניין בחלוקה (ראו בעניין רוזנפלד, פס' 101-102). קשה לומר אפוא כי חלוקת דיבידנד היא בבחינת "עסקה חריגה עם בעל השליטה".

לאור מסקנתנו כי חלוקה אינה מהווה "עסקה חריגה עם בעל השליטה", אזי ממילא חלוקת הדיבידנד אינה נכנסת גם בגדרה של החלופה השנייה הקבועה [בסעיף 270\(4\)](#) לחוק, שעניינה ב"עסקה חריגה של חברה ציבורית עם אדם אחר שלבעל השליטה יש בה ענין אישי" (וראו הניסוח הדומה [בתקנה 1\(4\)](#) לתקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי ענין), התש"ס-2000). כאמור, חלוקת דיבידנד מתבצעת על ידי החברה באופן שוויוני לכלל בעלי מניותיה, בכללם בעל השליטה. משקבענו כי אין "לבודד" את בעל השליטה מיתר בעלי המניות וכי אין לראות בחלוקת הדיבידנד משום "עסקה חריגה עם בעל שליטה" (כמפורט לעיל), לא ניתן להשקיף על חלוקת הדיבידנד כעל "עסקה חריגה עם אדם אחר" שלבעל השליטה יש בה ענין אישי. פרשנות שכזו אונסת את לשון החוק, ודומה כי הדברים ממחישים שוב את הקושי הכרוך בהחלת "דיני העסקאות" על תחום חלוקת הדיבידנדים.

29. ולבסוף, ולא אחרון בחשיבותו, גם לעמדתה של הרשות לניירות ערך, "החלטה לחלק דיבידנד במזומן, כשלעצמה, אינה נכנסת לגדר [סעיף 270\(4\)](#) לחוק החברות ואינה כפופה לאישור האסיפה הכללית לפי [סעיף 275](#) לחוק החברות" (מכתבו של יו"ר הרשות לניירות ערך, פרופ' זוהר גושן, לחברת הכנסת שלי יחימוביץ' מיום 13.1.2010, בנוגע לחלוקת דיבידנד בחברת פרטנר (מוצג מש/15 למוצגי בזק; אוסיף כי אף באותו

מקרה מדובר היה בחלוקה שאינה מקיימת את "מבחן הרווח". אל מבחני החלוקה הקבועים [בחוק החברות](#) אשוב ואדרש בהמשך הדברים).

30. הנדבך השלישי במסלול התקיפה לפי [סעיפים 270\(4\) ו-275](#) לחוק, נסב על "עניין אישי" של בעל השליטה בעסקה. לנוכח מסקנתנו כי חלוקת דיבידנד אינה מהווה "עסקה", וכי גם אם מדובר ב"עסקה" אין לראותה כ"עסקה חריגה עם בעל שליטה" או כ"עסקה חריגה עם אדם אחר", אזי מתייחר הצורך להידרש לשאלה אם ניתן לייחס לבעל השליטה "עניין אישי" בחלוקה. אף על פי כן, למען המשך הדיון ושלמותו, אקדיש את החלק הבא לנקודה זו.

"עניין אישי" בחלוקת דיבידנד

31. המונח "עניין אישי" מוגדר [בסעיף 1](#) לחוק באופן הבא:

"עניין אישי" - עניין אישי של אדם בפעולה או בעסקה של חברה, לרבות עניין אישי של קרובו ושל תאגיד אחר שהוא או קרובו הם בעלי עניין בו, ולמעט עניין אישי הנובע מעצם החזקת מניות בחברה, לרבות עניין אישי של אדם המצביע על פי יפוי כוח שניתן לו מאת אדם אחר אף אם אין לאחר עניין אישי, וכן יראו הצבעה של מי שקיבל יפוי כוח להצביע בשם מי שיש לו עניין אישי כהצבעה של בעל העניין אישי, והכל בין אם שיקול הדעת בהצבעה הוא בידי המצביע ובין אם לאו.

קורא המעיין בתוכן ההגדרה מגלה על נקלה כי מדובר בהגדרה "מעגלית" שאינה יוצקת תוכן מהותי מעבר למשמעותו המילולית של המונח. כך [בחוק החברות](#), וכך גם בהגדרה שהיתה קבועה בשעתו [בסעיף 96כד לפקודת החברות](#) [נוסח חדש], התשמ"ג-1983, שנקטה לשון "לרבות עניין אישי של קרובו של נושא המשרה או עניינו של תאגיד אחר שבו נושא המשרה או קרובו הם בעלי עניין" (עוד על גלגוליו של המונח, ראו עדי זלצמן וקרן אלגברלי גולדמן "האבולוציה של המונח 'עניין אישי'", תאגידים ח(4) 32 (2011) (להלן: זלצמן ואלגברלי גולדמן)). מטבע הדברים, מצב זה יצר קרקע פוריה לפרשנות המונח בידי בתי המשפט ולהתייחסותם של מלומדי משפט (ראו סקירתו הנרחבת של השופט כבוב בת.פ. (ת"א) [40213/05](#) מדינת ישראל פרקליטות מחוז ת"א-מיסוי וכלכלה נ' גבעוני, [פורסם בבנו] פס' 480-516 (26.12.2012) (להלן: עניין גבעוני)).

לא בכדי בחר המחוקק להימנע מקביעת גבולות גזרה למונח "עניין אישי". המחוקק נקט הגדרה "פתוחה" הנוקטת לשון "לרבות", מתוך הבנה כי לאור הדינמיות של חיי המסחר ושוק ההון, עתידה ההגדרה להתמלא תוכן ממקרה למקרה (ראו דברי השופט (כתוארו אז) ריבלין בע"פ 3891/04 ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל, פ"ד ס(1) 294, 332-333 (2005) (להלן: עניין ערד); ראו גם דבריה של אירית חביב-סגל דיני חברות כרך א 568 (2007) (להלן: חביב-סגל כרך א), המציינת כי "הסיבה לכך היא שהדין ביקש להותיר את המושג גמיש דיו, על מנת להתאימו למציאות המורכבת המאפיינת את הקונטקסט העסקי, כך שניתן יהא להתאים את פרשנותו של למגוון הרב של סיטואציות העלולות להתעורר בחיי המעשה"; וראו גם דברים ברוח זו של פרופ' אוריאל פרוקצ'יה, ממנסחי הצעת חוק החברות, המובאים אצל דוד האן "נקי יהיה מביתו": עניין אישי באישור עסקה של חברה" הפרקליט מט 93, 96 בה"ש 16 (תשס"ז) (להלן: האן) וכן אצל זלצמן ואלגרבלוי גולדמן, עמ' 35-36).

32. כפי שעולה מלשון ההגדרה, המחוקק החריג מתחולתה "עניין אישי הנובע מעצם החזקת מניות בחברה". לאמור, אם העניין האישי של בעל המניות אינו שונה מעניינם של יתר בעלי המניות, אין לראותו כבעל עניין אישי (ימין ווסרמן, עמ' 638). נדרש, אפוא, כי הזיקה האישית של בעל המניות לעסקה הנדונה תהא בנוסף לזיקה שיש לבעל מניות בתור שכזה.

יתרה מכך. כפי שנקבע בפסיקה, זיקה עודפת מצד בעל עניין לא די בה כשלעצמה כדי להקים לו "עניין אישי", ולעולם יש לבחון את "משקלה של הזיקה העודפת ביחס לעסקה הנדונה, על רקע שאר נסיבות המקרה" (עניין ערד, עמ' 335 (ההדגשה הוספה – י"ע)). גישה זו הגיונית ומתבקשת, שהרי אין נסיבותיו של בעל מניות פלוני כנסיבותיו של בעל מניות אלמוני, ומטבע הדברים עוצמת זיקתו של האחד אינה זהה לזו של חברו, ולכל אחד שיקולים "אישיים" המייחדים אותו לעומת בעלי מניות אחרים. כך, למשל, השקעתם של בעלי מניות שונים בחברה יכולה לשאת אופי שונה עבור כל אחד מהם: עבור משקיע א' מדובר בהשקעה זניחה, בעוד שמשקיע ב' השקיע אחוז ניכר מהונו במניות החברה; האחד השקיע לטווח קצר והאחר לטווח ארוך, ועוד כהנה וכהנה (ראו דברי השופט ר' רונן בה"פ (מחוזי ת"א) 646-12-12 נפקו סטאר בע"מ נ' קרל גאוס בע"מ, [פורסם בבנו] פס' 21 (31.1.2013) (להלן: עניין נפקו סטאר)). ממילא, זיקתו העודפת של האחד אינה זהה לזיקתו של האחר, ובעוד שהראשון עשוי לתמוך בהתלהבות בביצועה של "עסקה" מסוימת, השני עשוי להתנגד לה או להיות אדיש לגביה. מכאן, שאין להסתפק בעצם קיומה של "זיקה עודפת", אלא

יש לבחון אם מדובר בזיקה עודפת משמעותית אשר יש בה כדי להשפיע על שיקול דעתו של בעל העניין, שמא יפעל לקידום עניינו האישי ויבכרו על פני עניינה של החברה (שם; וראו גם פסק דינה של השופטת רונן בתנ"ג 7541-12-14 לייבוביץ' נ' יורש, [פורסם בבנו] פס' 39-41 (2.6.2016) (להלן: עניין לייבוביץ'); עניין רזנפלד בפס' 127; אירית חביב-סגל "מבחן הזיקה העודפת' בהלכת איזנברג ומשמעותה" תאגידים ג(5) 3, 13-14 (2006); וכן אצל חביב-סגל כרך א 571-573; אהרוני-ברק, עמ' 98-99; האן, עמ' 103-104; להיבט אחר שעניינו באופי השקעה שונה מצד בעלי מניות שונים (השקעה קצרת טווח לעומת השקעה ארוכת טווח), וזיקתו לתופעת "האקטיביזם" מצד בעלי המניות (קרי, התערבותם בניהול ענייניה הפנימיים של החברה), ראו [לאון אנדג'ר "אקטיביזם של בעלי מניות: דיון תאורטי והשוואתי"](#) מחקרי משפט ל(1) 192 (2015).

33. במצב הטיפוסי של "עסקה עם בעל עניין", החברה ניצבת מן העבר האחד, ומן העבר השני ניצב בעל העניין (או קרובו) בכובעו כצד חיצוני לחברה, ובין שני הצדדים נרקמת ה"עסקה" המדוברת. בנסיבות שכאלו, מתעורר החשש שמא יעדיף בעל העניין את טובתו האישית על פני טובתה של החברה, ויפעל להוצאת ערך מן החברה לכיסו הפרטי, על חשבונם של החברה ויתר בעלי המניות. אכן, בבסיס ההסדרים שקבע המחוקק בנוגע לאישור עסקאות עם בעלי עניין, עומד החשש "כי מי שמופקד על קבלת החלטות בחברה ינצל את כוחו ומעמדו על מנת להפיק לעצמו או למקורביו טובות הנאה על חשבון החברה ובעלי מניותיה" (ימין ווסרמן, עמ' 607).

כאשר בחלוקת דיבידנד עסקינן, איננו מצויים בגדרו של אותו מצב "טיפוסי" של עסקה עם בעל עניין (וזאת אף בהתעלם ממסקנתנו כי כלל אין מדובר ב"עסקה"). ראשית, אין מדובר בעסקה הנקשרת בין החברה לבין גורם חיצוני לה, אלא בהעברת טובת הנאה מהחברה לבעלי מניותיה בתוך שכאלה. שנית, כפי שצוין לעיל, הזכות לקבל דיבידנד היא מזכויותיו הבסיסיות של בעל מניות, וטיבו של דיבידנד שהוא מחולק לכלל בעלי המניות באופן שוויוני ביחס ישיר לשיעור החזקותיהם במניות החברה (*pro-rata*). משמעות הדבר, שטובת ההנאה הצומחת לכל אחד מבעלי המניות כתוצאה מחלוקת הדיבידנד היא זהה באופן יחסי לשיעור החזקותיו של כל אחד. קשה לטעון, אפוא, כי בעל מניות התומך בחלוקת דיבידנד, פועל בכך להוצאת ערך מן החברה על חשבון יתר בעלי המניות, שהרי יתר בעלי המניות נהנים גם הם מן החלוקה במידה שווה (לשאלת טובת החברה בנפרד מטובת בעלי מניותיה אתיחס בהמשך).

במילים אחרות, במצב של חלוקת דיבידנד, משני צדי המתרס של "העסקה" ניצבים החברה ובעלי מניותיה, והם בלבד. הזרמת ההון היחידה המתבצעת היא מקופתה של החברה אל כיסם של בעלי המניות בתור שכאלה, והיא נעשית באופן שוויוני, כך שכל בעל מניות מפיק טובת הנאה זהה (באופן יחסי לשיעור החזקותיו). בנסיבות שכאלו, אין לומר כי משאבי החברה הוסטו לטובתו של בעל מניות פלוני בצורה לא הוגנת על חשבוננו של בעל מניות אלמוני, או כי לאחד צמחה טובת הנאה גדולה יותר מכפי שצמחה לחברו. לפיכך, גם אם בעל מניות א' מעוניין בחלוקת הדיבידנד יותר מאשר בעל מניות ב', קשה לומר כי יש לו "זיקה עודפת משמעותית" העולה כדי "עניין אישי" בביצוע החלוקה. מסקנה זו מתיישבת גם עם לשון החוק. אם ניצמד להגדרת המונח "עניין אישי", אזי אף אם נניח לצורך הדיון כי חלוקת דיבידנד אכן מהווה "עסקה", הרי שעניינו האישי של כל אחד מבעלי המניות בחלוקת הדיבידנד נכנס בגדרו של החריג הקבוע בהגדרה, בהיותו "נובע מעצם החזקת מניות בחברה". זאת, שכן טובת ההנאה (קבלת הדיבידנד) "צמודה" למניה ונובעת ממנה, והיא מופקת מעצם היותו של בעל העניין בעל מניות, ולא מחמת היותו פונקציונר אחר בחברה או מחמת עניין שהוא חיצוני לחברה.

34. נוכח מאפייניו השוויוניים של הדיבידנד, אף אין במניע העומד מאחורי החלוקה כדי להעלות או להוריד לעניין קיומו או העדרו של "עניין אישי" כמובנו [בחוק החברות](#). כך, למשל, פעמים שבעל השליטה זקוק למזומנים, והסיבות לכך יכולות להיות רבות ומגוונות, כגון הזדמנות עסקית שנקרתה בפניו; הוצאות פרטיות שונות כדוגמת רכישת בית; הצורך לפרוע חובות, ועוד כהנה וכהנה. אין בעצם קיומו של מניע מסוג זה כדי להפוך את חלוקת הדיבידנד ל"עסקה" בה יש לבעל השליטה "עניין אישי":

"ככלל, לא תיחשב חלוקת דיבידנד במזומן כעסקה שבה לבעל השליטה יש עניין אישי, מאחר שעניינו של בעל השליטה בחלוקה דומה לעניינם של שאר בעלי המניות, ונובע מהחזקת מניות בחברה. מסקנה זו לא תשתנה אף אם יתברר שהמניע לחלוקת הדיבידנד היא יצירת נזילות לבעל השליטה, בשעה שמבחינה כלכלית ומימונית עדיף היה לחברה להותיר את כספי הדיבידנד בקופתה לצורך המשך פעילותה העסקית" (ימין ווסרמן, עמ' 683).

(ראו גם אצל אלשיך קפלן, עמ' 56-57). רוצה לומר, שאף אם נאמר שחלוקת דיבידנד מהווה "עסקה", עדיין לא יהיה בכך כדי להפכה לעסקה בה יש לבעל השליטה

עניין אישי, יהא המניע העומד מאחורי החלוקה אשר יהא, וזאת מטעם כפול: ראשית, עניינו של בעל השליטה בקבלת הדיבידנד דומה לעניינם האישי של יתר בעל המניות, ולפיכך זיקתו אינה עולה כדי "זיקה עודפת משמעותית"; ושנית, אף אם מדובר ב"עניין אישי", הרי שהוא נובע מהחזקת מניות החברה, באופן המוציאו מגדרו של המונח "עניין אישי" כהגדרתו בחוק.

35. סיכום ביניים: המגרש המתאים להפעלת ביקורת שיפוטית על החלטה בדבר חלוקת דיבידנד אינו המגרש של "אישור עסקאות עם בעלי עניין". זאת, הן מן הטעם שכלל אין מדובר ב"עסקה"; גם אם היה מדובר ב"עסקה", הרי שאין לראותה כ"עסקה חריגה עם בעל השליטה" או כ"עסקה חריגה עם גורם אחר שלבעל השליטה יש בה עניין אישי"; ומכל מקום, חלוקת דיבידנד כשלעצמה לא מקימה "עניין אישי" לצורך הפרק של אישור עסקאות. דברים אלה יפים לחלוקת דיבידנד שוטף, והם יפים באותה מידה לחלוקת דיבידנד הנעשית בדרך של הפחתת הון באישור בית משפט. זה גם זה מחולק לבעלי המניות באופן שוויוני מתוקף היותם בעלי מניות ובכובעם ככאלה, מבלי שבעל מניות מסוים מפיק טובת הנאה על חשבון החברה ויתר בעלי המניות.

36. ודוק: מסקנתנו דלעיל אין פירושה כי החלטה על חלוקת דיבידנד חסינה מביקורת שיפוטית.

ראשית, על כל חלוקה לעמוד במבחנים הקבועים בחוק לעניין חלוקת דיבידנד ("מבחן הרווח" ו"מבחן יכולת הפירעון" כאשר מדובר בחלוקה מותרת (סעיף 302 לחוק); ו"מבחן יכולת הפירעון" בצירוף אישור בית משפט כאשר מדובר בחלוקה שאינה מותרת (סעיף 303 לחוק)).

שנית, ככל החלטה המתקבלת על ידי האורגנים המוסמכים, גם החלטה בדבר חלוקת דיבידנד צריכה להתקבל תוך עמידה בחובות ההתנהגות המוטלות על פי חוק: על נושאי המשרה לקבלה לטובת החברה מבלי להפר את חובת הזהירות וחובת האמונים המוטלות עליהם, ובעל השליטה נדרש לעמוד בחובת ההגינות המוטלת עליו. הקביעה כי אין לייחס לבעל מניות "עניין אישי" בחלוקה לצורך הפרק העוסק באישור עסקאות, אין בה כדי לשלול את האפשרות כי בעת קבלת החלטה בעל השליטה או נושאי המשרה יפעלו באופן המהווה הפרת חובה מצדם (על החובות המוטלות על בעל השליטה ונושא המשרה, נעמוד ביתר פירוט להלן).

37. במילים אחרות, העדר "עניין אישי" לצורך הפרק של אישור עסקאות – לחוד, והשאלה אם עמדו נושאי המשרה (ובעל השליטה) בחובות המוטלות עליהם – לחוד. מסקנתנו כי אין לתקוף את חלוקת הדיבידנד במסלול השמור לתקיפת עסקאות עם בעלי עניין, אינה משליכה על השאלה אם עמדו נושאי המשרה ובעל השליטה בחובות המוטלות עליהם, ובכללן חובתם של נושאי המשרה לפעול לטובת החברה ושלא מתוך ניגוד עניינים, וחובתם של דירקטורים להפעיל שיקול דעת עצמאי, חובות המהוות חלק מחובת האמונים הקבועה [בסעיף 254](#) לחוק (על העדר חפיפה בין קיומו של "עניין אישי" לבין הימצאות במצב של "ניגוד עניינים", ראו פסק דינו של בית המשפט המחוזי בת"פ (ת"א) 40200/99 מדינת ישראל נ' איזנברג, [פורסם בבנו] פס' 13 טז (16.9.2003); יוסף [גרוס דירקטורים ונושאי משרה](#) בעידן הממשל התאגידי 195-196 (מהדורה שניה, 2011) (להלן: [גרוס – דירקטורים ונושאי משרה](#))).

השאלה אם הופרו החובות השונות, ולא מנגנון האישור המשולש, היא אפוא המגרש המתאים לתקיפת החלטה בדבר חלוקת דיבידנד (ראו גם: חביב-סגל כרך ב 649-650; אהוד קמר ושרון חנס "לקצור דיבידנדים", פורסם באתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל-אביב בעקבות ההחלטה בעניין ע.ל.א.נ.; עוד ראו שרון [חנס "אופציות למנהלים בשוק הון"](#) עם בעלות מרוכזת" משפטים לו 49, 72-77 (התשס"ו), שם טוען המחבר כי המצב בישראל בנוגע לניצול חברות בידי בעלי השליטה בהן הוא "בכי רע", אולם לשיטתו, פעולה של חלוקת דיבידנד (או אי חלוקתו) אינה מתאימה להחלת מנגנון האישור המשולש. זאת, בין היתר משום שהדבר טומן בחובו סיכון שמא החברה תידרש לאשר כך כל פעולה בה תנקוט, באופן הצפוי לסרבל את פעולתה ואף להעניק לבעלי מניות המיעוט כוח סחיטה. עם זאת, המחבר קורא להכיר בפוטנציאל ניגוד העניינים הקיים גם בפעולות אלה – שם, בפרט בה"ש 98; לדעה אחרת, ממנה משתמע כי יש להחיל את דיני העסקאות בניגוד עניינים על החלטות בדבר חלוקת דיבידנד משמעותית המתקבלת בשעה שבה בעל השליטה מצוי בחובות, ראו מאמרו של דון סוסונוב "האם רכישה ממונפת על ידי ההנהלה תיחשב בנסיבות חריגות לעסקה פסולה?" תאגידיים ט(3) 90, 110 (2012) (להלן: סוסונוב). יצויין כי המאמר נכתב בעקבות פסק דינו של בית המשפט המחוזי בחיפה (השופט ג' גינת) בת.א. [474/04](#) ירדן נ' לייפשיץ [פורסם בבנו] (20.8.2007), שעסק בנסיבות של רכישה ממונפת בחברה פרטית שבוצעה על ידי מנכ"ל החברה (Management Buyout – MBO), להבדיל מרכישה ממונפת המבוצעת על ידי רוכש חיצוני). באותו מקרה הרכישה מומנה באמצעות חלוקת דיבידנד, ונקבע כי המנכ"ל הפר את חובת האמונים שלו כלפי החברה ובעלי המניות, משום שפעל מתוך עניין אישי ובניגוד עניינים. פסק הדין בוטל על ידי בית

המשפט העליון, בהסכמת הצדדים, לאחר שהופנו לבוררות ואימצו את פסק הבורר (ע"א 9849/08 ירדן נ' לייש [פורסם בנבו] (1.12.2011)).

38. עד עתה דנו בשאלה אם בזק נדרשה לאשר את חלוקת הדיבידנדים באמצעות האישור המשולש השמור לעסקאות עם בעלי עניין. השבנו על כך בשלילה, וקבענו כי ככלל, המגרש המתאים לתקיפת החלטה בדבר חלוקת דיבידנד הוא במסגרת בחינת החובות המוטלות על נושאי המשרה ובעל השליטה (בהעדר מחלוקת על כך שחלוקות הדיבידנדים היו חלוקות מותרות לפי החוק ושהפחתת ההון נעשתה כדין לאחר קבלת אישור בית משפט). בטרם נפנה לדון בחובות אלו ולבחון האמנם הונחה תשתית ראייתית מספקת לביסוס הטענה כי מי מהן הופרה, נשלים את הדיון בהתייחסות קצרה לגיוסי החוב שביצעה בזק במקביל לחלוקת הדיבידנדים.

גיוסי החוב

39. כזכור, בתקופה הרלוונטית לערעורים דנן, בין השנים 2010-2012, גייסה בזק חוב בסך כולל של כ-7.41 מיליארד ₪, ובמקביל חילקה דיבידנדים לבעלי מניותיה בסך כולל של כ-9.95 מיליארד ₪. לטענת המערערים, מדיניות גיוס החוב וחלוקת הרווחים של בזק בתקופה זו ננקטה על מנת לאפשר לבי-קום ולאלוביץ' לעמוד בהתחייבויותיהם כלפי הגורמים שסייעו להם במימון הרכישה הממונפת של בזק, וככזו היתה שלא בטובת החברה.

עמדנו על כך שחלוקת דיבידנד אינה בבחינת "עסקה", והיא לא טעונה קבלת "האישור המשולש". עם זאת, שלא כמו חלוקת דיבידנד, מהלך של גיוס חוב, בו נקשרת חברה בהסכם הלוואה עם גורם מממן, הוא בוודאי בגדר "עסקה". האם ניתן לומר כי ההלוואות שנטלה בזק, קרי אותם גיוסי החוב שבוצעו במקביל לחלוקת הדיבידנדים, היו "עסקאות" הטעונות קבלת האישור המשולש? אציין כי בית משפט קמא לא התייחס במישרין לשאלה זו, אלא התמקד בטענות המכוונות נגד חלוקת הדיבידנדים והפחתת ההון.

40. במישור העקרוני, מהלך של נטילת הלוואה עשוי להיות "עסקה חריגה עם בעל שליטה" או "עסקה חריגה עם אדם אחר שלבעל השליטה יש בה עניין אישי", כלשון [סעיף 270\(4\)](#) לחוק. המקרה המובהק הוא כאשר ההלוואה ניטלת מבעל השליטה עצמו

או מתאגיד הנמצא בשליטתו, או מקום בו לבעל השליטה יש עניין אישי בעסקת ההלוואה בגין קשריו עם הגורם המממן, וכיו"ב.

לא אלה הן הנסיבות במקרה דנן. לא נטען לפנינו כי אלוביץ' ובי-קום היו בעלי "עניין אישי" בשל קשריהם עם הגורמים המממנים. הטענה היא, שנטילת ההלוואות נועדה לצורך חלוקת הדיבידנדים, שנועדו בתורם לשרת את צרכיו של בעל השליטה באופן שפגע בטובת החברה. בנסיבות אלו, אין לראות את עסקת ההלוואה כ"עסקה חריגה עם אדם אחר שלבעל השליטה יש בה עניין אישי", ודומה כי אף המערערים אינם סבורים כן (ואשוב ואפנה לדבריו של בית משפט קמא בפס' 36, כי התמקדותו של חמו בהלוואות שניטלו לא היתה אלא "טקטיקה משפטית" שאינה מתיישבת עם טענותיו שכוונו בעיקרן נגד הפחתת ההון).

זאת ועוד. נזכיר כי עודנו נמצאים בחלקו של הדיון העוסק במסלול של אישור עסקאות של בעלי עניין. בהקשר זה, דומה כי ניסיונם של המערערים לקשור בין נטילת ההלוואות לבין חלוקת הדיבידנד בטענה כי כספי ההלוואות נועדו לשמש במישרין לצורך מימון החלוקה, הוא דווקא בעוכריהם. אם חלוקת הדיבידנד אינה מקימה כשלעצמה "עניין אישי" לבעל השליטה, אזי ספק אם ניתן לומר שההלוואה שנועדה לממן את חלוקת הדיבידנד היא המקימה "עניין אישי" מבחינת בעל השליטה. במילים אחרות, אם זיקתו של בעל השליטה לחלוקת הדיבידנד אינה "זיקה עודפת משמעותית" לעומת יתר בעלי המניות, כיצד ניתן לומר שזיקתו לנטילת ההלוואות שנועדו לממן את החלוקה היא "זיקה עודפת משמעותית"? כיצד בא לידי ביטוי החשש מפני ניסיונו של בעל השליטה לקדם את עניינו האישי באמצעות נטילת ההלוואות, שלא בא לידי ביטוי בעצם קבלת הדיבידנד על ידו? (ואבהיר כי אין באמור כדי לקבוע כי כספי ההלוואות אכן שימשו במישרין לצורך חלוקת הדיבידנדים, נקודה אליה אתייחס בהמשך הדברים). לכן, אין לראות גם את גיוסי החוב כ"עסקה" המקימה "עניין אישי" באופן שהצריך קבלת האישור המשולש.

עד כאן דיונונו בטענת המערערים כי חלוקת הדיבידנד השוטף, הפחתת ההון וגיוסי החוב הם בבחינת "עסקאות" שהצריכו את בזק לקבל את "האישור המשולש". מכאן נפנה לפרק השני והעיקרי בפסק הדין, שעניינו בטענות כי בעל השליטה ונושאי המשרה הפרו את החובות המוטלות עליהם.

מסלול ב' – חובות התנהגות המוטלות על נושאי המשרה ובעל השליטה

41. כפי שתואר בפתח הדברים, בקשתם של המערערים לאישור תביעה נגזרת הופנתה נגד שאול אלוביץ' (הן בכובעו כבעל השליטה והן בכובעו כדירקטור ולאחר מכן כיו"ר דירקטוריון בזק בתקופה הרלוונטית) ונגד חברי הדירקטוריון של בזק (הן אלו שכיחנו כדירקטורים לפני העברת השליטה לידי בי-קום והן אלו שכיחנו כדירקטורים לאחר מכן). בערעורים שלפנינו נטען כי חברי הדירקטוריון הפרו את חובת הזהירות וחובת האמונים המוטלות עליהם, וכי אלוביץ' הפר גם את חובת ההגינות המוטלת עליו.

ככלל, בטענותיהם נמנעו המערערים מלערוך הבחנה סדורה בין החובות השונות ואף בין מסלולי התקיפה השונים. נקדיש אפוא את החלק הבא בפסק הדין לתיאור החובות והיחס ביניהן, ועם הקורא הסליחה אם נאריך בדברים.

חובת זהירות

42. [החלק השישי בחוק החברות](#) כותרתו "נושאי המשרה בחברה", [והפרק השלישי בחלק זה עוסק ב"חובות נושאי משרה"](#). פרק זה נפתח [בסימן א'](#) העוסק בחובת הזהירות, וזו לשונו של [סעיף 252\(א\)](#) לחוק:

חובת זהירות

252. (א) נושא משרה חב כלפי החברה חובת זהירות כאמור בסעיפים 35 ו-36 [לפקודת הנזיקין](#) [נוסח חדש].

הכפפתו של נושא משרה לדיני הרשלנות נולדה שנים רבות קודם לעיגונה המפורש [בחוק החברות](#) (ראו, למשל, [ע"א 333/59 רוטלוי נ' ברשאי, פ"ד יד 1156](#), 1160 (1960); [ע"א 817/79 קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח \(3\) 253, 278](#) (1984) (להלן: עניין קוסוי); צפורה [כהן "חובת הזהירות של הדירקטור](#) בחברה הרשומה" מחקרי משפט א 134 (תש"ם)). הדירקטור אינו שונה ממעוולים פוטנציאליים אחרים, במובן זה שהתנהגותו נבחנת באופן אובייקטיבי תוך התחשבות בנסיבות העניין. אכן, הלכה פסוקה היא כי על הדירקטור מוטלת החובה "לנקוט את כל אותם אמצעי זהירות שדירקטור סביר היה נוקט בנסיבות העניין" (ראו בהרחבה דברי הנשיא ברק בע"א [610/94 בוכבינדר נ' כונס הנכסים בתפקידו כמפרק בנק צפון אמריקה, פ"ד נז \(4\) 289, 310-311 \(2003\)](#) (להלן: עניין בוכבינדר)).

43. [סעיף 252\(א\)](#) נושא, אם כן, אופי כללי ומפנה אותנו לעוולת הרשלנות שב**פקודת הנוזיקין**. לעומת זאת, [סעיף 253](#) הסמוך לו נושא אופי שונה, מפורט יותר, המותאם למאפייני עבודתו של נושא המשרה:

אמצעי זהירות ורמת מיומנות

253. נושא משרה יפעל ברמת מיומנות שבה היה פועל נושא משרה סביר, באותה עמדה ובאותן נסיבות, ובכלל זה ינקוט, בשים לב לנסיבות הענין, אמצעים סבירים לקבלת מידע הנוגע לכדאיות העסקית של פעולה המובאת לאישורו או של פעולה הנעשית על ידיו בתוקף תפקידו, ולקבלת כל מידע אחר שיש לו חשיבות לענין פעולות כאמור.

ניתן לומר כי סעיף זה משלים את הסעיף הקודם לו, ובמידה רבה פורט את חובת הזהירות הכללית והמושגית לפרוטות: אם בנוגע לתכונות הנדרשות מ"נושא המשרה הסביר" מלכתחילה (לצד תנאי הכשירות המעוגנים [בסעיפים 224-227](#) לחוק); ואם בנוגע לאופן מילוי תפקידו בזמן אמת.

כך, כתנאי לכהונה בתור נושא משרה, על המועמד להיות בעל מיומנויות סבירות למילוי תפקידו בחברה, כל חברה בהתאם למאפייניה (חביב-סגל כרך א 501). באשר להתנהלותו של נושא המשרה ואופן הפעלת שיקול דעתו בזמן אמת, על נושא המשרה להיות מעורב בתהליך שקדם לקבלת ההחלטה; לפעול לאיסוף המידע הרלוונטי לצורך קבלת ההחלטות; להתעדכן במידע הנוגע לפעילות החברה ולגלות בקיאות בענייניה, להתמצא במצבה הפיננסי ולהיות נוכח בישיבותיה (ראו עוד בעניין אפריקה ישראל בפס' 41, שם ציינתי כי "על דירקטור ובעל תפקיד בחברה לקבל החלטה מודעת, פרי 'הליך' של איסוף עיון, דיון, ובחינת נתונים, מסמכים ושיקולים רלוונטיים"; והשוו, למשל, לעניין בוכבינדד, שם הוטלה אחריות על דירקטורים, בין היתר מכיוון שלא השתתפו כלל בישיבות הדירקטוריון במשך מספר שנים או השתתפו בחלק קטן מהן, לא קיימו פיקוח על ההנהלה של החברה ולא התעניינו כלל במצבה הפיננסי, ולמעשה שימשו חותמת גומי להחלטות ההנהלה; וראו ביתר הרחבה אצל חביב-סגל כרך א 502-503; [גרוס – דירקטורים ונושאי משרה](#), עמ' 179-180; יוסף [גרוס חוק החברות החדש](#) 421-424 (מהדורה רביעית, 2007) (להלן: גרוס – חוק החברות)).

44. במבט ראשון, בחירתו של המחוקק שלא להסתפק בהפנייה כללית ל**פקודת הנוזיקין**, אלא להקדיש סעיף נוסף לפירוט מספר חובות קונקרטיות המוטלות על נושא

המשרה כחלק מחובת הזהירות המוטלת עליו, היא בחירה מפתיעה שאינה שכיחה בספר החוקים. ניתן לשער כי הדבר נובע מהאופן בו תוכנה של חובת הזהירות של נושאי משרה קרם עור וגידים לאורך השנים, ומרצונו של המחוקק לעגן בחוק את "הרובריקות המסורתיות" של חובת הזהירות של דירקטור כפי שהתפתחו באנגליה ולאחר מכן בישראל (חביב-סגל כרך א 504). בנוסף, ייתכן כי הדבר קשור בכך שחובת הזהירות המוטלת על נושא המשרה נושאת מאפיינים ייחודיים בנוף הנזיקי, הנגזרים מאופי עבודתו. כך, בעוד שברגיל אדם מצווה להימנע מסיכונים כדי שלא להסב נזק, הרי שמנושא המשרה מצופה כי יטול סיכונים כחלק מפעילותו השוטפת. מכאן הצורך להציב לנושא המשרה תמרוקים ברורים לאורך הדרך שיכווינו אותו בנתיב הנכון וישמרוהו מפני סטייה לשולי הדרך. הקשר ההדוק בין תפקידו של נושא המשרה לבין הצורך לנקוט צעדים הטומנים בחובם סיכון, מסביר גם את החשש שמא הטלת אחריות רחבה ברשלנות על נושאי משרה עלולה להרתיע מפני נטילת סיכונים, ואף להרתיע מועמדים מתאימים מנכונות לכהן כנושאי משרה, באופן העלול לפגוע בסופו של דבר בחברה ובבעלי המניות (חביב-סגל כרך א 510; בהט כרך ב 448-449).

45. לא ייפלא אפוא כי הדין המסורתי באנגליה קבע כי אין לתבוע מן הדירקטור לעמוד ברמות גבוהות של חובת זהירות, וכי אחריות בגין הפרת חובת זהירות תוטל רק במקרים קיצוניים של רשלנות רבתי (חביב-סגל כרך א 504-505; ראו גם אוריאל פרוקצ'יה דיני חברות חדשים בישראל 319 (1989) הסבור כי יש להותיר את עוצמתה של חובת הזהירות "ברמה נמוכה למדי" (להלן: פרוקצ'יה – דיני חברות)). גישה אחרת המצמצמת את גבולותיה של חובת הזהירות בהיבט אחר, גורסת כי חובת הזהירות המושגית מושכת את ידה לחלוטין מתוכן ההחלטה שקיבל נושא המשרה, ומשמיעה אך ורק "חובה תהליכית" שעניינה קבלת החלטות על בסיס מידע מהותי שסביר לאספו בנסיבות העניין (עמיר ליכט דיני אמונאות – חובות האמון בתאגיד ובדין הכללי 139-140 (2013) (להלן: ליכט – אמונאות); אך השוו לחביב-סגל כרך א 503, הגורסת כי חובת הזהירות חולשת גם על סבירות תוכנו של שיקול הדעת העסקי). מגמות אלה של צמצום גבולותיה של חובת הזהירות, מתכתבות עם כלל שיקול הדעת העסקי, שנועד להגן על נושאי משרה מפני טענות המועלות כנגד סבירות החלטותיהם. אל כלל שיקול הדעת העסקי נשוב ונידרש ביתר הרחבה להלן (עוד על ההכרה בצורך של נושאי המשרה לקבל החלטות עסקיות הטומנות בחובן סיכון, ועל ההשלכה שיש לכך על טיב הביקורת השיפוטית המופעלת על החלטותיהם, ראו החלטתו של השופט ע' גרוסקופף בתנ"ג (מחוזי מר') [10466-09-12](#) אוסטרובסקי נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, [פורסם בנבו] פס' 34-36 (9.8.2015) (להלן: עניין אוסטרובסקי); על ההסדר הקבוע [בסעיף 258](#)

ל**חוק החברות**, המאפשר לחברה להעניק לנושא משרה פטור מהפרת חובת זהירות וכן ביטוח ושיפוי, שנועד לתמרץ מנהלים לטול סיכונים עסקיים לטובת החברה, ראו דברי בעניין אפריקה ישראל, פס' 24; וברע"א 5296/13 אנטורג נ' שטבינסקי, [פורסם בנבו] פס' 22, 25 (24.12.2013) (להלן: עניין אנטורג); לשיקולי מדיניות התומכים בהגבלת הטלת חובת זהירות אישית על נושאי משרה כלפי צדדים שלישיים, ראו ע"א 313/08 **נשאיבי נ' רינראוי, פ"ד סד** (1) 398, פס' 53-54 לפסק דינו של השופט דנציגר, פס' 7 לפסק דינו של המשנה לנשיאה ריבלין, פס' 3 לפסק דינה של השופטת ארבל והאסמכתאות שם (2010)). כאמור, אל כלל שיקול הדעת העסקי נשוב ונידרש ביתר פירוט בהמשך הדברים.

חובת אמונים

46. לצד חובת הזהירות, חב נושא המשרה גם בחובת אמונים. חובה זו ממוקמת בחוק בסמוך לחובת הזהירות, והיא פותחת את **סימן ב'** שכותרתו "חובת אמונים":

חובת אמונים

254. (א) נושא משרה חב חובת אמונים לחברה, ינהג בתום לב ויפעל לטובתה, ובכלל זה –
- (1) יימנע מכל פעולה שיש בה ניגוד ענינים בין מילוי תפקידו בחברה לבין מילוי תפקיד אחר שלו או לבין עניניו האישיים;
 - (2) יימנע מכל פעולה שיש בה תחרות עם עסקי החברה;
 - (3) יימנע מניצול הזדמנות עסקית של החברה במטרה להשיג טובת הנאה לעצמו או לאחר;
 - (4) יגלה לחברה כל ידיעה וימסור לה כל מסמך הנוגעים לעניניה, שבאו לידי בתוקף מעמדו בחברה.
- (ב) אין בהוראת סעיף קטן (א) כדי למנוע קיומה של חובת אמונים של נושא משרה כלפי אדם אחר.

בדומה לחובת הזהירות, המחוקק לא הסתפק בהטלת חובת אמונים כללית, אלא פירט שורה של "חובות משנה" המרכיבות את חובת האמונים. אף כאן, ניתן להסביר זאת ברצונו של המחוקק לאמץ את הגדרתה המסורתית של חובת האמונים ואת "הרובריקות המסורתיות" של ההסדר, שעניינן איסור על self-dealing ועמידה משני צדדי העסקה; איסור על ניגוד ענינים; איסור על תחרות עם עסקי החברה; ואיסור על ניצול הזדמנות עסקית של החברה (חביב-סגל כרך א 497-500). לשון החוק נוקטת

לשון מרבה ("ובכלל זה"), ללמדנו שאין מדובר בהוראה ממצה אלא ברשימה פתוחה של חובות, שאין בה כדי לשלול קיומן של חובות נוספות החוסות תחת חובת האמונים.

47. ואכן, בסעיפים נוספים הפוזרים לאורך [חוק החברות](#), נקבעו חובות נוספות שהפרתן מהווה הפרה של חובת האמונים. כזהו, למשל, [סעיף 106\(א\)](#) לחוק, המטיל על דירקטור חובה להפעיל שיקול דעת עצמאי:

שיקול דעת עצמאי והסכמי הצבעה

106. (א) דירקטור, בכשירותו ככזה, יפעיל שיקול דעת עצמאי בהצבעה בדירקטוריון, לא יהיה צד להסכם הצבעה ויראו באי-הפעלת שיקול דעת עצמאי כאמור או בהסכם הצבעה הפרת חובת אמונים.

סעיף זה נוגע במישרין לענייננו, לנוכח הטענה שהועלתה על ידי המערערים כנגד חברי הדירקטוריון הנוכחי והקודם, כי הללו נמנעו מלהפעיל שיקול דעת עצמאי בעת שאישרו את חלוקת הדיבידנדים (פס' 55-58 לסיכומי ורדניקוב).

מלבד סעיף זה, ישנן דוגמאות נוספות להוראות [בחוק החברות](#) המפרטות מקרים ספציפיים המהווים הפרה של חובת האמונים. כך לגבי דירקטור הנמנע לגלות פרטים הנוגעים לאי כשירותו לכהן כדירקטור ([סעיף 234](#) לחוק); ונושא משרה שלא גילה לחברה את דבר קיומו של עניין אישי בעסקה קיימת או מוצעת של החברה ([סעיף 283\(א\)](#) רישא לחוק).

48. חובת הזהירות וחובת האמונים מבוססות על רציונאליים שונים. חובת הזהירות התפתחה כענף של האחריות הנזיקית, והתמקדה ביסודות עוולת הרשלנות ובפיצוי החברה על הנזק שנגרם לה, על פי מבחן אובייקטיבי של סבירות. לעומתה, חובת האמונים והנאמנות נתפשה כמבוססת בעיקרה על דיני עשיית עושר ולא במשפט, המתמקדים בהתעשרותו העצמית של המפר והמניע הסובייקטיבי שלו להפיק רווח אישי מן הפעולה (חביב-סגל כרך א 505). ואכן, הפסיקה קבעה כי להבדיל מחובת הזהירות שנועדה למנוע נזק לחברה, הפרת חובת האמונים אינה טעונה קיומו של נזק לחברה, שכן מטרתה למנוע ניצול כוחו של הדירקטור לטובתו שלו (עניין בוכבינדור, עמ' 333).

ישנן תיאוריות נוספות העומדות בבסיסה של חובת האמונים: התיאוריה "המוסרית" תופשת את ערך האמון כראוי להגנה בפני עצמו, בהיותו נובע מעקרונות

של תום לב והגינות; והתיאוריה "הכלכלית" גורסת כי החובה נועדה לשמש אמצעי לצמצום בעיית הנציג וליצירת חפיפה מקסימלית בין מטרותיהם של הנציג ושולחיו, ובכך להבטיח הקטנת עלויות והפעלה "יעילה" של השליטה על ידי נושאי המשרה (ראו יובל [קרניאל הפרת אמונים בתאגיד](#) במשפט האזרחי והפילי 34-24 (2001) (להלן: קרניאל); עוד על הגישה הכלכלית, גישות פוזיטיביסטיות וההבדלים ביניהן, ראו אצל ליכט – אמונאות, עמ' 14-20; לדיון בבסיס העיוני של חובת האמונים ראו גם עדו לחובסקי דיני חברות: חברה יחידה ואשכול חברות 169-177 (2014) (להלן: לחובסקי)).

49. עיון בהוראות החוק העוסקות בחובת האמונים, מלמד כי רציונאליים שונים משמשים בהן בערבוביה, ואין לומר כי עיגונה של חובת האמונים מבוסס כל כולו על מי מהם. מרבית האיסורים המפורטים [בסעיף 254](#) לחוק (שניתן לראותו כעוגן המרכזי של חובת האמונים בחוק), מתיישבים עם התכלית הכלכלית שנועדה למנוע מנושא המשרה להעדיף את האינטרס שלו על פני קידום ענייניה של החברה ובעלי מניותיה (גרס – [דירקטורים ונושאי משרה](#), עמ' 190-191). בין איסורים אלה ניתן למנות את האיסור על ביצוע פעולה בניגוד עניינים (ס"ק [\(2\)](#)); האיסור על ביצוע פעולה שיש בה תחרות עם עסקי החברה (ס"ק [\(3\)](#)); והאיסור על ניצול הזדמנות עסקית של החברה לטובתו (ס"ק [\(3\)](#)). כזהו גם הסעיף המחייב את נושא המשרה לדווח לחברה על ענייני האישי בעסקה קיימת או מוצעת של החברה ([סעיף 283](#) לחוק המפנה [לסעיף 269](#) לחוק).

איסורים אחרים מתיישבים עם עקרונות של תום לב והגינות. כזהו, למשל, האיסור על דירקטור להימנע מגילוי פרט המשליך על כשירותו לכהן כדירקטור ([סעיף 234](#) לחוק). איסור נוסף המתיישב עם יותר מרציונאל אחד, הוא האיסור המוטל על דירקטור להימנע מהפעלת שיקול דעת עצמאי ([סעיף 106\(א\)](#) לחוק). בדברי ההסבר להצעת [חוק החברות](#), עולה כי הסבר אפשרי לאופיו הגורף של האיסור, הוא כי כוח ההצבעה המסור בידי הדירקטור משול לפיקדון שהופקד בידיו בנאמנות עבור החברה, ואי-הפעלת שיקול דעת עצמאי כמוה כאי-שמירה על הפיקדון והפרת חובת הנאמנות (לחובסקי בעמ' 186-187, המפנה לדברי ההסבר להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2432 בעמ' 50 (להלן: הצעת החוק), הנסבים על האיסור המוטל על דירקטור להיות צד להסכם הצבעה). אכן, כדברי השופטת פרוקצ'יה, "הגם שבאופן מסורתי, יעד ההגינות נתפס כמישני ליעד קידום היעילות הכלכלית, כיום מהווים שיקולי ההוגנות בשוק העסקי והמסחרי חלק אינטגרלי ומרכזי ממערך השיקולים שלאורם מתגבש

ומתעצב ההסדר המשפטי" (ע"א 7414/08 תרו תעשייה רוקחית בע"מ נ' Sun Pharmaceutical Industries Ltd, פס' 50 (7.9.2010); וראו גם דבריה בע"א [4263/04](#) קיבוץ משמר העמק נ' מפרק אפרוחי הצפון בע"מ, [פורסם בבנון פס' 11-9 (21.1.2009)].

50. שורש החובה נעוץ בחובתו של נושא המשרה לפעול לטובת החברה, ולטובתה בלבד, וברוח חובתו של נאמן כלפי הנהנה מכוח [סעיף 1 לחוק הנאמנות](#), התשל"ט-1979 (הגם ש"מבחינה מושגית טהורה, אין הדירקטור נאמן ואף איננו שלוח" (פרוקצ'יה – דיני חברות, עמ' 335)). על חובתו של מנהל בחברה לשקול אך ורק את טובתה, עמדה הפסיקה מימים ימימה, כדברי השופט ש"ז חשין:

"מנהלי החברה משמשים שלוחי החברה ועושי דברה. במידה מסויימת הם נאמני החברה וכמנהלים עליהם לכוון את מעשיהם לטובת החברה ורק לטובתה. שום אינטרס אחר, אישי, צדדי, אסור לו כי ישפיע עליה ויסיר את לבם מאחרי החברה וטובתה" ([המ' 100/52 חברה ירושלמית לתעשייה בע"מ נ' אגיון, פ"ד ר' 887, 889 \(1952\)](#)).

ומה באשר למעמדה של חובת האמונים אל מול חובת תום הלב? לנוכח הוראת [סעיף 256\(א\)](#) לחוק, הקובעת כי "על הפרת חובת אמונים של נושא משרה כלפי החברה יחולו הדינים החלים על הפרת חוזה, בשינויים המחוייבים"; ולנוכח הוראת [סעיף 256\(ב\)](#) לחוק, הקובעת כי "רואים נושא משרה שהפר חובת אמונים כלפי החברה כמו שהפר את התקשרותו עם החברה" – ניתן היה לסבור כי קיימת חפיפה בין חובת האמונים לחובת תום הלב החוזית. ולא היא. הבהיר את הדברים הנשיא ברק בעניין בוכבינדר, בעמדו על היחס בין שתי החובות (שם, עמ' 332):

"חובת האמונים משמעותה כי הדירקטור חייב לפעול כאשר לנגד עיניו עומד האינטרס של החברה ולא אינטרס אישי. על הדירקטור לפעול בתום-לב, בהגינות ולמען טובת הגשמת תפקידו (ראו פרשת קוסוי, בעמ' 278). ביסוד חובה זו עומד כוחו של הדירקטור, אשר חברותו בדירקטוריון מעניקה לו שליטה על רכושו של אחר (החברה). קיים חשש – המבוסס על ניסיון החיים – כי הכוח ינוצל לרעה ('בעיית הנציג'; ראו א' [חביב-סגל דיני חברות](#) לאחר [חוק החברות](#) החדש (כרך א), בעמ' 283). כדי למנוע ניצול לרעה זה הוכרה חובת האמונים, שמטרתה להגן על החברה. חובת אמונים זו גבוהה היא מחובת תום-הלב (האובייקטיבית) המוטלת על כל אדם

בישראל בבצעו פעולות משפטיות (סעיפים 12, 39 ו-61(ב) [לחוק החוזים](#) (חלק כללי)). חובת תום-הלב (האובייקטיבית) קובעת רמת התנהגות בין שני צדדים, אשר כל אחד מהם דואג לאינטרס העצמי שלו. מטרת החובה להביא לידי כך שבהגנה על האינטרס האישי יפעלו הצדדים בהגינות, לעומת זאת חובת האמונים קובעת רמת התנהגות בין זירקטור לחברה, כאשר הזירקטור צריך להעמיד בראש דאגותיו את אינטרס החברה ולא את האינטרס האישי שלו. חובת האמונים אינה מבוססת על קיומה של יריבות בין הזירקטור לחברה. חובת האמונים מבוססת על קיומו של אינטרס אחד בלבד הראוי להגנה והוא אינטרס החברה (ראו א' ברק שיקול דעת שיפוטי, בעמ' 495) " (ההדגשות הוספו – י"ע).

(עוד על היחס בין שתי החובות, ראו ליכט – אמונאות, עמ' 95-100; [גרנט – זירקטורים ונושאי משרה](#), עמ' 190; קרניאל, עמ' 45-46); רות פלאטו-שנער חובת האמון הבנקאית 22-19 (2010).

51. הנה כי כן, חובת האמונים מחמירה היא מחובת תום הלב האובייקטיבית. מכוחה של חובה זו נדרש הזירקטור לשקול את האינטרס של החברה, ואותו בלבד. אינטרס זה הוא היחיד הראוי להגנה. זוהי תמציתה המזוקקת של החובה.

עם זאת, ברי כי החובה לשקול אך ורק את טובתה של החברה היא ציווי בעל גוון כללי, שבגדרו מסתופפות מספר רב של חובות-משנה. עמדנו על הדברים לעיל, בהזכירנו את [סעיף 254\(א\)](#) לחוק ויתר הסעיפים הקובעים איסורים ספציפיים שהפרתם תהווה הפרה של חובת האמונים. מלאכת שרטוט גבולות הגזרה של חובת האמונים היא מלאכה מורכבת, וכמוה הניסיון לתחום את הסתעפויותיה. אין זה פלא שכתובה רבה, הן בישראל הן מחוצה לה, עוסקת במקורותיה, גלגוליה, תוכנה והיקפה של החובה (ואזכרנו בדברינו לעיל מקצת מן המקורות בספרות המשפטית העוסקים בכך). החשוב לענייננו, שבערעורים דנן טענו הצדדים להפרת חובות נקודתיות, שאין חולק על היותן חלק מחובת האמונים. עיקרן של אלה הוא החובה לפעול לטובת החברה והאיסור להימצא בניגוד עניינים ([סעיף 254\(א\)\(1\)](#) לחוק); והחובה להפעיל שיקול דעת עצמאי ([סעיף 106\(א\)](#) לחוק). אלה, אם כן, החובות בהן נתמקד, ואת הדיון ביתר "חובות המשנה" המסתופפות תחת חובת האמונים, נותיר לעת מצוא (למקורות נוספים העוסקים בחובת האמונים, לרבות בהקשרים נוספים, ראו, למשל: פרוקצ'יה – דיני חברות, עמ' 334-351; חביב-סגל כרך א פרק י'; עמיר ["ליכט יחסי אמונאות בתאגיד – חובת האמון"](#) משפט ועסקים יח 237 (2014); קרניאל, עמ' 65-94; [יהודית קורן](#)

“דוקטרינת ההזדמנות העסקית – אמצעי להגנת עסקיה של החברה” הפרקליט מה 350 (תש”ס-תשס”א).

חובות בעל שליטה – חובת הגינות וחובת תום הלב

52. שלא כחברותיה חובת הזהירות וחובת האמונים, חובת ההגינות אינה חלה על נושאי המשרה בחברה אלא על בעל השליטה (ועל בעל מניה בעל יכולת הכרעה, כמפורט בלשון החוק להלן). לפיכך, החובה אינה ממוקמת בחוק בסמוך לחובת הזהירות וחובת האמונים, הנמצאות בחלק העוסק בחובותיהם של נושאי המשרה, אלא בפרק השני של החלק החמישי לחוק, העוסק ב”זכויות בעל מניה וחובותיו”. וזו לשונו של סעיף 193 לחוק:

חובת בעל שליטה וכוח הכרעה לפעול בהגינות

193. (א) על המפורטים להלן מוטלת החובה לפעול בהגינות כלפי החברה:

- (1) בעל השליטה בחברה;
 - (2) בעל מניה היודע שאופן הצבעתו יכריע בענין החלטת אסיפה כללית או אסיפת סוג של החברה;
 - (3) בעל מניה שלפי הוראות התקנון יש לו כוח למנות או למנוע מינוי של נושא משרה בחברה או כוח אחר כלפי החברה.
- (ב) על הפרת חובת הגינות יחולו הדינים החלים על הפרת חוזה, בשינויים המחויבים, בשים לב למעמדם בחברה של המנויים בסעיף קטן (א).

בשונה מהסעיפים העוסקים בחובת הזהירות ובחובת האמונים, תחת חובת ההגינות נמנע המחוקק מלפרט את תוכנה ולחלקה לתתי-חובות כאלו ואחרות, והיא נותרה “עירומה” ופתוחה לפרשנות. עם זאת, “שתיקתו” של המחוקק בנוגע לתוכנה של חובת ההגינות אינה שתיקה מוחלטת, שכן בסוגיה אחת נקודתית ביקש המחוקק לקבוע במפורש כי התנהגות מסוימת מצד בעל השליטה תהווה הפרה של החובה:

סעדים

283. (א) נושא משרה שלא גילה את ענינו האישי כאמור בסעיף 269 יראו אותו כמי שהפר את חובת האמונים; בעל שליטה בחברה ציבורית או בחברה פרטית שהיא חברת איגרות חוב שלא גילה את ענינו האישי כאמור באותו סעיף, יראו אותו כמי שהפר את חובת ההגינות.

סעיף זה הוזכר על ידינו לעיל, במסגרת הדיון בנושא הפרה של חובת האמונים על ידי נושא משרה. הנה כי כן, התנהגות זהה מצד נושא משרה ומצד בעל השליטה – שעניינה באי-גילוי "עניין אישי" – גוררת הפרה של חובות שונות, כל פונקציונר בהתאם לחובה המוטלת עליו: לגבי נושא המשרה תהא זו הפרת חובת אמונים, בעוד שלגבי בעל השליטה תהא זו הפרת חובת הגינות. יודגש, כי אין להסיק מכך כי ישנה זהות בין תוכנן ועוצמתן של שתי החובות, ועל כך נעמוד להלן.

53. להשלמת התמונה, נזכיר כי מלבד חובת ההגינות המוטלת כאמור על בעל השליטה, [חוק החברות](#) מטיל חובת התנהגות על בעל מניה:

חובות בעלי מניות

192. (א) בעל מניה ינהג בהפעלת זכויותיו ובמילוי חובותיו כלפי החברה וכלפי בעלי המניות האחרים בתום לב ובדרך מקובלת, ויימנע מניצול לרעה של כוחו בחברה, בין השאר, בהצבעתו באסיפה הכללית ובאסיפות סוג, בענינים האלה:

(1) שינוי התקנון;

(2) הגדלת הון המניות הרשום;

(3) מיזוג;

(4) אישור פעולות ועסקאות הטעונות אישור האסיפה הכללית לפי הוראות סעיפים 255 ו-268 עד 275;

(ב) בעל מניה יימנע מלקפח בעלי מניות אחרים.

(ג) על הפרת הוראות סעיפים קטנים (א) ו-(ב) יחולו הדינים החלים על הפרת חוזה, בשינויים המחויבים, ועל הפרת הוראת סעיף קטן (ב), יחולו גם הוראות סעיף 191, בשינויים המחויבים.

(לדיון ברציונאל הניצב בבסיס הסדר זה וההבחנה בין חובותיהם של בעלי מניות המיעוט לחובותיו של בעל השליטה, ראו אצל חביב-סגל כרך א 636-640).

החובה המוטלת על בעל מניה לנהוג בתום לב ובדרך מקובלת ולהימנע מניצול כוחו לרעה, מכוונת הן כלפי החברה הן כלפי בעלי המניות האחרים. זאת, בעוד שחובת ההגינות המוטלת על בעל השליטה, מופנית – כך לפי לשון החוק – כלפי החברה בלבד (ראו והשוו גם לדברי השופטת רונן בת.א. [\(מחוזית ת"א\) 2290-07](#) סלע נ' ארבל, [פורסם בנבו] פס' 26 (12.1.2012); לדעה כי ניתן להחיל על בעל השליטה חובת הגינות כלפי בעלי מניות אחרים, בנסיבות בהן פעולותיו במסגרת עסקת מיזוג פוגעות בהם, ראו החלטתה של השופטת קרת-מאיר בת"צ [\(כלכלית\) 26809-01-11](#) כהנא נ' מכתשים-אגן

תעשיות בע"מ, [פורסם בנבו] פס' 4 ג (15.5.2011), שעסקה בחלוקה בלתי שוויונית של תמורת עסקת המיזוג בין הציבור לבין בעלת השליטה (להלן: עניין מכתשים אגן); לביקורת על החלטה זו, ראו בין היתר אצל לחובסקי, בעמ' 206-207; והשוו גם לצפורה כהן בעלי מניות בחברה – זכויות תביעה ותרופות כרך א 302 (מהדורה שניה, 2006), שמדבריה עולה כי בעל השליטה נדרש לנהוג בהגינות גם כלפי בעלי מניות המיעוט (להלן: צפורה כהן כרך א)).

כשלעצמי, איני סבור כי יש לפרש את צמד המילים "כלפי החברה" המופיע [בסעיף 193](#) לחוק, כמתייחס גם ליתר בעלי המניות, בבחינת "כלפי החברה – לרבות כלפי יתר בעלי המניות". קביעתו של המחוקק ברורה: חובת ההגינות המוטלת על בעל השליטה מכוונת כלפי החברה בלבד. אופן ניסוחו של הסעיף נעשה על ידי המחוקק במודע ובכוונת מכוון, והא-ראיה [סעיף 192](#) הסמוך העוסק בחובתו של בעל מניות, קובע במפורש כי זו חלה הן כלפי החברה הן כלפי יתר בעלי המניות (ראו גם יוסף גרוס מושג ה"שליטה" והשלכותיו 109-110, 116-118 (2003); יוסף [גרוס "השלכות תאגידיות הנובעות מקיום שליטה"](#) מאזני משפט ד 639, 674-675 (תשס"ה); יוסף [גרוס "מגמות בחובות של בעלי שליטה"](#) משפט ועסקים א 271 (תשס"ד) (להלן: גרוס – מגמות), שם קורא המחבר לנקוט משנה זהירות בהרחבת אחריותם של בעלי שליטה והחובות המוטלות עליהם). זאת ועוד. בהוראות החוק העוסקות בחובת הזהירות ובחובת האמונים המוטלות על נושאי משרה כלפי החברה, הבהיר המחוקק כי אין בכך כדי למנוע קיומן של חובות אלה כלפי אדם אחר ([סעיפים 252\(ב\)](#) ו-[254\(ב\)](#) לחוק). הוראה דומה אינה בנמצא בנוגע לחובת ההגינות המוטלת על בעל השליטה, ולפנינו אינדיקציה נוספת לכך שחובה זו היא כלפי החברה בלבד.

מובן, כי אין פירוש הדבר שחובת ההגינות המוטלת על בעל השליטה כלפי החברה, היא החובה היחידה המוטלת עליו ואין זולתה. בעל השליטה, ככל בעל מניות, חב בחובות המוטלות עליו מכוח [סעיף 192](#) לחוק. זהו אפוא המקור [בחוק החברות](#) המטיל עליו חובות כלפי יתר בעלי המניות, ובכללן החובה להימנע "מניצול לרעה של כוחו בחברה" והחובה להימנע "מלקפח בעלי מניות אחרים".

54. ומה באשר לתוכנה של חובת ההגינות, וליחס בינה לבין חובת האמונים המוטלת על נושא משרה ולחובת תום הלב המוטלת על כל בעל מניה?

בפסק דינו בפרשת קוסווי (שניתן מספר שנים לפני חקיקת [חוק החברות](#), ובטרם עוגנו חובת ההגינות ([סעיף 193](#)) ויתר החובות המוטלות על בעלי המניות ([סעיף 192](#)) עלי חוק), נמנע הנשיא ברק מלהכריע אם על בעל מניה מוטלת חובת אמון כללית כלפי החברה וכלפי בעלי המניות האחרים, בציינו כי לסוגיה זו "השלכות מעשיות ועיוניות נרחבות" (שם, עמ' 284). הנשיא ברק צמצם אפוא את הדיון לנסיבותיו העובדתיות של המקרה, וקבע כי בעל שליטה המבקש למכור את מניותיו, חב "חובת אמון" לחברה בנוגע למכירה זו, וחובה זו תופר כאשר בעל השליטה מודע לכך שהקונה עתיד לרוקן את החברה מנכסיה ולהביאה למצב של חדלות פירעון.

ההבחנה בין חובותיו של בעל השליטה במצב של מכירת שליטה – כפי שנדון בעניין קוסווי – לעומת חובותיו במסגרת הפעלת השליטה, היא הבחנה חשובה ומופרת. בעת מכירת השליטה, מסיים בעל השליטה את קשריו עם החברה ויתר בעלי המניות, והאינטרס שלו בהמשך שיתוף הפעולה עמם נעלם (ולמצער נחלש במידה משמעותית), ומכאן החשש לניגוד עניינים פוטנציאלי. לעומת זאת, כל עוד מדובר בהפעלת שליטה, בדרך כלל יתמזגו האינטרסים הפרטיים של בעל השליטה עם אלו של יתר בעלי המניות (חביב-סגל כרך א 634). המקרה בעניין קוסווי היה אפוא מקרה "קל" להחלת חובה על בעל השליטה כלפי החברה.

מכל מקום, מובן כי גם במסגרת הפעלת השליטה עלולים האינטרסים של בעל השליטה ויתר בעלי המניות להתנגש, כגון במצבים של קיפוח המיעוט, ואין חולק כי במישור העקרוני, חובת ההגינות אינה מוגבלת לנסיבות של מכירת שליטה (ראו אצל פרקצ'יה – דיני חברות, עמ' 364-365; וראו גם דבריו של השופט מ' בן-דרור [בע"א 271/83 גרייבר נ' פקיד השומה, פ"ד לט \(2\) 678, 688 \(1985\)](#)), כי "על-פי הדין חייבים בעלי רוב המניות להפעיל את כוח השליטה בחברה שבידם בתום-לב ולטובת החברה".

55. בעניין קוסווי, התייחס הנשיא ברק להבחנה בין "חובת האמון" המוטלת על בעל השליטה לזו המוטלת על נושאי משרה:

"תוכנה של חובת האמון אינו זהה בכל היחסים המשפטיים בהם היא חלה. לא הרי חובת האמון של מנהל כהרי חובת האמון של בעל המניה. יש לזכור, כי בעל המניה הוא בעלים של נכס, ועל-פי דין הקניין הכללי רשאי הוא לעשות בנכסיו כרצונו. חופש זה אינו

בלתי מוגבל, שכן אחת מאותן מגבלות מקורה בכך, שהבעלות על המניה מעניקה שליטה בחברה ושליטה זו מחייבת הגינות, תום-לב ופעולה לטובת החברה. תוכנה של התנהגות זו הנתונה למשטר הכללי של חובת האמון - הוא פועל יוצא של איזון נאות בין זכות הבעלות מזה לבין השליטה בחברה מזה" (שם, בעמ' 285).

ואכן, התפישה המקובלת היא כי החובה המוטלת על בעל שליטה, שזכתה כאמור לתואר "חובת ההגינות", "עוצמתה חלשה יותר מעוצמת החובה המוטלת על דירקטורים ומנהלים" (פרוקצ'יה – דיני חברות, בעמ' 353; חביב סגל כרך א 632-633; וראו גם הערתה של הנשיאה ביניש בע"א 345/03 רייכרט נ' יורשי המנוח משה שמש ז"ל, פ"ד סב(2) 437 (2007) בפס' 15 לפסק דינה (להלן: עניין רייכרט), כי "על-פי הדין הכללי, חובותיו של בעל השליטה הן חלשות יותר מאלו החלות על הדירקטור ועל נושא המשרה"). הטעם לכך הוא שנושאי משרה מופקדים על רכושם של אחרים, ומכאן חובתם לשקול אך ורק את האינטרסים של החברה; ואילו בעלי המניות בחברה פועלים למען מימוש האינטרסים שלהם כבעלי הון בחברה, ועל כן "יש להכיר בלגיטימיות של ההתחשבות באינטרסים האישיים שלהם כבעלי מניות בחברה" (צפורה כהן כרך א 317-316).

כד בבד, אין חולק כיום כי בעל השליטה כפוף לחובות התנהגות מחמירות מאלו החלות על כל בעל מניה באשר הוא. אמנם, ניתן להניח כי על פי רוב יתמזגו האינטרסים של בעל השליטה ויתר בעלי המניות, השואפים כולם למקסם את שוויה של החברה. עם זאת, ברי כי ישנם מצבים בהם קיים מתח בין האינטרס הפרטי של בעל השליטה לבין האינטרס שלו כבעל מניות בחברה. או-אז מתעורר החשש שמא בעל השליטה יפעל לקידום עניינו האישי, אף שהדבר טומן בחובו פגיעה בחברה וביתר בעלי המניות. כוחו של בעל השליטה להכווין את פעולתה של החברה לטובת עניינו האישיים על חשבונם של החברה ויתר בעלי המניות, והצורך להתמודד עם פוטנציאל קיומה של בעיית נציג כמתואר, מצדיקים להטיל עליו חובת התנהגות מחמירה מזו המוטלת על בעל מניות מן השורה (חביב-סגל כרך א 633; וראו גם אצל אהרונ-ברק בעמ' 12, העומדת על כך שכל עוד בעל השליטה מצוי בעמדה דומה לזו של יתר בעלי המניות, הוא צפוי להפעיל את השפעתו באופן העולה בקנה אחד עם טובת החברה. זאת, להבדיל ממצב בו יש ניגוד עניינים בינו לבין החברה).

על רקע האמור, השתרשה התפישה הרואה את חובת ההגינות כממוקמת בתווך בין חובת תום הלב, המוטלת על כל בעל מניה באשר הוא, לבין חובת האמונים

המוטלת על נושאי משרה. דהיינו, חובת ההגינות מחמירה היא מחובת תום הלב, אולם מקלה היא מחובת האמונים (ראו, בין היתר, גרוס – [חוק החברות](#) בעמ' 325; בהט כרך ב 693; אך השוו לליכט – אמונאות בעמ' 108-110, המכיר בכך ש"רמת ביניים" כזו היא אפשרית, אולם סבור כי החוק תופש את הפרת חובת ההגינות כשקולה להפרת חובת אמון).

56. כאמור, הבחירה להטיל על בעל השליטה חובה מוחלשת לעומת חובת האמון המוטלת על נושא המשרה, היא מובנת. אם בעל מניות מן השורה רשאי לשקול את טובתו האישית (בכפוף לחובתו לנהוג בתום לב ובדרך מקובלת וכו'), קשה להלום כי בעל מניות שהשקיע ממון רב בחברה והפך לבעל שליטה, נדרש מאותו רגע לוותר על האינטרס האישי שלו ולפעול אך ורק למען טובת החברה (לחובסקי, עמ' 177, 201). הקביעה כי חובת ההגינות ממוקמת בתווך בין חובת תום הלב לחובת האמונים, נותנת לנו אפוא "נקודות ציון" המצביעות לעבר מיקומה המשוער של החובה, אי שם בין שתי החובות המאגפות אותה משני צדדיה. ואולם, תפישתה של חובת ההגינות בתור "חובת תום לב מוגברת", או בתור "חובת אמונים מוחלשת" (גרוס – מגמות, עמ' 284 בטקסט הצמוד לה"ש 54, המפנה לאירית [חביב-סגל דיני חברות](#) לאחר [חוק החברות](#) 524 (תשנ"ט)), אינה ממצה, ויש טעם בטענה כי אין ב"מיקום" החובה כשלעצמו כדי לשפוך די אור על תוכנה (לחובסקי, עמ' 203).

57. תוכנה של חובת ההגינות וגבולותיה טרם זכו לדיון מעמיק בפסיקה. לגישתה של פרופ' חביב-סגל, חובת ההגינות יונקת את תוכנה מסטנדרט ה-fairness הנוהג במשפט האמריקאי, אותו היא מכנה "מבחן השוויון". במילותיה: "פעולה נחשבת כ'הוגנת' כאשר זו מזכה את מכלול בעלי המניות בהשתתפות שוויונית ברווחים הנובעים מן הפעולה" (חביב-סגל כרך א 640; יצויין כי לשיטתה של חביב-סגל, תיתכנה נסיבות בהן חלוקה לא שוויונית תיחשב אף היא להוגנת, ובלבד שיש לה רציונאל עסקי (שם, עמ' 664)).

על עמדה זו נמתחה ביקורת. כך, אחת הטענות היא כי החלת דוקטרינת ה-fairness בתור חובת התנהגות על בעל השליטה, כלל אינה מתיישבת עם עקרונות הדוקטרינה כפי שהתפתחה במשפט האמריקאי (ליכט – אמונאות, עמ' 111-112). טענה אחרת גורסת כי חובת השוויון חלה ממילא על כל בעל מניות מכוח [סעיף 192](#) לחוק, ואילו את חובת ההגינות יש לפרש כמצביה סטנדרט התנהגות מחמיר יותר, מה עוד שחובת ההגינות המוטלת על בעל השליטה מכוונת כלפי החברה, ולא כלפי יתר בעלי

המניות (גרס – מגמות, עמ' 184-185). עוד יצויין, כי על פי גישתה של חביב-סגל קיימת חפיפה רבה בין חובת ההגינות לאיסור הקיפוח, בבחינת שני הצדדים של אותו מטבע, ומכאן הטענה כי יש בגישתה כדי לטשטש את קו הגבול בין השניים (לחובסקי בעמ' 202-203, המוסיף כי חביב-סגל עצמה עמדה על כך שרוב ההבדלים, גם אם לא כולם, בין חובות בעל השליטה לבין איסור הקיפוח חלפו מן העולם לאחר חקיקת [חוק החברות](#) (ראו חביב סגל כרך א 653-654)).

58. פרשנות אחרת היא זו של פרופ' ליכט, הסבור כי יש לראות את חובת ההגינות כסוג של חובת אמון רגילה, לא מוחלשת, ומכוחה מוטלות על בעל השליטה שתי דרישות: האחת – חובת גילוי מלא של כל מידע מהותי; והשנייה – התרחקות מקבלת החלטות בחברה, כאשר העניין האישי מעורר חשש ממשי לניקיון הדעת של בעל השליטה. לדבריו, בגדרה של חובה זו יש לתחום אפוא את גבולותיו של "עניין אישי לגיטימי" של בעל שליטה שלא ייחשב עניין נוגד (ליכט – אמונאות, עמ' 116-117).

גם על עמדה זו נמתחה ביקורת. בין היתר, נטען כי מבחינה עיונית אין מקום להטיל על בעל שליטה חובת אמון כלפי החברה, שכן התנאים לקיומה אינם מתמלאים (בפרט התנאי הדורש הסכמתו של בעל חובת האמון לשמש נציג של "הנהנה", כאשר הראשון רשאי לשקול אך ורק את טובתו של האחרון); כי החלת חובת אמון על בעל השליטה אינה מתיישבת עם לשון החוק, ואף לא עם מקורותיה ההיסטוריים של החובה; כי החוק אינו מונע מבעל השליטה מלהשתתף בהליך קבלת ההחלטות ביחס לעסקאות של החברה עמו; וכי החלת סטנדרט של מהותיות על עסקאות בהן יש לבעל השליטה עניין, עלולה להוביל לשיתוק פעילות החברה (לחובסקי, עמ' 203-204).

59. הגישה המקובלת בפסיקה, התופשת את חובת ההגינות כמצויה בתווך בין חובת האמונים לחובת תום הלב – הגיונה עמה, ואיני רואה לסטות ממנה. כפי שפורט לעיל (לרבות בדבריו של הנשיא ברק בעניין קוטווי), ישנם נימוקים כבדי משקל מדוע אין להשוות את מעמדה של חובת ההגינות החלה על בעל שליטה, לזו של חובת האמונים החלה על נושאי משרה.

אמנם, אין פירוש הדבר כי שתי החובות זרות לחלוטין זו לזו. כך, למשל, ראינו כי [בסעיף 283\(א\)](#) לחוק המחוקק השווה בין שתי החובות, בכל הקשור לחובת הגילוי המוטלת על נושאי משרה ובעל שליטה בנוגע לקיומו של עניין אישי בעסקה קיימת או מוצעת של החברה. בהקשר זה, מקובל עלי כי ניתן לראות בכך "חיווי [נוסף]

לקרבה המושגית בין שתי החובות" (ליכט – אמונאות, עמ' 109). אלא שלטעמי, אין להסיק מכך כי המחוקק ביקש להשוות באופן קטגורי בין עוצמתן של שתי החובות. נהפוך הוא. מכלל הן נשמע הלאו, לאמור: חובת האמונים וחובת ההגינות חובות שונות הן, ומקום בו מצא המחוקק כי יש להשוות ביניהן – עשה כן במפורש.

עוד נזכיר, כי בנוסח המקורי של [סעיף 193\(ב\)](#) לחוק נקבע כי "דין הפרה של חובת ההגינות כדין הפרה של חובת האמונים של נושא משרה, בשינויים המחויבים". ואולם, משפט זה נמחק מלשון החוק אי-אלו שנים לאחר חקיקתו, במסגרת תיקון מס' 5 [לחוק החברות](#) (2005). אף אם ניתן היה להסיק ממשפט זה כי היה מקום להשוות בין עוצמתן של שתי החובות (וכשלעצמי איני משוכנע בכך כלל וכלל), הרי שמשעה שהמחוקק מצא לגרוע הוראה זו מלשון החוק, ניתן לטעון כי המחוקק שב וגילה דעתו כי יש להימנע מלערוך הקבלה בין שתי החובות (והשוו לליכט – אמונאות בעמ' 108).

60. בבואנו לנסות להתחקות אחר קו התפר שבין חובת ההגינות לחובת האמונים ולחובת תום הלב, עלינו לזכור כי כוחו של בעל השליטה כלפי החברה, הוא המייחד אותו לעומת יתר בעלי המניות. כוח זה, הוא המוליד את חובת ההגינות החלה עליו כלפיה, שהיא חובה מוגברת לעומת חובת תום הלב החלה על בעל מניה מן השורה. דהיינו, חובת ההגינות מוטלת על בעל השליטה ככזה. מקום בו בעל השליטה מפעיל את כוחו כלפי החברה, עליו לפעול בהגינות, מבלי לגרוע מחובותיו של בעל השליטה כבעל מניה מכוח [סעיף 192](#) לחוק, המחייב אותו לנהוג כלפי החברה וכלפי יתר בעלי המניות בתום לב ובדרך מקובלת. הצורך להטיל על בעל השליטה חובה מוגברת, נובעת מן החשש שמא ינצל את הכוח המצוי בידיו מתוקף היותו בעל השליטה.

אכן, ניתן לתהות: אם ממילא נאסר על בעל השליטה, מתוקף היותו בעל מניה, לנצל את כוחו בחברה לרעה מכוח [סעיף 192\(א\)](#) לחוק, מה באה חובת ההגינות להוסיף? שאלה זו מוליכה אותנו להיבט שעניינו בשיקולים שבעל השליטה רשאי וחייב לשקול (בהשוואה לשיקולים של נושאי המשרה ויתר בעלי המניות). כזכור, מתוקף חובת האמונים, נושא המשרה נדרש לשקול אך ורק את טובת החברה. לעומת זאת, בעל השליטה רשאי לשקול את טובתו האישית, כפי שרשאי לעשות בעל מניה מן השורה. כך גם עולה מלשון החוק: נושא המשרה נדרש לפעול "לטובתה" של החברה ([סעיף 254\(א\)](#) לחוק), בעוד שבעל שליטה נדרש לפעול בהגינות "כלפי החברה" (וראו בדומה [בסעיף 192\(א\)](#) לחוק באשר לחובתו של בעל מניה; כן ראו אצל גרוס – [חוק החברות](#), עמ' 320; וראו גם צפורה כהן כרך א 318, המביאה מדבריו של אהרן ברק

בספרו שיקול דעת שיפוטי 497 (תשמ"ז), בנוגע לזכותם של בעל מניה ובעל השליטה לשקול את טובתם האישית).

61. ודוק: העובדה שבעל שליטה רשאי לשקול את טובתו האישית, אין פירושה כי הוא רשאי להתעלם מטובתה של החברה. מתוקף חובת ההגינות, עליו לקחת בחשבון את ההשלכות הפוטנציאליות של פעולותיו על טובתה של החברה, ופשיטא שאין הוא רשאי לעשות שימוש בכוחו על מנת לפגוע בה.

ניקח, כדוגמה, נסיבות של מכירת מניות. בהקשר זה, לא דומה חובתו של בעל שליטה בבואו למכור את מניותיו, לחובתו של בעל מניה מן השורה המעוניין לעשות כן. ההשלכות הנובעות ממכירת השליטה, נרחבות לאין שיעור מאלו הנובעות ממכירת מניה אחת מני רבות. מכאן חובתו המוגברת של בעל השליטה לקחת בחשבון את טובתה של החברה בבואו לעשות כן, ברוח פסק הדין בעניין קוסוי. בעל מניות מן השורה נדרש לפעול בתום לב ולהימנע מניצול כוחו לרעה (סעיף 192 לחוק). ואילו החובה המוטלת על בעל שליטה היא חובה מוגברת, במובן זה שעליו לקחת בחשבון ביתר שאת גם את טובתה של החברה, בבחינת שיקול העומד בפני עצמו, אף בנסיבות שאינן עולות כדי "ניצול לרעה" (וראו והשוו ללחובסקי בעמ' 207, המפרש את חובת ההגינות כדרישה מבעל השליטה לא לנצל את כוחו לפגיעה בחברה; והשוו גם לחביב-סגל כרך א 637-640, השמה את הדגש בחובת ההגינות על ההבדל בין הפן החיובי של השליטה (כוחו של בעל השליטה לאכוף את רצונו) לפן השלילי (חסינות מפני כפיית רצונו של בעל מניות אחר)).

במילים אחרות, הפער בין עוצמתן של חובת תום הלב וחובת ההגינות, טמון באיזון הנערך מכותן בין טובתו האישית של בעל השליטה/בעל המניה אל מול טובת החברה. מבעל מניה אנו מצפים להתנהגות בתום לב שאין בה ניצול לרעה, מבעל השליטה אנו מצפים לסטנדרט התנהגות גבוה יותר, בגדרו ניתן משקל רב יותר לשיקול שעניינו טובת החברה. טובת החברה תופשת מקום גדול יותר בין מכלול שיקוליו של בעל השליטה לעומת בעל מניה מן השורה, ונקודת האיזון בין טובתו האישית לבין השפעת פעולתו על טובת החברה, שונה מנקודת האיזון של בעל מניה רגיל. אכן, ברוח דבריו של הנשיא ברק בעניין קוסוי (עמ' 285), מדובר בחובה שהיא פרי איזון בין אינטרסים: בעל השליטה רשאי לשקול את טובתו האישית, אולם בד בבד אינו רשאי להתעלם מכוח השליטה שבידיו ולפעול באופן הפוגע בחברה, מתוך אדישות להשלכותיהן האפשריות של פעולותיו כלפיה. מטבע הדברים, מלאכת האיזון בין

השיקולים במצבים של התנגשות של מלאכה מורכבת שעליה להיעשות ממקרה למקרה, אולם העיקרון בעינו עומד (לפרשנות חובת ההגינות וחובת תום הלב בזיקה לתכלית החברה "לפעול לפי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה", כלשון [סעיף 11](#) לחוק, ראו ידידיה [שטרן תכלית החברה העסקית](#) 330, 332 (2009) (להלן: שטרן – תכלית); צפורה כהן כרך א 343-358)).

62. גישה דומה עולה מהחלטתה של השופטת רונן בת.א. [\(כלכלית\) 50487-06-15](#) גו.די.אם. השקעות בע"מ נ' Panamed Inc חברה זרה שהתאגדה בא"י טיישל [פורסם בנבו] (18.4.2016). בהחלטה זו נקבע כי התנגדות בעלת השליטה למינוי דח"צים, ללא כל נימוק וכשהדבר אינו עולה בקנה אחד עם הסכמה קודמת אליה הגיעו הצדדים – עולה לכאורה כדי הפרת חובת ההגינות. וכך נאמר:

"אם בעל מניות כזה פועל מכוח הענין האישי שלו, ואם מוכח כי מדובר בענין אישי שהוא מנוגד באופן ברור לטובת החברה... לא ניתן לקבוע כי הוא פועל בהגינות. [...] אם [בעלת השליטה] העדיפה את האינטרס שלה על פני אלה של החברה, ואם היא בחרה להצביע באופן הנוגד את טובת החברה ללא שהיה לה הסבר לכך, ניתן לקבוע כי היא הפרה את חובת ההגינות שלה" (שם, פס' 42).

אכן, מקום בו בעל השליטה מפעיל את כוחו כבעל שליטה, באופן שאינו מביא בחשבון את טובתה של החברה ואף פועל בניגוד לטובתה, עולה הדבר כדי הפרת חובת ההגינות (יצויין כי ההחלטה הנ"ל ניתנה בבקשה לקבלת סעד זמני ובטרם נדונה התביעה לגופה, וברי כי אין באמור כדי להביע דעה לגופו של התיק הקונקרטי).

63. דוגמאות נוספות להפרת חובת ההגינות מובאות אצל לחובסקי, כגון כאשר בעל השליטה פועל למינויים של פושעים לדירקטוריון החברה בשל איומים על חייו; וכאשר בעל השליטה פועל לשינוי תקנון החברה באופן המונע את החלפתו, למען יוכל להמשיך ליהנות מיתרונות השליטה (שם, עמ' 207-208). הטענה היא כי בשתי דוגמאות אלה בעל השליטה מנצל את כוחו לרעה תוך פגיעה בטובת החברה, ומכאן כי מדובר בהפרה של חובת ההגינות.

דוגמה נוספת המוזכרת על ידי לחובסקי למצב שאינו עולה כדי הפרה של חובת חובת ההגינות, היא כאשר הדירקטוריון מחליט על חלוקת דיבידנד כדי לשרת בעל שליטה, כאשר החלוקה פוגעת באופן מהותי בפעילותה העסקית של החברה (שם).

לטענת המחבר, מדובר בהחלטה שנתקבלה על ידי הדירקטוריון, ולפיכך הדירקטורים הם אלו שהפרו את חובת האמון שלהם בכך שפעלו בניגוד לטובת החברה, אולם אין בכך משום הפרה של חובת ההגינות מצד בעל השליטה, שאינו בעל תפקיד רשמי בחברה (עם זאת, ככל שבעל השליטה הורה לחברי הדירקטוריון לקבל החלטה זו, הרי שהוא בבחינת "דירקטור צללים" הנושא באחריות בגין הפרת חובת אמונים). דעתי שונה, ולטעמי, אם ההחלטה בדבר חלוקת הדיבידנד התקבלה על ידי האסיפה הכללית, ובעל השליטה הצביע בעדה, אף שהיה מודע לכך שהחלוקה צפויה לפגוע באופן מהותי בפעילותה העסקית של החברה, עשוי הדבר לעלות כדי הפרת חובת הגינות מצדו.

כפי שצויין לעיל, מיקומה של חובת ההגינות בתווך בין חובת תום הלב לחובת האמונים, אינו נותן תשובה של ממש לגבי תוכנה של אותה חובה, והדוגמאות שהובאו לעיל, ממחישות כי מדובר בחובה *sui generis* שצריכה להיבחן על פי עובדות כל מקרה ומקרה.

64. הערה לסיום פרק זה העוסק בחובות המוטלות על בעל השליטה:

כחלק מההסדר של חובת ההגינות, קבע המחוקק [בסעיף 193\(ב\)](#) לחוק כי "על הפרת חובת הגינות יחולו הדינים החלים על הפרת חוזה, בשינויים המחויבים". הוראה דומה קבועה [בסעיף 192\(ג\)](#) לחוק, העוסק בהפרת חובת תום הלב של בעל מניות. הוראה דומה קבועה גם לגבי הפרת חובת אמונים מצד נושא משרה, כלשון [סעיף 256\(א\)](#) לחוק, הקובעת כי "על הפרת חובת אמונים של נושא משרה כלפי החברה יחולו הדינים החלים על הפרת חוזה, בשינויים המחויבים". זהו אפוא הצד השווה שבין החובות השונות, שהפרה של כל אחת מהן היא בבחינת הפרת חוזה.

מנגד, בשונה מהפרק העוסק בחובותיהם של נושאי משרה, החוק אינו כולל הוראה מפורשת המחילה על בעל השליטה חובת זהירות. זאת, למרות שבגלגולה המוקדם של הצעת החוק נכלל סעיף ספציפי שקבע כי "אין באמור בסעיף זה כדי למנוע קיומה של חובת אמונים של בעל מניות כלפי אדם אחר או כדי לגרוע מחובת הזהירות של בעל מניות לפי כל דין" (סעיף 235 להצעת החוק, עמ' 73). ואכן, פרופ' פרוקצ'יה העיר בחיבורו (שקדם להשלמת חקיקת [חוק החברות](#)) כי מרב השיקולים המצדיקים הטלת "חובת אמון מסוייגת" על בעלי מניות דומיננטיים [חובת ההגינות דהיום – י"ע], ישימים גם לעניין הטלת חובת זהירות עליהם, וכי חובה כזו תיכלל בחוק

החברות המוצע (פרוקצ'יה – דיני חברות בעמ' 355). אלא שהוראה זו הושמטה כאמור מנוסח החוק הסופי.

לגישתה של פרופ' צפורה כהן, אין להסיק מהעדר הוראה מפורשת המטילה על בעל השליטה חובת זהירות, כי חובה זו אינה מוטלת עליו. לדבריה, בעל השליטה חב חובת זהירות כלפי החברה וכלפי בעלי מניות המיעוט, וזאת בין אם מכוח הדין הכללי (קרי עוולת הרשלנות), בין אם מכוח החובה המוטלת על בעל מניות לנהוג בתום לב ובדרך מקובלת מכוח [סעיף 192\(א\)](#) לחוק (צפורה כהן כרך א 224-225). לעומת זאת, בעניין דייכרט העירה הנשיאה ביניש כי "ספק אם דיני הנזיקין הכלליים ודיני החברות מקימים חובת זהירות כללית של בעל שליטה כלפי החברה או כלפי בעלי המניות האחרים". עם זאת, הנשיאה ביניש הוסיפה כי "ככל שבעל שליטה חב חובת זהירות, נראה כי החובה מוגבלת למצבים של מכירת השליטה או הפעלת השליטה" (שם, פס' 15 לפסק דינה; וראו גם בעניין מכתשים אגן, פס' 4; על העדר הצדקה לפתח חובת זהירות ספציפית לבעל השליטה, בין היתר מאחר שהסכנה כי יתרושל בניהול הנכס היא קטנה, ראו יוסף גרוס ו**אמיתי אבירם "חובת האמון של בעל-מניות"** עיוני משפט יט(2) 309, 318 (תשנ"ה)).

אף אני סבור כי בהתחשב בהסדר החקיקתי הקיים, יש קושי להחיל על בעל השליטה חובת זהירות כלפי החברה וכלפי יתר בעלי המניות. ראשית, לנוכח ההסדר המקביל [בחוק החברות](#) בעניינם של נושאי משרה, לגביהם נקבע [בסעיף 252\(א\)](#) לחוק כי "נושא משרה חב כלפי החברה חובת זהירות כאמור [בסעיפים 35 ו-36 לפקודת הנזיקין](#) [נוסח חדש]". ללמדך, שכשרצה המחוקק להחיל את עוולת הרשלנות במסגרת [חוק החברות](#), הוא עשה כן במפורש, הגם שהוא ביטא בכך את הדין הקיים ולא נתכוון לחדש (עניין בוכבינדר, עמ' 309). קשה אפוא לייחס לשתיקתו של המחוקק בעניינו של בעל השליטה חסר גרידא. בנוסף, כפי שהוזכר לעיל, הוראה המחילה חובת זהירות על בעל מניות הושמטה מנוסח החוק הסופי, ולפנינו ביטוי נוסף לרצונו של המחוקק להימנע מלהחילה על בעל השליטה ועל יתר בעלי המניות. לבסוף, נזכיר כי מקום בו בעל שליטה מכהן כ"דירקטור דה-פקטו" או כ"דירקטור צללים", ממילא ניתן להטיל עליו אחריות מתוקף מעמדו כנושא משרה בחברה, וייתכן כי בכך טמון פתרון המאפשר להחיל על בעל השליטה חובות נוספות זולת חובת ההגינות וחובת תום הלב (גרוס – מגמות בעמ' 292, 298; לחובסקי, עמ' 208).

65. הערה נוספת במישור הקונקרטי. שאול אלוביץ', בעל השליטה בערעורים שלפנינו, כיהן גם בתור דירקטור בבזק ובהמשך כיו"ר הדירקטוריון. אין מחלוקת אפוא כי בעל השליטה היה כפוף לחובות המוטלות על נושאי משרה, קרי חובת הזהירות וחובת האמונים. על רקע הדיון לעיל, ממנו עולה כי חובת האמונים מחמירה מחובת ההגינות, ולנוכח התוצאה אליה הגענו במקרה דנן, דומה כי מתייטר הצורך לבחון אם אמנם הופרה חובת ההגינות. הדברים לעיל באשר לתוכנה של החובה, למצער ברובם, הם אפוא בבחינת תורה לשמה, ויש להניח כי הדיון במאפיינה של חובת ההגינות וחובות המשנה הנגזרות ממנה, יוסיף להתלבן במקרים המתאימים בעתיד.

66. כעת, לאחר שעמדנו על החובות המוטלות על הפונקציונרים השונים בחברה, נעבור לבחון מהו סטנדרט הביקורת שעל בית המשפט להפעיל, כבואו לדון בשאלה אם הפרו נושאי המשרה ובעל השליטה את חובותיהם.

סטנדרט הביקורת על החלטות עסקיות

67. בדיני החברות במדינת דלאוור התפתחו שלושה סטנדרטים שונים של ביקורת שיפוטית על החלטות עסקיות שהתקבלו בחברה. בקצה האחד של הספקטרום ניצב כלל שיקול הדעת העסקי (BJR – business judgment rule), המקנה מעין "חסינות" למקבלי ההחלטה מפני הטלת חבות בגין הפרת חובת זהירות; בקצה השני של הספקטרום ממוקם כלל ההגינות המלאה (entire fairness), המהווה סטנדרט ביקורת מחמיר בגדרו נבחנת הגינותה של העסקה או הפעולה הרלוונטית; בתווך, בין שני כללים אלה, ישנו סטנדרט ביניים שלישי המכונה "enhanced scrutiny" ("בחינה מוגברת").

נעמוד על השלושה ועל ההתייחסויות אליהם בפסיקה ובספרות בישראל, ונפתח בחשוב והמוכר מביניהם, הוא כלל שיקול הדעת העסקי, שהוא בבחינת "ברירת המחדל" של הדין בדלאוור (לתיאור שלושת הסטנדרטים וההבדלים ביניהם, ראו למשל: *Morgan White-Smith Comment: Revisiting Revlon: Should Judicial Scrutiny of Mergers Depend on the Method of Payment* 79 *U. CHI. L. REV.* (2012) 1177 (להלן: White-Smith)), הדין בהקשר של מיזוגים ורכישות; לאזכור הדברים ראו גם פסק דינו העדכני של בית המשפט בדלאוור בעניין *Gavin v. Tousignant (In re Ultimate Escapes Holdings LLC)*, 2016 U.S. Dist. (LEXIS 21459) (להלן: עניין Gavin)).

(1) כלל שיקול הדעת העסקי

68. בדיון בנושא חובת הזהירות המוטלת על נושאי משרה (פס' 44-45 לעיל), עמדנו על הייחודיות המאפיינת את עבודתו של נושא המשרה, הנדרש ליזום סיכונים על מנת לבחון הזדמנויות עסקיות חדשות, בעוד "אמונאים" אחרים נדרשים ככלל למזער סיכונים ולפעול למען שמירה על הקיים (עמיר ["שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושא-משרה"](#) משפט ועסקים יט 488, 475 (2015) (להלן: ליכט – שם הוורד)). הדרישה מנושאי המשרה ליטול סיכונים באופן יזום ואקטיבי; חוסר הוודאות הנלווה באופן אינהרנטי להחלטותיהם; הקושי לקבוע כי החלטה עסקית מסוימת היתה נגועה בספקולטיביות יתר או בסיכון מופרז; הצורך להישמר מפני הטיית החכמה שבדיעבד (hindsight bias); והחשש מפני הרתעת יתר של דירקטורים מפני קבלת החלטות הטומנות בחובן סיכון – כל אלה מחדדים את הקושי בהחלת חובת זהירות מושגית על נושאי משרה בנוגע לתוכן החלטותיהם העסקיות (שם, עמ' 490-487; גרוס – [חוק החברות](#), עמ' 426).

טעם נוסף המוזכר בספרות התומך במדיניות של אי התערבות שיפוטית בשיקול הדעת העסקי של דירקטורים, מתמקד במידת יכולתו של בית המשפט לקיים ביקורת הולמת על החלטות עסקיות. כך, לפי הטענה, ככלל, בתי המשפט אינם כשירים לבחון החלטות עסקיות; מציאות זו תורמת להתארכות ההליך המשפטי, מייקרת אותו ויוצרת חוסר ודאות לגבי תוצאותיו; חוסר ודאות זה עלול לגרום לריבוי תביעות סרק; ואלה, בסופו של דבר, עלולות להוביל לשמרנות יתר מצד הנהלת החברה (אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות דירקטוריון וביקורת שיפוטית" משפט ועסקים ט 75, 83 (2008) (להלן: חמדני וחנס)). נימוק נוסף המצדיק מדיניות של אי התערבות מצד בית המשפט, מתמקד בהשפעתם של כוחות השוק על נושאי המשרה. לפי הטענה, תמריצי השוק מכתיבים לדירקטורים התנהגות שקולה וקבלת החלטות עסקיות ראויות, שכן אם יקבלו החלטות כושלות הפוגעות בערך החברה, ניתן להניח כי הם יועברו מתפקידם ויוחלפו באחרים. התערבות משפטית עלולה אפוא להפר את האיזון שיוצרים כוחות השוק, האמור לשקף את העדפותיהם המצרפיות של בעלי המניות ביחס לתשואה וסיכון (שם, עמ' 83-84; חביב-סגל כרך א 509-510).

69. הקשיים, הטעמים וההצדקות דלעיל, עומדים כולם בבסיסו של "כלל שיקול הדעת העסקי" שהתפתח בפסיקתם של בתי המשפט בארצות הברית במשך למעלה ממאה וחמישים שנה, והפך ברבות השנים ל"עקרון יסוד" בדיני החברות שם ([חנס –](#)

[כלל שיקול הדעת העסקי](#), עמ' 314; עוד על ההצדקות לכלל שיקול הדעת העסקי והרציונאלים הניצבים בבסיסו, ראו שם בעמ' 333-339; החלטת השופטת רונן בתנ"ג (כלכלי) 13663-03-14 נוימן נ' פיננסיטיק בע"מ, [פורסם בנבו] פס' 55-51 (24.5.2015) (להלן: עניין פיננסיטיק); רות רונן ושיר אשכול "שיקול הדעת העסקי והדרישה לקבלת החלטה 'מיודעת'", עתיד להתפרסם במשפטים מז(3), בפרק ג.1 למאמר (להלן: רונן ואשכול); יעד [רותם "חובת הזהירות של נושאי"](#) משרה בחברות קטנות וכינוניות כלפי נושי החברה" ספר אליהו מצא 813, 825 (אהרן ברק, אילה פרוקצ'יה, שרון חנס ורענן גלעדי עורכים, 2015).

במהותו, כלל זה מקנה לנושא המשרה מעין "חסינות" מפני הפעלת ביקורת שיפוטית מהותית על תוכן ההחלטה העסקית שנתקבלה, וזאת בהתמלא שלשה תנאים: האחד – ההחלטה התקבלה שלא מתוך ניגוד עניינים; השני – ההחלטה התקבלה בתום לב (סובייקטיבי); והשלישי – ההחלטה היתה "מיודעת", קרי לאחר עיון בנתונים ושקילת השיקולים הרלוונטיים (informed decision) ([חנס – כלל שיקול הדעת העסקי](#), עמ' 315, 321; וראו גם אצל גרוס – [חוק החברות](#) בעמ' 426-427, המביא את נוסח הכלל כפי שגובש על ידי ה-American Law Institute). נושא משרה שקיבל החלטה תוך עמידה בשלושת התנאים הללו, ייחנה מ"חזקת תקינות", ובית המשפט ימשיך ידיו מבחינת הפעולה העסקית לגופה. זוהי מהותו המזוקקת של כלל שיקול הדעת העסקי. עם זאת, יש לציין כי אין מדובר בחסינות מוחלטת, ותיתכנה נסיבות בהן "חזקת התקינות" תישלל (כגון מקום בו אין מדובר בהחלטה אקטיבית, אלא במחדל מצדו של נושא המשרה שנמנע מהפעלת שיקול דעת או ממעורבות בהליכי קבלת ההחלטה (חביב-טגל כרך א 515); או במקרים הנכנסים תחת דוקטרינת "הבזבוז" (waste doctrine), שעניינה בהחלטות בלתי-רציונאליות הנעדרות כל בסיס עסקי, כדוגמת הענקת נכסים לצד שלישי ללא כל תמורה ([חנס – כלל שיקול הדעת העסקי](#), עמ' 325 ה"ש 31); עוד על נסיבות בהן לא תחול ההגנה, ראו אצל גרוס – [חוק החברות](#), עמ' 427).

70. אין לכחד כי ניתן להרהר אחר חלק מן ההצדקות שהוזכרו לעיל כנימוקים התומכים במדיניות של אי התערבות מצד בתי המשפט. כך, למשל, הטענה כי בית המשפט נעדר כישורים מספקים לצורך הפעלת ביקורת מהותית על סבירותן של החלטות עסקיות, היא מסוג הטענות שניתן להעלות בתחומי משפט רבים. דבר יום ביומו שבתי המשפט נדרשים להכריע בשאלת סבירותן של החלטות המתקבלות על ידי

אנשי מקצוע בתחומי מומחיותם, לרבות בתחומי המדע, הרפואה, ההנדסה, החשבונאות וכיו"ב. ניתן לטעון אפוא, כי כשם שבית המשפט אינו יכול לפטור עצמו מהכרעה לגבי סבירות החלטותיהם של רופאים מומחים ומהנדסים, כך עליו להעמיק חקר בשאלות עסקיות (אך השוו לליכט – שם הוורד בעמ' 489, הסבור כי ההצדקה לאי התערבות שיפוטית בהחלטות עסקיות אינה מבוססת על הטענה כי בית המשפט נעדר מומחיות בענייני עסקים, אלא על הטענה כי לא תהא תוחלת לנסות ולהכריע באמצעות כלים משפטיים בשאלות עסקיות, אם אלה היו נגועות בסיכון מופרז אם לאו. זאת, משום שהפקת רווח עסקי מבוססת על התמודדות עם אי-ודאות, ובעניין זה אין לבית המשפט יתרון מוסדי).

ההנחה כי ניתן לסמוך על כוחות השוק שיובילו דירקטורים לקבל החלטות עסקיות ראויות, גם היא אינה נקייה מספקות, ולמצער אין בה מענה לסיטואציות שונות בהן מונעים דירקטורים על ידי כוחות זולת כוחות השוק. כך, למשל, חמדני וחנס עצמם ערים לכך שכוחו של הטיעון נחלש מקום בו מדובר בעסקאות בהן יש לבעל השליטה עניין אישי, שאז לדירקטורים יש תמריץ לרצותו על מנת להישאר בתפקידם (שם, עמ' 84).

הטענה כי עצם נכונותו של בית המשפט להעביר תחת שבט ביקורתו את תוכנו של החלטות עסקיות המתקבלות בחברה, עלולה להוביל להרתעת יתר של דירקטורים מפני קבלת החלטות מסוכנות, היא בעלת כוח שכנוע רב, אולם גם לה פנים לכאן ולכאן. זאת, לנוכח הוראות [סעיף 258 לחוק החברות](#), המאפשר לחברה להעניק לנושא משרה פטור מהפרת חובת זהירות (וכן ביטוח ושיפוי). כפי שנודמן לי להזכיר בעבר, תכליתו של הסדר זה היא לתמרץ מנהלים לטול סיכונים עסקיים לטובת החברה ולהפיג את חששם שמא יחובו מכיסם בגין החלטה עסקית שגויה (ראו בעניין אפריקה ישראל, פס' 24; עניין אנטוורג, פס' 22, 25). ממילא, ככל שחברה אכן מעניקה למנהליה פטור מסוג זה, הטענה להרתעת-יתר מאבדת מכוחה. ואכן, ישנה טענה כי במישור המעשי, בעקבות פסק הדין בעניין בוכבינדר (בו הוטלה אחריות על דירקטורים בגין הפרת חובת זהירות), חל זינוק במספר החברות המעניקות לדירקטורים פטור והגנות אחרות מפני חבות בגין הפרת חובת זהירות ([חנס – כלל שיקול הדעת העסקי](#), עמ' 315, 360-362). מכאן יכולה להישמע הטענה כי התהיות בנוגע לעוצמתו של החשש מפני הרתעת יתר של דירקטורים בהקשר זה, אינן בבחינת הרהורים תיאורטיים גרידא.

ואם כבר הזכרנו את [סעיף 258 לחוק החברות](#), נוסיף כי תהליך זה של מתן פטור מאחריות לדירקטורים בגין הפרת חובת זהירות, שנולד כתגובת נגד לפסיקה שהטילה עליהם אחריות בשל כך, אינו תהליך ייחודי לישראל. מדובר בתהליך דומה (גם אם לא זהה) לזה שהתרחש במדינת דלאוור בעקבות פסק הדין המפורסם בעניין *Van Gorkom* (להלן: עניין *Van Gorkom*). באותו מקרה הטיל בית המשפט העליון של מדינת דלאוור אחריות על נושאי משרה בנסיבות של מכירת מניות החברה על דרך של מיזוג עם חברה אחרת, בנימוק שהעסקה אושרה במהירות מבלי שנאסף מלוא המידע הרלוונטי. פסק הדין, שנתפש כצמצום של כלל שיקול הדעת העסקי, עורר זעזוע בשוק, שבעקבותיו תוקן החוק במדינת דלאוור והוכנסה הוראה המאפשרת לחברה לפטור את מנהליה מחבות בגין הפרת חובת זהירות (בהמשך אומץ ההסדר ברובן המכריע של המדינות בארצות הברית). לדברי חנט, רובן המוחלט של החברות ניצלו אפשרות זו ופעלו בהתאם. מכל מקום, פסק דין *Van Gorkom* נותר בגדר חריג, ובית המשפט בדלאוור חזר ליישם את כלל שיקול הדעת העסקי באופן דווקני (חנט – שיקול הדעת העסקי, עמ' 359-355; עוד על פרשת *Van Gorkom* והתפתחותם של חובת הזהירות וכלל שיקול הדעת העסקי בעקבותיה, ראו אצל חביב-סגל כרך א 519-515; יורם דנציגר ועמרי [רחום-טוויג "עלייתו של שיקול הדעת העסקי ונפילתה של חובת הזהירות של דירקטורים"](#) ספר יוסף גרוס 23, 35-28 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015) (להלן: דנציגר ורחום-טוויג ו-גרוס בהתאמה); רונן ואשכול, פרק ב.3 למאמר)).

71. הנה כי כן, כלל שיקול הדעת העסקי הלך וביסס את מעמדו בתור ההלכה הרווחת ברוב מדינות ארצות הברית, עד שכיום אין עליו עוררין. יתרה מכך, כפי שמציין חנט במאמרו, ההגנה הרחבה על שיקול דעתם העסקי של דירקטורים במתכונת הנהוגה בארצות הברית, שוררת כיום בכל שוקי ההון המפותחים בעולם, גם במדינות שלא החילו את כלל שיקול הדעת העסקי באופן מפורש ([חנט – כלל שיקול הדעת העסקי](#), עמ' 326). מעמדו של כלל שיקול הדעת העסקי כחלק מדיני החברות הנוהגים בארצות הברית ובמדינות רבות נוספות, הוא אפוא מעמד איתן, ועל תוקפו דומה כי אין חולק.

72. אף [שחוק החברות](#) אינו כולל הוראה המאמצת את כלל שיקול הדעת העסקי במפורש, ישנם הסבורים כי תוכנו נשקף מהוראותיו של [סעיף 253 לחוק החברות](#). זכור, סעיף זה מופיע תחת הפרק בחוק העוסק בחובת הזהירות המוטלת על נושאי משרה, והוא מתייחס לאמצעי הזהירות ורמת המיומנות הנדרשים מהם (ראו, בין היתר,

חביב-סגל כרך א 539, הסבורה כי הדין הישראלי מהווה שעטנז של מספר הסדרים, אולם בכל האמור לתכניה המהותיים של חובת הזהירות, הרי שהגדרתה [בסעיף 253](#) לחוק מהווה מקבילה ליסודותיו של כלל שיקול הדעת העסקי הנהוג בדין האמריקאי, גם אם אין מדובר בזהות מוחלטת; כן ראו אצל ליכט – אמונאות, עמ' 140-141; וראו גם אצל [חנס – כלל שיקול הדעת העסקי](#) בעמ' 345-346, המפנה לדברי ההסבר להצעת [חוק החברות](#), מהם הוא מסיק כי "המחוקק הניח כי בית-המשפט יקבל על עצמו את כלל שיקול-הדעת העסקי, או לכל הפחות את התפיסה העומדת מאחוריו, כחלק משיקולי המדיניות במסגרת יישומה של עוולת הרשלנות לנסיבות התאגידיות"; וראו בדומה אצל גרוס – דירקטורים, עמ' 187).

עיון בפסיקתו של בית המשפט העליון לאורך השנים, מעלה כי לא אחת הוזכרה ואף ננקטה מדיניות משפטית של "אי התערבות" בשיקול דעתם העסקי של נושאי משרה. כך, למשל, ציין השופט בכור בעניין גליקמן:

"בית-המשפט לא יתערב בשיקול-דעת ההנהלה ולא ישים את שיקול-דעתו במקום שיקול-דעת ההנהלה אפילו בענינים עקרוניים וחשובים, ואפילו אם שיקולי ההנהלה לא היו תואמים את שיקולי בית-המשפט או היו אולי מוטעים, כל עוד היו אלה שיקולים שנשקלו בתום-לב ולטובת החברה לפי הבנת ההנהלה וכל עוד היו הם שיקולים כנים ובתום-לב" (שם, עמ' 287).

(ראו גם דברי השופט גולדברג בע"א 1694/92 [חברת אול שירותים נ' מושיץ](#), [פ"ד מט\(2\) 397, 412 \(1995\)](#); דברי השופטת חיות זה לא מכבר בע"א 5025/13 פרט תעשיות מתכת בע"מ נ' חביב, [פורסם בנבו] פס' 9 (28.2.2016) (להלן: עניין פרט תעשיות); ודברי השופט מלצר אך לאחרונה בע"א 239/13 מכללת איסט לונדון השלוחה בישראל בע"מ (בפירוק) נ' בירמן, [פורסם בנבו] פס' 26 (25.7.2016)). על אף האמור, שאלת מעמדו של כלל שיקול הדעת העסקי בדיני החברות בישראל טרם הוכרעה באופן נחרץ בפסיקתו של בית המשפט העליון. כך, למשל, בע"א 393/08 שגיאי נ' כפר ביאליק כפר שיתופי להתיישבות חקלאית בע"מ [פורסם בנבו] (23.2.2010), העיר השופט ג'ובראן כי "אין מקום ואין צורך לדון ולהכריע בשאלת עצם תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי במשפט הישראלי ועוצמת תחולתו" (שם בפס' 19, ההדגשות במקור – י"ע); ראו בדומה דברי השופט זילברטל מהעת האחרונה בע"א 4024/13 תקווה – כפר להכשרה מקצועית בגבעות זייד בע"מ נ' פינקוביץ, [פורסם בנבו] פס' 29 (29.8.2016) (להלן: עניין כפר תקווה)).

73. אלא שלעתים ההלכה צומחת מלמטה, וכפי שהזכיר לאחרונה השופט דנציגר באחת הפרשות, הגיונו של כלל שיקול הדעת העסקי קנה שביתה בפסיקתן של יתר הערכאות:

”מבלי לקבוע מסמרות בשאלת היקף תחולתו של כלל זה במשפט הישראלי, דומה כי אין עוררין על כך שהגיונו של הכלל – לפיו בית-המשפט ינהג ביתר זהירות בבואו להטיל אחריות אישית על דירקטורים בגין החלטות עסקיות שגויות, וימנע, ככלל, מלהציב את עצמו בנעלי הדירקטורים – בא לידי ביטוי בפסיקתן של הערכאות המשפטיות השונות בישראל” (ע”א 8712/13 אדלר נ’ לבנת, [פורסם בנבו] פס’ 39 (1.9.2015)).

ואכן, בין אם נתכוון המחוקק לעגן את כלל שיקול הדעת העסקי בהוראותיו של סעיף 253 לחוק ובין אם לאו, אין חולק על כך שהלכה למעשה הכלל נקלט באופן מפורש, במידה כזו או אחרת, בפסיקתם של בתי המשפט המחוזיים (ראו, בין היתר, דברי השופטת רונן בתנ”ג (כלכלית) 26814-12-14 מנשה נ’ יוידין אייר בע”מ, [פורסם בנבו] פס’ 24 (3.5.2016) (להלן: עניין יוידין), כי “כלל שיקול-הדעת העסקי יושם במספר רב של החלטות בערכאות דיוניות ובכלל זה בהחלטות של המחלקה הכלכלית, ודומה שלא ניתן לחלוק עוד על עצם קליטתו של הכלל למשפט הישראלי”; ראו עוד: תנ”ג (כלכלית) 12839-08-12 בן לביא נ’ העמותה לקידום מקצועי חברתי של הפקידים עובדי המינהל והשירותים, [פורסם בנבו] פס’ 125 (20.10.2015); עניין פיננסיטק, פס’ 47 והאסמכתאות שם; דברי השופט גרוסקופף בעניין אוסטרובסקי, פס’ 50; דברי השופט כבוב בעניין רזנפלד, פס’ 140; כן ראו אצל דנציגר ורחום-טוויג בעמ’ 37-40, הסוקרים את קליטת כלל שיקול הדעת העסקי בישראל, ומצביעים על כך ש”במרוצת השנים נקלט כלל שיקול הדעת העסקי קליטה מלאה בפסיקת בתי המשפט המחוזיים” (ההדגשה הוספה – י”ע); וראו גם הסקירה המקיפה אצל ליכט – שם הוורד, עמ’ 516-511 והאסמכתאות הרבות שם).

74. דומה, אפוא, כי לא יהא זה בגדר חידוש מרעיש אם נסיר את הלוט מעל צלמו של כלל שיקול הדעת העסקי, ונכריז חגיגית כי עקרונותיו חלחו אל המשפט הישראלי והם מהווים כיום חלק בלתי נפרד מדיני החברות בישראל. ודוק: הקביעה כי עקרונותיו של כלל שיקול הדעת העסקי נתבססו כחלק מדיני החברות בישראל, אין פירושה בהכרח כי כלל זה במתכונתו האמריקאית “הושתל” במלואו, על קרבו, על כרעיו ועל נפקויותיו, במשפטנו. עלינו להיות ערים לאפשרות כי עשויות להידרש התאמות כאלו

ואחרות להבטחת היקלטותו החלקה של "האיבר" החדש-ישן, לבל ייפגעו האיזונים הקיימים בקורפוס דיני החברות בישראל כפי שנקבעו בחקיקה והתגבשו ברבות השנים בפסיקה.

בנוסף, עצם החלתו של כלל שיקול הדעת העסקי אינה בבחינת סוף פסוק, והיא מעוררת שאלות באספקטים שונים הקשורים בו. כך, למשל, סוגיה הטעונה ליבון נוגעת לנפקות סתירתו של כלל שיקול הדעת העסקי. דהיינו, מה הדין כאשר עלה בידי התובע להראות כי ההחלטה התקבלה שלא בתום לב, מתוך ניגוד עניינים או באופן לא מידוע? סוגיות נוספות הטעונות ליבון קשורות לניתוח שלושת תנאים אלה של כלל שיקול הדעת העסקי (וראו מאמרן של רונן ואשכול, בו מנתחות המחברות את התנאי השלישי המחייב כי החלטת נושאי המשרה תהא החלטה "מידועת", קרי לאחר איסוף המידע הרלוונטי).

הנה כי כן, הקביעה כי עקרונותיו של כלל שיקול הדעת העסקי נקלטו אחר כבוד בדיני החברות בישראל, אינה תרופת פלא שיש בה משום מענה לכל שאלה וסוגיה המתעוררת בנוגע להיקף הביקורת השיפוטית על החלטותיהם של נושאי משרה. החשוב לענייננו, שעקרונותיו של הכלל בעינם עומדים, ויש להניח כי הפסיקה תתרום להגדרת רכיביו וגבולותיו ממקרה למקרה, תוך התאמתו לנוף דיני החברות הישראלי.

75. כלל שיקול הדעת העסקי הוא במהותו כלל היוצר לטובת הנתבע חזקה הניתנת לסתירה, ועל התובע הנטל הראשוני לסתור את "חזקת התקינות" המוקנית לנושאי המשרה מכוח כלל זה. דהיינו, עליו להראות כי ההחלטה התקבלה בחוסר תום לב סובייקטיבי (דהיינו מתוך רצון לפגוע בחברה או מתוך חוסר אכפתיות של מקבל ההחלטה בנוגע לחובתו לדאוג לטובת החברה); מתוך ניגוד עניינים (דהיינו כאשר מקבל ההחלטה הוא בעל אינטרס אישי מנוגד בהקשר הרלוונטי ולכן מתעורר החשש שמא הוא הפר חובת אמון); או שההחלטה שהתקבלה הייתה בלתי "מידועת" (דהיינו מבלי שנבחנו הנסיבות והעובדות המרכזיות הנוגעות לעניין) ([חנס – כלל שיקול הדעת העסקי](#), עמ' 324). ככל שלא יעלה בידי התובע לעשות כן, יוסיפו נושאי המשרה ליהנות מהחזקה כי ההחלטה שקיבלו היתה סבירה, והתביעה נגדם "תיחסם".

ככלל, במסגרת הדיון בשאלה אם עלה בידי התובע לסתור את חזקת התקינות, בית המשפט אינו נדרש לתוכן ההחלטה לגופה. חלף זאת, בית המשפט בוחן את הליך קבלת ההחלטה בחברה. בכך טמון כוחו של כלל שיקול הדעת העסקי, המקנה לנושאי

המשרה הגנה מפני ביקורת מהותית על סבירות החלטותיהם העסקיות, כל עוד הליך קבלתן היה תקין. ההידרשות לתוכן ההחלטה תיעשה אפוא, אם בכלל, רק לאחר שעלה בידי התובע לסתור את חזקת התקינות (על ההיגיון והיתרון בהפעלת ביקורת שיפוטית המתמקדת בהליך קבלת ההחלטה ובאימוץ כלל שיקול הדעת העסקי, ראו בהרחבה אצל רונן ואשכול. המחברות עומדות על כך שההתמקדות בהליך קבלת ההחלטה, מאיינת את החששות שהוזכרו לעיל מפני כניסה של בית המשפט לשאלות שבמומחיות עסקית, העלולה בתורה להביא להרתעת-יתר של דירקטורים מנטילת סיכונים עסקיים. בנוסף, עצם קיומו של הליך שיטתי ומסודר בטרם קבלת החלטות, עשוי לתרום לטיוב ההחלטות שתתקבלנה (שם, פרק ג.2 למאמר)). אל כלל שיקול הדעת העסקי נשוב ונידרש בהמשך דברינו.

(2) כלל ההגינות המלאה

76. לפי הדין בדלאור, כלל שיקול הדעת העסקי הוא אמנם "ברירת המחדל" בנוגע לתביעות המוגשות נגד נושאי משרה בגין החלטות עסקיות שהתקבלו, אולם כפי שצוין, אין הוא סטנדרט הביקורת היחיד. בקצה השני של הספקטרום ניצב כלל "ההגינות המלאה" או "ההגינות המוחלטת" (entire fairness). בבסיסו, כלל זה מאפשר את הכשרתן של החלטות המתקבלות במצב של ניגוד עניינים, לרבות עסקאות בהן יש לבעל השליטה עניין אישי (נסיבות שמעצם טיבן יש בהן כדי לסתור את חזקת שיקול הדעת העסקי, לנוכח ניגוד העניינים הטבוע בהן). כך, לפי כלל ההגינות המלאה, כאשר מדובר בעסקה בה בעל השליטה עומד משני צדי המתרס (self dealing), העסקה תעמוד בתוקפה ובית המשפט לא יתערב בה, ובלבד שיעלה בידי הנתבעים להוכיח שני אספקטים לגבי העסקה:

האחד – הגינות פרוצדוראלית, דהיינו שהליך אישור העסקה היה הוגן (fair dealing). לשם כך ניתן לבחון, בין היתר, את תזמון העסקה, מי יזם אותה, כיצד היא "נבנתה", אופן ניהול המשא ומתן, אופן גילוייה לדירקטורים, ואופן קבלת האישור על ידי הדירקטורים ובעלי המניות, לפי העניין (ראו אצל White-Smith בעמ' 1182, המתמקד כאמור בעסקאות רכישה).

השני – הגינות מהותית, שעניינה בשיקולים כלכליים ופיננסיים, ובגדרה יש להראות כי תנאיה המהותיים של העסקה היו הוגנים (fair price) (וראו אצל חביב-סגל כרך א 513-514, המציינת כי יש להראות שתנאי העסקה הם הטובים ביותר שניתן היה

להשיג באותן נסיבות; וראו גם אצל חמדני וחנס בעמ' 85, המזכירים תנאי נוסף לעמידה בכלל ההגינות המוחלטת, והוא גילוי מלא על אודות ניגוד העניינים). הנה כי כן, בניגוד לכלל שיקול הדעת העסקי, בגדרו של כלל ההגינות המוחלטת בית המשפט נדרש, ככלל, לתוכן ההחלטה העסקית.

77. ההנחה העומדת בבסיס הדין בדלאוור, היא כי עסקאות של החברה עם בעל השליטה או עם נושא משרה אינן בהכרח בלתי רצויות, שכן הן עשויות להיטיב עם שני הצדדים, בבחינת "זה נהנה וזה לא חסר" (חביב-סגל כרך א 512). כידוע, המחוקק הישראלי שותף לתפישה זו, ומכאן ההסדר המעוגן ב**חוק החברות** המאפשר לאשר עסקאות עם בעלי עניין באמצעות המנגנונים המתאימים (**סעיפים 270-275** לחוק). ניתן לומר, כי בכך שותף הדין הישראלי להכרה בעקרון "ההגינות הפרוצדוראלית" כתנאי לאישור עסקאות עם בעלי עניין. עם זאת, ברי כי ההסדרים בדלאוור ובישראל הם הסדרים שונים, בראש ובראשונה לנוכח העובדה שבישראל מנגנון האישור הפרוצדוראלי קבוע בחוק כתנאי מוקדם לאישור העסקה, בעוד שבדלאוור כלל ההגינות המלאה (שהוא יציר הפסיקה) מופעל רק בדיעבד, דהיינו רק לאחר שמאן דהו תקף את החלטת החברה בבית המשפט; שנית, להבדיל מהדין בישראל, לפי הדין בדלאוור קביעת זהותו של האורגן הבלתי תלוי שיאשר את העסקה מסורה ככלל בידי החברה (שם, עמ' 529-530).

78. לפי דיני החברות בארצות הברית, כלל שיקול הדעת העסקי וכלל ההגינות המלאה אינם מנותקים זה מזה. כך, מקובל לומר כי מקום בו עלה בידי התובע לסתור את "חזקת התקינות" המוקנית למקבלי ההחלטה מכוח כלל שיקול הדעת העסקי, יעבור הנטל לנתבעים להוכיח כי העסקה עומדת במבחני ההגינות המלאה. דהיינו, אם הצליח התובע להוכיח כי ההחלטה המדוברת התקבלה בחוסר תום לב, מתוך ניגוד עניינים או באופן לא מיודע, יעבור הנטל לנתבעים להוכיח את הגינותה המלאה של העסקה, הן במישור הפרוצדוראלי הן במישור המהותי (**חנס – כלל שיקול הדעת העסקי**, עמ' 325; וראו גם אזכור הדברים בעניין פיננסיטק, פס' 58). במקום אחר, מציין חנס כי "ניגוד העניינים אשר מוביל להחלת מבחן ההגינות המלאה הוא ניגוד עניינים חד-משמעי וחריף האופייני למשל לעסקה בניגוד עניינים בין החברה לבין בעל השליטה או נושא המשרה שלה" (שרון **חנס "ביקורת שיפוטית על החלטות** הדירקטוריון: בין שיקול דעת עסקי להגינות המלאה" ספר גרוס 141, 142 (2015) (להלן: חנס – ביקורת שיפוטית) (ההדגשה הוספה – י"ע)). מכאן משתמע כי לא כל ניגוד עניינים מביא להחלה אוטומטית של כלל ההגינות המלאה (וראו גם אצל חביב-סגל כרך א 512, המזכירה את

כלל ההגינות המלאה רק בהקשר של נסיבות בהן הוכח קיומו של ניגוד עניינים, להבדיל מהחלטות שהתקבלו באופן "לא מיודע" או שלא בתום לב).

79. כלל ההגינות המלאה נחשב, כאמור, לסטנדרט ביקורת מחמיר, והגיונו נעוץ בתפישה כי לא ניתן לסמוך על מקבלי החלטה שחזקת התקינות נסתרה לגביהם (חנט – ביקורת שיפוטית בעמ' 147; חביב-סגל, שם). עם זאת, הפסיקה בדלאוור הכירה בכך שגם כאשר מדובר בעסקה של החברה עם בעל השליטה או עם נושא משרה, ניתן להתגבר על הצורך בסטנדרט ביקורת מחמיר, באמצעות עמידה באחד משני מנגנונים פרוצדוראליים: האחד – אם העסקה הוכפפה לאישור על ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט; והשני – אם המשא ומתן על העסקה נוהל כהלכה על ידי ועדה מיוחדת של הדירקטוריון שהורכבה מדירקטורים עצמאיים בלבד (חמדני וחנט, עמ' 78; חנט – ביקורת שיפוטית, עמ' 147; מיכל אגמון גונן "הטוב (בעלי מניות המיעוט)!" הרע (בעלי מניות השליטה)?! ובית המשפט – התערבות בתי המשפט בעסקאות בעלי עניין שעברו את הליכי האישור בחברה" 59 גרוס 47, 52-53 (להלן: אגמון-גונן)). שימוש באחד המנגנונים המוזכרים יוביל להשבת הנטל אל כתפי התובע, וכובד הנטל ייקבע בהתאם לזהותו של הגורם המצוי בניגוד עניינים: אם מדובר בנושא משרה המצוי בניגוד עניינים, יחזור על כנו כלל שיקול הדעת העסקי והנטל להפריכו יוטל על כתפי התובע; ואם בעל השליטה הוא המצוי בניגוד עניינים, יצטרך התובע להראות כי העסקה אינה הוגנת בהתאם לסטנדרט הביקורת המחמיר (חנט – ביקורת שיפוטית, עמ' 147). עולה מהאמור, כי גם תחת כלל ההגינות המלאה, בית המשפט לא ידרש בהכרח לתוכן ההחלטה העסקית, וישנם מצבים בהם יסתפק בבחינת התנאים הפרוצדוראליים בהם התקבלה.

כפי שציינן השופט כבוב בת"צ (כלכלית) 47490-09-13 תועלת לציבור נ' כלל תעשיות בע"מ, [פורסם בנבו] פס' 29 (6.8.2015) (להלן: עניין תועלת לציבור), זה לא מכבר חלה התפתחות נוספת בדיני החברות בדלאוור, והוכרה האפשרות להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי גם כאשר בעל השליטה מצוי בניגוד עניינים, וזאת כאשר מדובר בעסקת מיזוג בה נרכשות מניות המיעוט לצורך הפיכת החברה לפרטית (going private). זאת, בכפוף לכך שהעסקה הותנתה מראש בשני תנאים מצטברים: האחד – העסקה הוכפפה לאישור של ועדה מיוחדת בלתי תלויה; והשני – העסקה כפופה לאישור על ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט, שהחלטתם התקבלה על בסיס מידע מלא (Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014) (להלן: עניין

MDFW)). מדובר, אם כן, ב"ריכוך נוסף" או "מגמת הקלה" של הביקורת השיפוטית בנסיבות של ניגוד עניינים מצד בעל השליטה, בהן הוא יכול ליהנות מהגנתו של כלל שיקול הדעת העסקי (חנט – ביקורת שיפוטית, עמ' 145 ה"ש 17 ועמ' 148 בטקסט הצמוד להערה 32; אגמון-גונן, עמ' 53; על תהליך של "עידון" מבחן ההגינות המוחלטת, וטשטוש ההבחנה בין מצבים הנגועים בעניין אישי למצבים הנגועים בהתרשלות גרידא, ראו אצל חביב-סגל כרך א 519-521).

80. בדומה לכלל שיקול הדעת העסקי, גם מבחן ההגינות המלאה זכה להתייחסות בפסיקה בישראל, אם כי לא באותו היקף. כך, בע"א 773/04 נצבא חברה להתנחלות בע"מ נ' עטר, פ"ד סב(1) 456 (2006) (להלן: עניין נצבא) שעסק בטענה לקיפוח המיעוט אגב רכישת מניות החברה, ציין הנשיא ברק (שהיה במיעוט לגבי תוצאת פסק הדין) כי מבחן ההגינות משמש מבחן מרכזי בשיטות משפט שונות בהקשר של עסקאות לרכישת חברות, כפרט כאשר החברה הרוכשת שולטת בחברה הנרכשת, שאז הנטל על המצדדים בעסקה להוכיח את הגינותה המלאה (entire fairness). זאת, לנוכח האינטרס המובהק של החברה הרוכשת להזיל את מחיר הרכישה על חשבון החברה הנרכשת ויתר בעלי מניותיה (שס, פס' 2 לפסק דינו).

אזכור נוסף לכלל ההגינות המלאה אנו מוצאים בע"א 2718/09 גדיש" קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ [פורסם בנבו] (28.5.2012) (להלן: עניין גדיש), שם נדונה תביעת בעלי מניות מיעוט בטענה כי קופחו, בנסיבות שעסקו, בין היתר, במכירת השליטה בחברה. וכך קבעה הנשיאה (בדימ') ביניש:

"הנטל המוטל על התובעים הוא להוכיח באופן לכאורי קיומו של קיפוח, ואם עמדו התובעים בנטל זה עובר נטל ההוכחה לשכמם של הנתבעים. זהו מבחן 'ההגינות המלאה' (Entire Fairness) אשר במסגרתו מועבר נטל ההוכחה אל הנתבעים ועליהם לשכנע את בית המשפט בדבר ההגינות המלאה של פעולתם. הגינותה המלאה של העסקה נשמרת, כאשר מסוגלים בעלי השליטה להוכיח את תוצאותיה השוויוניות של פעולתם, ביחס למכלול בעלי המניות" (שס, פס' 40 לפסק דינה).

הנה כי כן, מדברי הנשיאה ביניש עולה כי כאשר תוצאות העסקה הן שוויוניות כלפי בעלי המניות, תהא זו עסקה העומדת במבחן ההגינות.

לפנינו אם כן שתי דוגמאות בפסיקתו של בית משפט זה, שתיהן בהקשר של קיפוח המיעוט, בהן אוזכר כלל ההגינות המלאה בשמו (אך ראו ביקורתו של ליכט, הטוען כי יש לפרש את השימוש במושג "הגינות מלאה" בפסקי דין אלו כ"שימוש חופשי" ולא כהחלת הדוקטרינה האמריקאית, שכן זו במקורה כלל אינה מתאימה להקשר של קיפוח המיעוט (ליכט – אמונאות, עמ' 116)).

81. מקומו של כלל ההגינות המלאה נזכר בפסיקתם של בתי המשפט המחוזיים. כך, בעניין מכתשים אגן, ציינה השופטת קרת-מאיר כי כלל זה עוצב על ידי בית המשפט בדלאור לצורך בחינת עסקאות בהן בעל בשליטה מצוי בניגוד עניינים. בפסק דינה צידדה השופטת בגישתם של חמדני וחנס, כי ככלל, כאשר מדובר בעסקאות בהן בעל השליטה מצוי בניגוד עניינים שמשמעותן אינן גורלית לבעלי המניות, יחול כלל שיקול הדעת העסקי (בהתקיים הליך פרוצדוראלי תקין). זאת, להבדיל מעסקאות בהן מצוי בעל השליטה בניגוד עניינים מסוג going private, בהן המיעוט נדרש לוותר על החזקותיו בחברה. השופטת קרת-מאיר הביעה דעתה כי במקרים אלו יש לקיים הליך משא ומתן שיגביר את שקיפותו של תהליך קבלת ההחלטות, ו"בכל מקרה, באותן עסקאות שמשמעותן גורלית לבעלי המניות, יישמר לבית משפט שיקול הדעת לבחון את הגינות העיסקה, גם אם היא עונה מבחינה פרוצדוראלית על כל דרישות החוק והפסיקה, במיוחד כאשר יש בה סימנים מחשידים, כגון אי שוויון בולט בין בעלי השליטה לבין בעלי המניות" (שם, פס' 4; אך נזכיר כי בעניין *MFV* חל ריכוך מסוים בנוגע לתחולתו של כלל ההגינות המלאה בעסקאות מסוג זה). דבריה הנ"ל של השופטת קרת-מאיר בנוגע להבחנה בין עסקאות שאינן גורליות לבעלי המניות לעסקאות מסוג going private, צוטטו בהסכמה על ידי השופט כבוב בעניין רזנפלד (פס' 141). השופט כבוב הביא גם מדבריה של הנשיאה ביניש בעניין גדיש, ולפיהם עסקת תעמוד במבחן ההגינות המלאה בנסיבות בהן בעל השליטה מוכיח את תוצאותיה השוויוניות עבור מכלול בעלי המניות.

התייחסות נוספת אנו מוצאים בהחלטתה של השופטת רונן לאשר הגשתה של תובענה ייצוגית שהוגשה על ידי בעל מניות בגין הכנסת החברה לרשימת השימור של הבורסה לניירות ערך (ת"צ (כלכלית) 7477-10-11 גולדשטיין נ' פינרוס החזקות בע"מ [פורסם בנבו] (18.3.2013) (להלן: עניין גולדשטיין – החלטת האישור)). בהחלטה העירה השופטת רונן כי "לו היה מדובר במקרה של ניגוד עניינים ישיר שהוא אינהרנטי לשליטתם של בעלי מניות הרוב בחברה, נראה כי המשיבים היו צריכים להוכיח הגינות מלאה" (שם בפס' 79, תוך שהיא מפנה לפסק הדין בעניין גדיש (ההדגשות הוספו –

י"ע); וראו גם אזכור הדברים על ידי השופטת רונן בפסק הדין שניתן על ידה באותה פרשה בתובענה הייצוגית גופא (פסק דין מיום 24.2.2016 בפס' 90) (להלן: עניין גולדשטיין – פסק הדין)). כן ראו הערתה בתנ"ג (כלכלית) [35114-03-12](#) אשש נ' עטיה, [פורסם בבנו] פס' 153 (24.6.2015) (להלן: עניין אשש), כי משעה שמדובר בעסקה בה לבעלי השליטה יש עניין אישי, לכאורה היה מקום להחיל את כלל הגינות מלאה (יצויין כי העסקה קיבלה את האישור המשולש); והערתה בעניין לייבוביץ' בפס' 119, שם הבחינה בין סטנדרט הביקורת החל על דירקטורים שלא מונו מטעם בעל השליטה, לדירקטורים שכן מונו מטעמו).

82. גם בספרות אנו מוצאים התייחסויות שונות לכלל ההגינות המלאה. כפי שהזכרנו, חמדני וחנס הביעו עמדתם כי יש מקום לאמץ מתכונת דומה לכלל ההגינות המלאה לגבי עסקאות בהן בעל השליטה מצוי בניגוד עניינים, שעיקרה בהימנעות של בתי המשפט מבחינת תנאי העסקה, במצבים בהם בעל השליטה ונושאי המשרה הקפידו על הליכים נאותים בגיבוש העסקה ואישורה. לפי הצעתם, גם כאשר מדובר בעסקאות שצלחו את מנגנון האישור הקבוע בחוק, על בית המשפט לבחון התקיימותם של אלמנטים מסוימים בהליך קבלת ההחלטות (הקפדה על הליך משא ומתן על ידי דירקטורים עצמאיים; הפעלת "מבחן שוק" בנוגע לעסקה; ומסירת כל המידע הרלוונטי לדירקטוריון ולאסיפה הכללית). בהתקיים תנאים אלה, על בית המשפט להימנע מבחינת תנאי העסקה לגופה. לשיטתם, "מדיניות זו ראויה, למצער, כאשר מדובר בעסקה בעלת חשיבות רבה לחברה או לבעלי מניות המיעוט" (שם בעמ' 81, ההדגשה הוספה – י"ע). כזכור, השופטת קרת-מאיר היתה מוכנה לאמץ הבחנה זו בפסק דינה בעניין מכתשים אגן. ניוער, כי המלצותיהם של חמדני וחנס בנוגע להוספת רכיבים פרוצדוראליים להליך קבלת ההחלטה בחברה ואישורה בנוגע לעסקאות עם בעלי עניין, התקבלו בהמשך ואומצו במסגרת תיקוני חקיקה (ראו אצל אגמון-גונן בעמ' 63), ועוד נשוב ונתייחס לכך להלן].

כפי שכבר הזכרנו, חנס מציין במאמר המשך כי לפי הדין בארצות הברית, רק ניגוד עניינים חד-משמעי וחרף יוביל להחלת כלל ההגינות המלאה. לדבריו, גם בישראל הכלל מופעל, בפרט במצבים בהם יש לבעל השליטה עניין אישי (חנס – ביקורת שיפוטית, עמ' 142, 144-145). על פני הדברים, דומה כי גישתו היא בעלת מאפיינים דומים לגישה שעולה מחלק מפסקי הדין של בתי המשפט המחוזיים שהוזכרה לעיל, הנכונה כאמור להכיר בתוקפו של כלל ההגינות המלאה במצבים בהם מדובר בהחלטה שהתקבלה מתוך "ניגוד עניינים אינהרנטי".

אגמון-גונן סבורה גם כן כי הפסיקה בישראל אימצה את כלל ההגינות המלאה, כפי שעולה, לדעתה, מדברי הנשיאה ביניש בעניין גדיש ומדבריה של השופטת קרת-מאיר בעניין מכתשים אגן (אגמון-גונן, עמ' 62). עם זאת, אגמון-גונן מזהירה מפני התערבות של בית המשפט במקרים בהם עסקאות עברו את הליכי האישור הקבועים בחוק. לגישה, יש לאמץ את המגמה בדלאור שהזכרה לעיל, הממעטת לבחון את תוכן העסקאות. לדבריה, כאשר עסקה מנוהלת ונבחנת מראשיתה על ידי גורם בלתי תלוי ומאושרת על ידי רוב מבין בעלי מניות המיעוט – בהתאם לדרישות החוק דהיום (בפרט לנוכח החמרת הדרישות הפרוצדוראליות בתיקוני חקיקה מהשנים האחרונות), ההנחה היא שניגוד העניינים המובנה הטמון בעסקה מנוטרל, וממילא אין צורך להחליף את שיקול דעתם של הגורמים המקצועיים בשיקול דעתו של בית המשפט (שם בעמ' 68-69, וראו גם הצעותיה לשיפור הליכי האישור בעמ' 67-68).

ליכט סבור גם הוא כי כאשר החלטה עמדה בתנאים הפרוצדוראליים הנדרשים, אין מקום לבחון את תוכן ההחלטה העסקית לגופה. עם זאת, ליכט מותח ביקורת על הנכונות המסתמנת לאמץ את דוקטרינת ההגינות המלאה, אותה הוא מכנה "דוקטרינה נפסדת". לדבריו, מדובר בדוקטרינה המכשירה הפרה "הוגנת" של חובת אמון, מה שמהווה סטייה חמורה מעקרונות היסוד של דיני האמונאות, האוסרים לפעול במצב בו ישנו חשש לקיומו של ניגוד עניינים (ליכט מפנה לעניין זה לדברי השופט (כתוארו אז) לנדוי בע"א 267/55 טוקטלי נ' "שמשון" בתי-חרושת א"י למלט פורטלנד בע"מ, פ"ד יא 1569, 1579 (1957)). לגישתו, משעה שנמצא כי התעורר חשש לניגוד עניינים, על החברה לפנות למסלולים הקבועים בחוק לצורך אישור עסקאות נגועות (ליכט – שם הוודד, עמ' 533-535). נזכיר, כי לדברי ליכט אין להסיק מפסקי הדין בעניין נצבא ו- גדיש על אימוצו של כלל ההגינות המלאה בישראל, שכן פסקי הדין נסבו על טענות בדבר קיפוח המיעוט, שכלל ההגינות המלאה אינו רלוונטי לגביהן (ליכט – אמונאות, עמ' 116).

83. הנה כי כן, ככלל, הפסיקה והספרות מדגישים את החשיבות בהימנעותם של בתי המשפט מלבחון החלטות עסקיות לגופן. לצד זאת, מסתמנת נכונות בפסיקה ובספרות לאמץ את עקרונות כלל ההגינות המלאה, בפרט במצבים בהם מדובר בעסקאות שהן בעלות משמעות חריגה כלפי בעלי המניות, או במצבים בהם מדובר בניגוד עניינים "ישיר" האינהרנטי למעמדו של בעל העניין (בפרט בעל השליטה). מנגד, ישנן גישות המזהירות מפני בחינה מהותית של תנאי העסקה והתערבות בה, אם

מן הטעם שדי במנגנוני האישור בחוק כדי להבטיח את נטרול ניגוד העניינים; ואם מתוך החשש שמא יהיה בכך כדי להכשיר עסקאות שנכרתו מתוך ניגוד עניינים.

84. השאלה אם יש מקום להחיל את כלל ההגינות המלאה בדיני החברות בישראל – אינה פשוטה. בהקשר זה, יש ליתן את הדעת על כך שדיני החברות בדלאוור בנוגע לאישור עסקאות עם בעלי עניין, שונים מדיני החברות בישראל. כפי שצוין לעיל, [חוק החברות](#) בדלאוור אינו קובע מנגנון אישור מראש של עסקאות עם בעלי עניין, והוא אינו מחייב חברות לנקוט הליך מיוחד בנוגע לעסקאות אלו. מכאן הצורך של בתי המשפט בדלאוור לפתח את כלל ההגינות המלאה, שכן בלעדיו, עסקאות עם בעל השליטה לא היו כפופות לכללים שנועדו לנטרל את ניגוד העניינים הטבוע בהן. בהעדר הליך פרוצדוראלי מובנה, אף ניתן להבין מדוע ראו בית המשפט מקום להידרש להגינותה המהותית של העסקה.

לעומת זאת, [חוק החברות](#) בישראל קובע מנגנון אישור שעל החברה לנקוט בו מלכתחילה, בטרם ביצוע העסקה. ודוק: אין מדובר בהמלצה גרידא של המחוקק, כי אם בתנאי מוקדם שבלעדיו לא יהא תוקף לעסקה, כפי שמלמדנו [סעיף 280\(א\)](#) לחוק, הקובע כי "לעסקה של חברה עם נושא משרה בה או לעסקה כאמור [בסעיף 270\(4\)](#) ו- [\(א4\)](#) עם בעל שליטה בה לא יהיה תוקף כלפי החברה וכלפי נושא המשרה או בעל השליטה, אם העסקה לא אושרה בהתאם לקבוע בפרק זה...". בכך בא לידי ביטוי רצונו של המחוקק להבטיח את הגינותה הפרוצדוראלית של העסקה, שבתורה נועדה לנטרל, עד כמה שניתן, את ניגודי העניינים הפוטנציאליים בעסקאות מסוג זה (ראו גם אצל אגמון-גונן בעמ' 52-53, המתייחסת להבדלים בין הדינים בישראל ובדלאוור).

זאת ועוד. [חוק החברות](#) תוקן בשנים האחרונות מספר פעמים והחמיר את הדרישות לאישור עסקאות עם בעלי עניין. כך, בין היתר, הצורך בקיום הליך תחרותי בפיקוח ועדת הביקורת לפני הבאת העסקה לאישור ([סעיף 117\(ב\)](#)) לחוק, שהוכנס במסגרת תיקון 22 לחוק כחלק מה[חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013](#); כמו גם הצורך לאשר את העסקה באמצעות "דוב מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה", להבדיל מ-שליש כפי שקבע החוק בנוסחו הקודם ([סעיף 275\(א\)\(3\)](#)) לחוק, בעקבות תיקון 16 משנת 2011). החמרות אלה, שהן ברוח המלצותיהם של חמדני וחנט (ראו שם, בפרט בעמ' 96-101), אינן דבר של מה בכך, והן נועדו כאמור לנטרל את פוטנציאל ניגוד העניינים בעסקאות עם בעלי עניין, בהיבטים שלא ניתן להם מענה בהסדר החוקי במתכונתו הקודמת (על החמרת מנגנוני

האישור; על החידוש הטמון [בסעיף 117\(ב\)](#) המכתיב לחברה תהליך פנימי שיש לקיים בטרם הבאת העסקה לאישור; ועל כך שהערותיהם של חמדני וחנס התקבלו במסגרת תיקוני החקיקה, ראו אצל אגמון-גונן בעמ' 53, 55-56, 63).

על רקע זה, מתחדד הקושי בנוגע לשאלת מקומו של כלל ההגינות המלאה בדיני החברות בישראל בנוגע לעסקאות עם בעלי עניין. לאמור, משעה שהמחוקק הגדיר כללי פרוצדורה מחמירים, שעל החברה לעמוד בהם בכואה להתקשר בעסקה עם בעל עניין, האם על בית המשפט להידרש לתוכן העסקה, גם בנסיבות בהן היא קיבלה את האישורים הנדרשים? בהקשר זה, נקדים ונציין כי שאלה זו חורגת מהערעורים שלפנינו, שכן איננו דנים בעסקה עם בעל עניין שקיבלה את האישורים הנדרשים. לפיכך, אסתפק בהתייחסות קצרה לסוגיה, הצפויה להוסיף ולהתלבן בפסיקה בעתיד.

85. בראש ובראשונה, חשוב להבהיר כי ההסדר [בחוק החברות](#) בנוגע לעסקאות עם בעלי עניין, אינו מתמצה בהבטחתה של הגינות פרוצדוראלית. ההסדר אמנם מאפשר לחברה להקנות תוקף לעסקה עם בעל עניין באמצעות קבלת האישור המשולש, אולם לפי לשון [סעיף 270](#) לחוק, תנאי מקדמי לכך הוא "ובלבד שהעסקה היא לטובת החברה" (ראו דברי השופט (כתוארו אז) רובינשטיין בע"א [3379/06](#) ברנוביץ נ' נתנזון, [פורסם בנבו] פס' כ"ה (11.7.2006), הגם שנאמרו ביחס לנוסחו הקודם של [סעיף 270](#) לחוק, שנקט לשון "ובלבד שהעסקה אינה פוגעת בטובת החברה"). מכאן, שגם מקום בו קיבלה העסקה את האישורים הנדרשים על פי המנגנון הקבוע בחוק, עדיין אין בכך כדי לשלול את סמכותו של בית המשפט לבחון אם אמנם מדובר בעסקה שהיא לטובת החברה (ראו עניין נצבא, פס' 18 לפסק דינה של השופטת (כתוארה אז) נאור; אהרוני-ברק, עמ' 126-130; חמדני וחנס, עמ' 79). ניתן לומר כי בכך בא לידי ביטוי בדין בישראל היבט מסוים של הרכיב המהותי במבחן ההגינות המלאה, הגם שבמתכונת שונה מזו הנהוגה בדין האמריקאי (לדעה כי אין לפרש את "טובת החברה" במשמעות של "הגינות מלאה" על רקע ההבדלים בין הדין בדלאוור לדין בישראל, ראו גם עדו [לחובסקי "על חובת אמונים, עסקאות](#) נושאי משרה וטובת החברה" חובות אמון בדין הישראלי 89, 101-102 (רות פלאטו-שנער ויהושע שגב עורכים, 2016)).

ודוק: סמכותו של בית המשפט לבחון את מהות העסקה אם היא אכן לטובת החברה – לחוד; נכונותו להפעיל את סמכותו – לחוד; היקף התערבותו – לחוד; ונטל ההוכחה המוטל על הטוען לכך – לחוד. לא כל אימת שמועלית טענה כי עסקה שעמדה בתנאי האישור הנדרשים לפי החוק היא מנוגדת לטובת החברה, יידרש בית המשפט

לבחון את הקרביים של העסקה עד כדי התערבות בשיקול דעתם של מקבלי ההחלטות בחברה. נהפוך הוא. לטעמי, נקודת המוצא הינה כי בית המשפט אינו צריך להתערב בעסקאות שאושרו על פי המנגנון הקבוע בחוק. מקובלת עלי הגישה כי עסקה שצלחה את מנגנוני האישור הקבועים בחוק (בפרט כיום בעקבות תיקון החוק והחמרת הדרישות הפרוצדוראליות כמתואר לעיל), ההנחה המקדמית והלכאורית לגביה היא כי הפוטנציאל המזיק של ניגוד העניינים נוטרל.

86. האם פירוש הדבר כי בית המשפט לעולם לא יידרש למהות העסקה אם זו אושרה כדין? לטעמי, יש להישמר מפני קביעות גורפות שאינן לוקחות בחשבון תרחישים חריגים שלא שיערנום. אבן הבוחן היא השאלה אם עמידה בדרישות הפרוצדוראליות אכן מילאה את ייעודה בכך שהביאה לניטרולו של ניגוד העניינים הרלוונטי, שבתורה עשויה להשליך על השאלה אם העסקה היא לטובת החברה. בהקשר זה, הנטל הרוכז על מי שמבקש לתקוף עסקה שאושרה כדין, בטענה כי התקבלה מתוך ניגוד עניינים ואינה לטובת החברה – הוא נטל כבד ביותר. יש להניח כי התערבות של בתי המשפט בנסיבות מעין אלו, ככל שאמנם תידרש, תיעשה במשורה, ומכל מקום, על בתי המשפט לנקוט זהירות יתרה בטרם יפנו לבחון את העסקה לגופה (ראו גם דברי השופטת קרת מאיר בעניין מכתשים אגן בפס' 4ב, כי "על בית משפט לנקוט בביקורת שיפוטית מרוסנת ומאוזנת, כך שלא יווצר מצב בו יידרש בית המשפט לבחינה גורפת של תנאי עסקאות עם בעלי עניין, אשר התקבלו על ידי האורגנים המוסמכים של החברה בהליכים הקבועים בחוק החברות"; ראו גם אצל חמדני וחנס, הסבורים כי על בית המשפט לשמור לעצמו את היכולת להתערב בעסקה שעמדה בדרישות הפרוצדוראליות הקבועות כדין, וזאת במיוחד כאשר מדובר בעסקה בעלת "סימנים מחשידיים" (שם, עמ' 103)). קיצורו של דבר, שהסמכות נתונה, אך הנטל המוטל על המבקש לשכנע את בית המשפט להפעילה – נטל כבד הוא, ויש להניח כי אם יורם, יהא זה במקרים חריגים.

87. כפי שהוזכר לעיל, אחד החששות שהוזכרו בספרות בנוגע לייבוא כלל ההגינות המלאה, הוא כי הדבר יוביל למתן הכשר לעסקאות שנעשו תוך ניגוד עניינים, בניגוד לדיני האמונאות בישראל (ראו אצל ליכט – שם הוורד, עמ' 534). דומה כי ביקורת זו נובעת בעיקרה מן החשש, שמא בית המשפט יפנה אל מבחן ההגינות המלאה לצורך הכשרת עסקאות עם בעלי עניין שלא עמדו בדרישות הפרוצדוראליות לפי החוק. דהיינו, עסקאות שלא קיבלו את האישור המשולש או שנפל פגם מהותי בהליך אישורן

(שהרי לגישתו של ליכט, אם העסקה אושרה כדין, ממילא אין כל צורך שבית המשפט יבחן אותה לגופה – שם, עמ' 535).

איני סבור כי יש בחשש זה ממש בהקשר של אישור עסקאות עם בעלי עניין. [סעיף 280\(א\) לחוק החברות](#) קובע כי עסקה עם נושא משרה או עם בעל שליטה, שלא קיבלה את האישורים הנדרשים לפי החוק או שנפל "פגם מהותי" בהליך אישורה – היא חסרת תוקף כלפי החברה ובעל העניין (ואף כלפי צד ג', בתנאים המנויים [בסעיף 280\(ב\)](#) לחוק). ממילא, קשה להלום שבתי המשפט יאפשרו למנהלי החברה לבצע "מעקף" ללשון החוק ולהתגבר על הצורך בקבלת האישורים הנדרשים, מתוך הנחה שעסקה שנגועה בעניין אישי תוכשר אך מפאת היותה "הוגנת" (וראו הערתי בעניין אנטורג בפס' 31 בנוגע [לסעיף 280 לחוק](#); וכן בעניין אפריקה ישראל, פס' 25). נזכיר, כי כלל ההגינות המלאה בדלאוור הוא יציר הפסיקה, והוא נוצר על רקע העדרו של מנגנון אישור עסקאות עם בעלי עניין הקבוע בחוק. לא זה המצב בישראל, בו החוק מתווה מנגנון אישור מנדטורי. לכן, העובדה שהפסיקה בדלאוור מצאה להכשיר עסקאות עם בעלי עניין באמצעות מבחן ההגינות המלאה, אין פירושה כי הדין בישראל מאפשר לעשות כן בנסיבות בהן התנאים הנדרשים לפי החוק לא מולאו (אך השוו [לע"א 10568/02 בנק לאומי ישראל בע"מ נ' מפרק החברה ברג יעקב ובניו \(רהיטים\) בע"מ בפירוק, פ"ד נח\(5\) 673 \(2004\)](#), באשר לאפשרות להכשיר פעולה או עסקה עם בעל עניין באמצעות קבלת הסכמת כלל בעלי המניות; וראו גם החלטת הנשיאה ביניש בבקשה לדיון נוסף [\(דנ"א 5286/04 עו"ד שחר הררי נ' בנק לאומי לישראל בע"מ, \[פורסם בנבו\] פס' 4 והאסמכתאות שם \(24.1.2006\)](#); וכן הערת השופט (כתוארו אז) גרוניס [בע"א 4845/04 קליין נ' בלט, \[פורסם בנבו\] פס' 12 \(14.12.2006\)](#); בנוסף, ראו אצל אגמון-גונן בעמ' 64-65, בנוגע למצבים שבהם עסקה עברה את הליכי האישור, אולם לבסוף לא אושרה באסיפה הכללית בשל התנגדות המיעוט שהיה בעל עניין אישי שלילי. לדבריה, אי התערבות מצד בית המשפט במצבים מעין אלה עלולה להוביל לאישור עסקאות גרועות עם בעל מניות מיעוט שהוא סחטן. מצב זה אינו מתעורר במקרה דנן, וניתן להותיר את הדיון בו לכשיתעורר).

בנוסף, לא למותר להזכיר כי בקשה לאישור תביעה נגזרת, גם כזו המבוססת על הטענה כי עסקה מסוימת לא קיבלה את האישורים הנדרשים, תאושר על ידי בית המשפט רק לאחר שהשתכנע שהתביעה וניהולה הם לטובת החברה ([סעיף 198\(א\) לחוק](#)). בהקשר זה, איני שולל את האפשרות כי תיתכנה נסיבות בהן יידרש בית המשפט, בין יתר שיקוליו, גם להגינות העסקה, על מנת לבחון אם ניהול התביעה הוא

בטובתה של החברה הגם שהעסקה נגועה בניגוד עניינים. דהיינו, מקום בו בית המשפט יתרשם כי מדובר בעסקה הוגנת (כגון, בין היתר בשל תוצאותיה השוויוניות כלפי כל בעלי המניות), עשוי הדבר להוות שיקול רלוונטי בבוא בית המשפט לקבוע אם התביעה וניהולה הם לטובת החברה. בכך עשויה להיווצר זיקה לכלל ההגינות המלאה הנוהג בדיני החברות בארצות הברית. על כל פנים, מדובר במשבצת דיונית שונה, שמערך השיקולים בגדרה אינו בהכרח זהה למערך השיקולים הנלקח בחשבון בשעה שבית המשפט נדרש לשאלה אם עסקה מסוימת היא "לטובת החברה" (כלשון [סעיף 270](#) לחוק) או אם עסקה פלונית חוסה תחת כלל שיקול הדעת העסקי אם לאו (על כך שבגדרו של [סעיף 198\(א\)](#) לחוק נשקלים על ידי בית המשפט שיקולים שונים שגם חורגים מהעסקה גופא, ראו אצל צפורה כהן כרך ג 512-516, 532, המונה בין יתר השיקולים את העלויות הכרוכות בהגשת התביעה; כן ראו אצל בהט כרך ב 763 ה"ש 98א).

לבסוף, שאלה נפרדת היא אם תיתכנה נסיבות בהן החלטה, שאינה עסקה עם בעל עניין, שלגביה נסתר כלל שיקול הדעת העסקי, תעמוד בתוקפה בשל עמידתה בסטנדרט של הגינות מלאה? כשלעצמי, איני סבור כי יש לשלול א-פריורי את האפשרות להחיל כלל זה, אם בנסיבות בהן כלל שיקול הדעת העסקי נסתר, אם במצבים בהם נדרש סטנדרט ביקורת מחמיר יותר מכלל שיקול הדעת העסקי. נקודה זו, באשר למצבים בהם החלת כלל שיקול הדעת העסקי עשויה שלא לספק מענה הולם דיו, מובילה אותנו לתת-הפרק הבא, שעניינו ב"סטנדרט הביניים" של ביקורת שיפוטית על החלטות החברה.

(3) סטנדרט ביניים – "בחינה מוגברת" (Enhanced Scrutiny)

88. בין כלל שיקול הדעת העסקי לכלל ההגינות המלאה ישנו סטנדרט ביניים של ביקורת שיפוטית על החלטות החברה המכונה enhanced scrutiny, ובתרגום חופשי סטנדרט של "בחינה מוגברת". כלל זה נולד בשנות ה-80 בדלאוור כמענה למצבים בהם דירקטוריון החברה פעל לסיכון ניסיון השתלטות עוינת על החברה. במצבים שכאלו, מתעורר החשש שמא חברי הדירקטוריון, החוששים כי בעל השליטה החדש יביא להחלפת הנהלת החברה ולפיטוריהם, יפעלו לסיכון ניסיון ההשתלטות, הגם שאין הדבר בהכרח בטובתה של החברה. חשש "מובנה" זה, שמא הדירקטורים ישקלו את טובתם האישית ולא את טובת החברה, הצריך את בתי המשפט לנקוט סטנדרט ביקורת מחמיר מכלל שיקול הדעת העסקי בבואו לבחון את החלטותיהם. בד בבד,

נקבע כי בנסיבות אלו אין מקום להחיל את כלל ההגינות המלאה, שכן אין מדובר במצב בו נושאי המשרה מבקשים להסיט את משאבי החברה אל כיסם הפרטי. על רקע זה התפתח סטנדרט הביניים האמור, על פיו נדרשים הדירקטורים להראות כי היה להם בסיס סביר להאמין שקיים סיכון לחברה, וכי "אמצעי ההגנה" שנקטו היו ביחס סביר לאיום המדובר (ראו: *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985) (להלן: עניין Unocal); *White-Smith*, 1183 עמ' 1183; חנט – ביקורת שיפוטית, עמ' 148-149 והאסמכתאות שם).

בקווים כלליים, ניתן לומר כי סטנדרט הביניים נועד להתמודד עם נסיבות בהן ההקשר של קבלת ההחלטה עלול לחתור תחת שיקול דעתם הנקי של נושאי המשרה, אפילו אם הם עצמאיים ונטולי עניין אישי. נסיבות, שבהן החלת כלל שיקול הדעת העסקי, עלולה "לפספס" הפרת חובות אמונים מצד נושאי המשרה, נוכח קיומו של ניגוד עניינים פוטנציאלי הנובע מהדינמיקה של קבלת ההחלטה. במילותיו של בית המשפט בדלאוור בעניין *Gavin*, סטנדרט הבחינה המוגברת חל במצבים בהם נאמני החברה:

"...faced potential conflicts of interest because of the decisional dynamics present in a particular recurring and recognizable situation" (עמ' 19).

(וראו גם אצל *White-Smith* בעמ' 1182, המצטט מפסק דינו של בית המשפט בדלאוור בעניין *Reis v Hazelett Strip-Casting Corp.*, 28 A3d 442, 457 (Del Ch 2011).

הייחודיות של סטנדרט הביניים מתבטאת בשני היבטים: ראשית, הנטל הראשוני מוטל על הדירקטורים להראות כי החלטתם היתה סבירה, זאת בניגוד לכלל שיקול הדעת העסקי שהנטל לסתור אותו מוטל על התובע; שנית, בבואו לקבוע אם החלטתם של נושאי המשרה היא "סבירה" (reasonable), ספקטרום ההתערבות של בית המשפט הוא רחב יותר לעומת נכונותו להתערב כאשר חל כלל שיקול הדעת העסקי (שאז מוגבלת ההתערבות למקרים חריגים, כגון החלטה נטולת רציונאל כלכלי או כזו הנכנסת תחת "דוקטרינת הבזבז" (*White-Smith*, עמ' 1185)). עם זאת, יודגש כי הנטל על הדירקטורים הוא להראות כי החלטתם נופלת "במתחם הסבירות", ובמובן זה, סטנדרט הביניים ממוקם קרוב יותר לכלל שיקול הדעת העסקי מאשר לכלל ההגינות המלאה.

89. עיון בפסיקה בישראל מלמד כי לאחרונה עמדו בתי המשפט על קיומו של סטנדרט ביניים של ביקורת שיפוטית, ואף נראו ניצנים ליישומו, הגם שבהקשרים שונים מההקשר המקורי שהוביל להתפתחותו בדלאוור. אסקור להלן את הפסיקה שהחילה או הזכירה סטנדרט ביניים זה.

ברע"א 1896/12 מטרת מיזוג חברות בע"מ נ' אולטרה שייפ מדיקל [פורסם בנבו] (5.4.2012) (להלן: עניין מטרת מיזוג), הזכיר השופט הנדל באמרת אגב, כי קיים בדלאוור סטנדרט של "שיקול דעת עסקי מוגבר" (ההדגשה במקור – י"ע), בנסיבות בהן הדירקטוריון התערב במנגנון ההצבעה ומנע מהאסיפה הכללית לממש את זכות ההצבעה שלה. באותו מקרה היה מדובר בנסיבות ייחודיות, בהן הופעל בעבר בדלאוור מבחן נוקשה יותר, בגדרו נדרש הדירקטוריון להצביע על "צידוק משכנע" (Justification Compelling) למעשיו (שם, פס' 7 והאסמכתאות שם; יוער כי החלטה זו של השופט הנדל ניתנה בערעור על החלטת ביניים שנסבה על בקשה לסעד זמני והדברים הוזכרו בהמשך על ידי בית המשפט המחוזי (השופט כבוב) בפסק הדין שניתן באותה פרשה (ת.א. כלכלית) 48851-02-12 מטרת מיזוג חברות בע"מ נ' אולטרה שייפ מדיקל בע"מ, [פורסם בנבו] פס' 226 (16.7.2012)).

בעניין רוזנפלד, בפרשה שנסיבותיה דומות לפרשה דנן, ציין השופט כבוב כי "כלל שיקול הדעת העסקי אינו חזות הכל", וכי "יתכנו מקרים שבהם יוכח כי הדירקטורים קיבלו החלטה מדעת על בסיס מידע מלא, ועדיין בית המשפט ימצא שאין להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי אלא כלל אחר ומחמיר יותר" (שם, פס' 141. עם זאת, אציין כי השופט כבוב הפנה בעניין זה לדברי השופטת קרת-מאיר בעניין מכתשים אגן, שכזכור התייחסה דווקא למבחן ההגינות המלאה; ראו גם ליכט – שם הוורד, עמ' 531 בטקסט הצמוד לה"ש 212).

90. פסק הדין בעניין גולדשטיין, שנזכר לעיל, עסק בתובענה ייצוגית שנסבה על הכנסת החברה לרשימת השימור של הבורסה לניירות ערך. באותו מקרה דנה השופטת רונן בשאלה מהו סטנדרט הביקורת מקום בו נקבע כי אין להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי, והביעה דעתה כי לא כל אימת שנטל ההוכחה עובר לנתבעים, יופעל בהכרח אותו סטנדרט ביקורת. בהקשר זה הבחינה השופטת רונן בין סטנדרט של "בדיקה זהירה", "כלל ההגינות המלאה" ואם הפעולה דרושה "לטובת החברה", וקבעה כי יש לבחון כל מקרה בהתאם למכלול נסיבותיו, וכן אם הפעולה משפיעה באופן שווה על

בעלי המניות הרוב ובעלי מניות המיעוט. באשר להעברת המניות לרשימת השימור, הובהר כי זו עשויה להיות בעלת השפעה לא אחידה על בעלי המניות, וזאת משני טעמים: ראשית, הפגיעה בבעל השליטה קטנה יותר, מכיוון שבניגוד לבעלי מניות המיעוט, הוא עדיין יכול לבצע עסקה מחוץ לבורסה למכירת החזקותיו; שנית, העברת המניות לרשימת השימור עשויה אף להועיל לבעל השליטה, שאם הוא מעוניין לבצע הצעת רכש ולהפוך את החברה לפרטית, האינטרס שלו הוא להפחית ככל שניתן את מחיר המניות, באופן הפוגע בבעלי מניות המיעוט ובד בבד מועיל לו (שס, פס' 72, 75). בנסיבות אלה, כך נקבע, אין מקום להפעיל את כלל שיקול הדעת העסקי, ויש להחיל על הנתבעים סטנדרט "מחמיר יותר מסטנדרט רגיל של סבירות" (שס, פס' 76; עניין גולדשטיין – פסק הדין, פס' 93). עוד ציינה השופטת רונן, כי "לו היה מדובר במקרה של ניגוד עניינים ישיר שהוא אינהרנטי לשליטתם של בעלי מניות הרוב בחברה, נראה כי המשיבים היו צריכים להוכיח 'הגינות מלאה' (ר' פס"ד אלסינט). אולם, כאשר מדובר בניגוד עניינים שאינו ישיר, ושנובע ממערך שונה של אינטרסים בין בעלי מניות הרוב לבין בעלי מניות המיעוט – יתכן כי די בכך שיוטל על הרוב נטל מחמיר פחות" (עניין גולדשטיין – החלטת האישור, פס' 79 (ההדגשה הוספה – י"ע); וראו גם אזכור הדברים על ידי השופטת רונן בעניין יוויז'ן, פס' 45).

91. בפרשה שלפנינו, בית משפט קמא נדרש לשאלה אם יש להחיל ביקורת שיפוטית מחמירה מכלל שיקול הדעת העסקי, על רקע נסיבות של רכישה ממונפת. בית המשפט השיב על שאלה זו בחיוב, בקבעו כי במקרים בהם "צרכי הנזילות של בעל השליטה הממונף, כמו גם מידת השפעתו על תהליכי קבלת ההחלטות בחברה, מעוררים את החשש כי קיים לו ענין אישי בשינוי מבנה ההון של החברה – מן הראוי שבית המשפט יחיל ביקורת שיפוטית 'מוגברת' ויבחן את ההחלטות נושאי המשרה מעבר לחזקת 'שיקול הדעת העסקי' בלבד" (פס' 92 לפסק דינו).

בית המשפט התווה אפוא מבחן חדש, אותו כינה מבחן "שיקול הדעת העסקי המוגבר". בהיקש מהוראת [סעיף 255](#) לחוק, שעניינה הכשרת פעולה שנעשתה תוך הפרת חובת אמונים, בית המשפט מנה מספר עקרונות מנחים לאורם תיבחן האפשרות להחיל ביקורת שיפוטית על החלטת נושא משרה מהסוג שנדון במקרה דנן: (1) עקרון תום הלב – מה מידת תום לבו של נושא המשרה בקבלו את ההחלטה; (2) עקרון טובת החברה – על ההחלטה לא לעמוד בניגוד לטובת החברה ובניגוד לטובת רוב בעלי מניותיה; (3) עקרון הגילוי – יש לפרוש בפני מקבלי ההחלטות את מלוא המידע הרלוונטי לרבות בנוגע לצורכי הנזילות של בעל השליטה, ככל שהדבר ניתן, ובמקרים

המתאימים גם בפני בעלי המניות (נזכיר כי על פי תקנון בזק, ההחלטה הסופית על חלוקת דיבידנדים מאושרת על ידי האסיפה הכללית). בהקשר זה הבהיר בית משפט קמא כי אין באמור כדי ליצור חובת גילוי חדשה; (4) ייחוס משקל לשאלת תמיכתם של בעלי מניות המיעוט בהחלטה, באשר תמיכה שכזו מפחיתה במידה ניכרת את החשש מפני ניגוד עניינים; (5) ומצבה הפיננסי של החברה – ככל שהחברה איתנה יותר, לנושאי המשרה מתחם שיקול דעת רחב יותר, ולהיפך.

אל סטנדרט הביקורת הראוי במקרה דנן, נשוב כמובן בהמשך דברינו, אך לפני כן, אמשיך בסקירת הפסיקה שעניינה ב"סטנדרט הביניים".

92. בפסק דינה בעניין אשש, התייחסה השופטת רונן לסטנדרט הביקורת שיש להפעיל על החלטת הדירקטורים החיצוניים לאשר עסקה שקיבלה את האישור המשולש. נקבע כי משעה שלא נטען כנגד הדח"צים כי הם בעלי עניין אישי, אין מקום להפעיל את הסטנדרט המחמיר של כלל ההגינות המלאה, וניתן להסתפק ב"סטנדרט של סבירות", ולכן, ככלל יש להימנע מהתערבות בשיקול דעתם. עם זאת, העירה השופטת רונן כי "אין מדובר בהכרח בסטנדרט המקל מאוד של כלל שיקול הדעת העסקי", והעלתה את האפשרות, מבלי להכריע בדבר, כי "כאשר מדובר בדירקטורים חיצוניים שפעלו בתום לב ואישור עסקה בה לבעל-השליטה יש עניין אישי, יש מקום להחיל סטנדרט מחמיר מעט יותר מזה של שיקול הדעת העסקי. זאת משום שתפקידם של דירקטורים חיצוניים באישור עסקת בעלי-עניין הוא תפקיד משמעותי, וייתכן שיש לדרוש מהם דרישות מחמירות מעט יותר מאשר הדרישות הנדרשות מדירקטורים המאשרים עסקה שאיננה עסקת בעלי-עניין" (שס, פס' 156-157, ההדגשות הוספו – י"ע). לפנינו צעד נוסף של בית המשפט המחוזי לעבר אימוצו של סטנדרט ביניים, שעניינו ביקורת שיפוטית מחמירה יותר מכלל שיקול הדעת העסקי, אך חמורה פחות מכלל ההגינות המלאה.

93. התפתחות זו בפסיקה לא נעלמה מעיניהם של מלומדי משפט. לגישתו של חנס, המהלך של בית המשפט המחוזי בעניין גולדשטיין נובע מחשש דומה לזה שהוביל לפיתוחו של סטנדרט הביניים בארצות הברית – החשש לקיומם של שיקולים חיצוניים המעיבים על התנהלות הדירקטוריון, אך כזה שאינו מצדיק את החלת כלל ההגינות המלאה, שעלול להכביד הכבדה יתרה על התנהלות הדירקטוריון (חנס – ביקורת שיפוטית, עמ' 153). לעניין רונפלד, הדומה בנסיבותיו לענייננו, סבור חנס כי צרכי נזילות של בעל השליטה אינם מצדיקים את החלתו של כלל ההגינות המלאה (בהפנותו

להלכה הוותיקה שנפסקה בעניין *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971). זאת, לנוכח התועלת הצומחת לכלל בעלי המניות מחלוקת דיבידנד, ומהחשש לאפקט שיצנן את המוטיבציה של הדירקטוריון ובעל השליטה לחלק דיבידנד או לבצע רכישה ממונפת מלכתחילה (שם בעמ' 155). חנס מצביע על כך שבנסיבות של חלוקת דיבידנד שוויונית בין בעלי המניות, ניגוד העניינים חלש מזה ששרר בעניין גולדשטיין, שם בעל השליטה עשוי היה להפיק מן המהלך תועלת מרובה לעומת בעלי מניות המיעוט, כך שהמסקנה כי אין להחיל את כלל ההגינות המלאה בנסיבות של חלוקת דיבידנד היא בבחינת קל וחומר. לדעתו של חנס, סטנדרט הביקורת שנקט בית המשפט בעניין רוזנפלד, של התמקדות בהליך קבלת ההחלטות מתוך תשומת לב רבה ומודעות ללחץ שבו היה נתון בעל השליטה, הוא אכן סטנדרט של "ביקורת מוגברת", שהיה מוצדק בנסיבות העניין (שם, עמ' 157-158).

מנגד, ליכט מותח ביקורת חריפה על המגמה לאמץ סטנדרט ביניים, ביקורת הדומה לזו שהשמיע באשר לנכונות המסתמנת בפסיקה לאמץ את כלל ההגינות המלאה. לדבריו, ככל שיש צידוק כלשהו לאמץ דוקטרינה זו, הוא תופס רק בנסיבות הייחודיות של הצעת רכש עוינת. לטענתו, מדובר בדוקטרינה המאפשרת הכשרתן של החלטות שהתקבלו בניגוד עניינים, וככזו היא מנוגדת לדין בישראל. ניתן לומר כי גישתו של ליכט היא בינארית ולפיה בית המשפט אינו אמור להתערב בתוכן ההחלטות: אם ההחלטה אינה נגועה בניגוד עניינים – די בכלל שיקול הדעת העסקי, ואם היא נגועה בניגוד עניינים – יש לפעול על פי המסלול של אישור מראש הקבוע [בחוק החברות](#). נאמן לגישתו זו הוא מתייחס לפסק דינו של בית משפט קמא בענייננו: "ככל שפעולות החברה שם לא היו נגועות בחשש לניגוד עניינים, ממילא לא היה מקום להתערבות שיפוטית כלשהי מעבר לבחינה אם התקיימו יתר היסודות של כלל שיקול הדעת העסקי; ומשנמצא כי התעורר חשש לניגוד עניינים, שומה היה על החברה לפנות למסלולים הקבועים [בחוק החברות](#) לאישור עסקות נגועות על בסיס גילוי מלא אף זאת בלא התערבות של בית המשפט בתוכן ההחלטות" (ליכט – שם הוורד, עמ' 535).

94. הנה כי כן, דומה כי סטנדרט הביניים, שהורתו בדיני החברות בדלאוור בנסיבות של סיכול השתלטות עוינת על ידי הדירקטוריון, חלחל למשפט הישראלי והוחל על מצבים נוספים, לגביהם בתי המשפט סברו כי כלל שיקול הדעת העסקי לא מספק מענה הולם דיו. מסקירת סטנדרט הביניים בפסקי הדין השונים, ניתן להיווכח כי הוא לבש צורות שונות ומוקם בנקודות שונות על פני הספקטרום שבין כלל שיקול הדעת העסקי לכלל ההגינות המלאה: החל מתיאורו ככלל של "סבירות" שהוא "מתמיר מעט יותר

מזה של שיקול הדעת העסקי"; דרך המבחן שהתווה בית משפט קמא בענייננו של "כלל שיקול דעת עסקי מוגבר"; וכלה בתיאורו כ"נטל מחמיר פחות" מכלל ההגיונות המלאה. סטנדרט הביניים זכה כאמור גם להתייחסות מלומדים, אם בנימה תומכת (חנס) ואם בנימה ביקורתית כלפי החלתו (ליכט).

95. אף אני סבור כי יש טעם בהתפתחותו של סטנדרט ביניים, הדומה לזה שפותח בארצות הברית בנסיבות של ניסיון השתלטות עוינת, ואיני רואה מניעה להחילו במצבים בהם עלול להיווצר "כשל" כתוצאה מהחלת כלל שיקול הדעת העסקי. ודוק: סטנדרט הביניים לא נועד להכשיר החלטות ועסקאות עם בעלי עניין שלא צלחו את מנגנוני האישור הנדרשים על פי חוק (כפי שעולה מביקורתו של ליכט – שם הוודד). מטרתו היא לתת בידי בית המשפט כלים להפעיל ביקורת שיפוטית מוקפדת יותר, במצבים בהם הסתפקות בהחלת כלל שיקול הדעת העסקי עלולה "לפספס" הפרות של חובות אמון, וכאשר נדרש מענה ממצה יותר נוכח קיומו של מתח פוטנציאלי בין טובת החברה לבין טובת נושאי המשרה או בעל השליטה.

באספקלריה זו, אין הכרח לקבוע כי סטנדרט הביניים יהיה זהה בכל מקרה ובכל מצב, ומכאן האופן השונה בו התייחסו בתי המשפט לסטנדרט זה ויישמו אותו, שהרי פסקי הדין שהוזכרו עסקו בקשיים המתעוררים במצבים עובדתיים שונים. לא ה"כשל" הפוטנציאלי בנסיבות של העברת חברה לרשימת השימור של הבורסה כפי שאירע בעניין גולדשטיין, כמתח הפוטנציאלי בין טובתו של בעל שליטה לטובתה של החברה ובעלי מניותיה בנסיבות של רכישה ממונפת כמו בעניין רוזנפלד ובערעורים שלפנינו. ממילא, גם טיבו של סטנדרט הביניים לא יהיה בהכרח זהה. עשויים להיות מקרים בהם כוח הכבידה של כלל שיקול הדעת העסקי ימשוך את סטנדרט הביניים לכיוונו, וייתכנו מקרים הפוכים בהם המוטטלת תתקרב לסטנדרט מחמיר יותר כמו כלל ההגיונות המלאה. מטבע הדברים, תוכנו של הסטנדרט והשאלות העובדתיות הטעונות בירור במסגרתו, עלולים להשתנות בהתאם ל"כשל" הפוטנציאלי העלול להתעורר. הוא הדין לגבי השאלה על מי מוטל הנטל הראשוני ומהו האלמנט הטעון הוכחה בגדרו. חשיבותו של סטנדרט הביניים טמונה אפוא בגמישותו. הוא מאפשר לבית המשפט לנקוט ביקורת מחמירה יותר מזו המופעלת מתוקף כלל שיקול הדעת העסקי, ובמידת הצורך מאפשרת לבית המשפט להעמיק חקר בנקודות התורפה המתעוררות בהקשר הרלוונטי. מובן כי אין ביישומו של כלל זה כדי לקבל בהכרח את התביעה או את הבקשה לאישורה (ראו והשוו לדברי השופטת רונן בעניין גולדשטיין – החלטת האישור, פס' 80). סטנדרט הביניים – enhanced scrutiny – כשמו כן הוא. מכוחו בית המשפט

מפעיל "בחינה מוגברת" מזו המוחלת מכוח כלל שיקול הדעת העסקי, כל מקרה בהתאם לנסיבותיו ולכשלים הפוטנציאליים העלולים להתקיים בו, שבגינם ייתכן כי כלל שיקול הדעת העסקי אינו מספק מענה הולם דיו.

במקרה שלפנינו, לנוכח המתח הפוטנציאלי בין טובתו של בעל השליטה לטובתה של החברה, המתעורר במצבים של שינוי מבנה ההון של החברה אגב רכישה ממונפת, עשויה להיות הצדקה להפעיל, בהקשרים מסוימים, ביקורת שיפוטית מוקפדת יותר, חלף הסתפקות בכלל שיקול הדעת העסקי. על כך אעמוד בהמשך. אך תחילה, שתי הערות נוספות.

העברת נטל ההוכחה

96. עמדנו על כך שעקרונותיו של כלל שיקול הדעת העסקי חלחלו למשפט הישראלי, וכי הכלל יוצר לטובת הנתבע חזקה הניתנת לסתירה. תובע הטוען כי נושאי המשרה הפרו את חובת הזהירות המוטלת עליהם, נושא בנטל הראשוני לסתור את "חזקת התקינות" המוקנית להם מתוקף כלל שיקול הדעת העסקי: עליו להראות כי ההחלטה התקבלה בחוסר תום לב סובייקטיבי, מתוך ניגוד עניינים, או שהחלטה שהתקבלה הייתה בלתי "מיודעת". ככל שלא יעלה בידי התובע לעשות כן, יוסיפו נושאי המשרה ליהנות מהחזקה כי ההחלטה שקיבלו היתה סבירה, והתביעה נגדם "תיחסם" (ראו פס' 75 לעיל).

שאלה נפרדת היא מה נפקות סתירת "חזקת התקינות" הקמה מכוחו של כלל שיקול הדעת העסקי. נזכיר, כי לפי הדין בדלאוור, מקום בו עלה בידי התובע לסתור את אחד משלושת יסודות כלל שיקול הדעת העסקי, יעבור הנטל לנתבעים להראות כי מתקיים "כלל ההגינות המלאה". ואולם, עמדנו לעיל על פערים בין הדין בדלאוור לדין בישראל, ובפרט על הקושי באימוץ כלל ההגינות המלאה בהקשר של עסקאות עם בעלי עניין. השאלה חוזרת אפוא למקומה. מה הדין כאשר עלה בידי התובע לסתור את כלל שיקול הדעת העסקי?

97. כשלעצמי, הייתי נזהר מקביעה כי כל אימת שנסתר כלל שיקול הדעת העסקי, גורר הדבר תוצאה אחת שאין בלתה. דומה כי יש מקום להבחין בין טעמים שונים בגינם נסתר כלל שיקול הדעת העסקי, ולא דינה של החלטה שהתקבלה באופן "בלתי מיודע", כדינה של החלטה שהתקבלה תוך "עניין אישי". בעוד הראשונה היא החלטה

שבתהליך קבלתה נפל פגם הקרוב מבחינה מושגית לעולם הרשלנות, השניה היא החלטה שנתקבלה תחת צלה הכבד של הפרת חובת אמון, באופן ההופך אותה ל"חשודה" מבחינת תוכנה. להבחנה מעין זו ראו דברי השופטת רונן בעניין פיננסיטק (פס' 58-60), שם נאמר כי מקום בו נסתר כלל שיקול הדעת העסקי מחמת היות ההחלטה בלתי מיודעת, הנטל על הנתבעים הוא להוכיח כי ההחלטה שקיבלו היתה סבירה (להבדיל מהסטנדרט המחמיר של הגינות מלאה), ושאלת הסבירות תיבחן בהתאם לנסיבות ולמידע שהיה יכול להיות בפני הדירקטורים במועד קבלת ההחלטה (ראו גם אצל רונן ואשכול, פרק ו(2) למאמר).

ייתכנו גם מצבים שונים של ניגודי עניינים, יש ניגוד עניינים חריף או "ישיר" (עניין גולדשטיין – החלטת האישור, פס' 79), ויש ניגוד עניינים חמור פחות וסטנדרט הביקורת ונטל ההוכחה יכול להשתנות בהתאם (אך ראו הביקורת אצל ליכט – שם הוורד שהזכרנו לעיל). זאת, על דרך ההיקש מפירוש המונח "עניין אישי". כפי שכבר הזכרנו (ראו בפס' 32, 34 לעיל), לא כל "זיקה עודפת" עולה כדי "עניין אישי", אלא רק "זיקה עודפת מהותית". ללמדך, שקיימות רמות שונות של "זיקה עודפת", ותיתכנה נסיבות בהן "עניינו" של "בעל עניין" לא יהא כה מהותי ולא יעלה כדי "עניין אישי". בהשלכה לענייננו, ישנן דרגות שונות של "ניגוד עניינים", כך שיש להותיר בצריך עיון את האפשרות שכל ניגוד עניינים משמעו בהכרח הפרת חובת אמונים השוללת את תוקפה של ההחלטה הנתקפת.

שאלה נוספת המתעוררת בהקשר של העברת נטל ההוכחה, היא אם ניתן לסתור את כלל שיקול הדעת העסקי בדרכים נוספות, מלבד אלו המוכרות לפי הדין בדלאור (חוסר תום לב, ניגוד עניינים, החלטה לא מיודעת). טול דוגמה בה עולה בידי התובע להראות כי אחד מבין מקבלי ההחלטות לא הפעיל שיקול דעת עצמאי (באופן המהווה הפרת אמונים לפי [סעיף 106\(א\)](#) לחוק). האם יש בכך כדי לסתור את "חזקת התקינות" המוקנית מכוח כלל שיקול הדעת העסקי? ואם כן, מהו הנטל העובר לכתפי הצד שכנגד? האם די בכך שיוכיח כי ההחלטה העסקית סבירה? ניתן להעלות על הדעת מצבים בהם אי הפעלת שיקול דעת עצמאי תהיה קרובה יותר במהותה להתרשלות מאשר להפרת חובת אמון, ולהיפך. לא דירקטור שסמך על כושר שיפוטו ומומחיותו של עמיתו והצביע כמותו באופן חד פעמי, כדירקטור שערך הסכם הצבעה גורף והתפרק לחלוטין מחובתו להפעיל שיקול דעת עצמאי. האם יש להשקיף על התנהלותם של השניים באופן זהה?

דומה אפוא, כי יש לבחון בכל מקרה את האופן בו נסתר כלל שיקול הדעת העסקי. האם הוא נסתר בשל הפרה מובהקת של חובת אמונים (כגון בשל קיומו של "עניין אישי)? או שמא מדובר בהתנהלות הקרובה מבחינה מושגית להפרת חובת הזהירות, שאז ייתכן כי ניתן להסתפק בהעברת הנטל לכתפי הנתבעים להוכיח את סבירות ההחלטה?

ניתן לשער כי שאלות אלה תזכינה בעתיד למענה של הפסיקה ממקרה למקרה על פי נסיבותיו, ועל כן נותר את הדברים בשלב זה בצריך עיון.

98. השאלות והסוגיות לעיל מתכתבות עם הפסיקה שהכירה בכך שקו הגבול בין הפרה של חובת הזהירות להפרה של חובת אמונים עשוי להיות דק, וכי השתיים אף עשויות לחפוף ביניהן (ראו דברי השופט גרוסקופף בעניין אוסטרובסקי, פס' 50 סיפא. עוד לדעה כי חל בפסיקה טשטוש בין חובת הזהירות לחובת האמונים וכי קיימת נטיה בפסיקה לכרוך בין השתיים, ראו אצל דנציגר ורחום טוויג, עמ' 41-43; לדעה לפיה [חוק החברות](#) תורם לטשטוש ההבחנה בין סטנדרט האחריות המחמיר החל מכוח חובת האמונים (הנאמנות) לבין סטנדרט האחריות המקל אשר חל בעבר מכוחה של חובת הזהירות, ראו גם אצל חביב-סגל כרך א 511).

טשטוש ההבחנה בין חובת הזהירות לחובת האמונים מביא אותנו לנושא הבא.

בין כלל שיקול הדעת העסקי לחובת הזהירות

99. לנוכח היקלטותו של כלל שיקול הדעת במשפט הישראלי, הושמעה הדעה כי יש מקום לבטל את חובת הזהירות המוטלת על נושאי משרה (ראו אצל דנציגר ורחום-טוויג). יודגש כי דנציגר ורחום-טוויג אינם קוראים לצמצום הביקורת השיפוטית על פעולותיהם של דירקטורים, אלא סבורים כי ניתן לקיים פיקוח ראוי באמצעות כלים אחרים, ובפרט באמצעות הכללים הנוגעים להפרת חובת האמונים ועושק המיעוט, העדיפים לשיטתם על פני מונחי שסתום כגון "סבירות" הלקוחים מעולמה של חובת הזהירות. זאת, על רקע טענתם שהזכרה לעיל בדבר טשטוש שחל בפסיקה בין חובת הזהירות לחובת האמונים ועל נטיה לכרוך בין השתיים (לקריאה נוספת לשיקול מחדש את קיומה העצמאי של חובת הזהירות של דירקטורים, ראו גם אצל בהט כרך ב 467).

100. כשלעצמי, איני סבור כי נס ליחה של חובת הזהירות המוטלת על נושאי משרה. במישור העקרוני-נזיקי, קיימת חובה כללית שלא להתרשל, קרי, שלא להתנהג בצורה עוולתית על ידי יצירת סיכון כלפי הזולת. במסגרת זו יש לבחון אם ההתנהגות היא ראויה, ולגבי החובה המשפטית שלא לנהוג בהתרשלות, יש לבחון האם הטלת האחריות היא רצויה (השוו [ע"א 4486/11](#) פלוני נ' פלוני, [פורסם בנבו] פס' 15-16 (15.7.2013)). האם מותר הדירקטור ונושא המשרה מכל אדם אחר? איני סבור כך. כוחה של חובת הזהירות טמון בסטנדרט האובייקטיבי שהיא מציבה לנושאי המשרה, וניתן להניח כי החלתה תרמה רבות לעיצוב הנורמות השוררות כיום ולהרתעת נושאי משרה מפני ביצוע לקוי של תפקידם (לדעה כי יש להותיר את חובת הזהירות על כנה ולהחילה "במקרים קיצוניים", ראו אוריאל פרוקצ'יה "חובת זהירות של דירקטורים ונושאי משרה: מבט פסיכולוגי וכלכלי" ספר יוסף גרוס 91 (א' ברק, י' זמיר וד' ליבאי עורכים, 2015)).

שנית, במישור המעשי, ייתכנו מקרים בהם יחטא נושא משרה בהפרת חובת הזהירות המוטלת עליו, מבלי שחטא בהפרת חובת אמונים, ופסיקת העבר הרחוק והעבר הקרוב תוכיח (ראו למשל, עניין בוכבינדד; עניין כפר תקווה שניתן זה לא מכבר; פסק דינה של השופטת רונן בת.א. [\(מחוזי ת"א\) 2193/06](#) מתוק אפרים ובניו בע"מ נ' אביבי [פורסם בנבו] (2.4.2013)). הותרתה של חובת הזהירות על כנה מאפשרת להתמודד עם מצבים מסוג זה, ומותרת בידי החברה את האפשרות להיפרע מנושא המשרה מקום בו התרשלותו גרמה לה נזק. מקום בו נסתר כלל שיקול הדעת העסקי, תיבחן חובת הזהירות לגופה. הדוגמה הקלאסית לכך היא כאשר נושא המשרה נמנע מלפעול באופן אקטיבי לקבל מידע בטרם קבלת ההחלטה, באופן שהפך את ההחלטה לכזו שלא היתה "מיודעת" (informed decision). לגישת השופטת רונן בעניין פיננסיטק, משלא נתמלא הנאי זה, נשלל תוקפו של כלל שיקול הדעת העסקי, ומתעורר הצורך להידרש לשאלה אם אכן מדובר בהחלטה סבירה או אם מדובר בהחלטה רשלנית, על יסודותיה של עוולה זו.

קיצורו של דבר, שאיני סבור כי יש בקליטתו של כלל שיקול הדעת העסקי כדי לאיין את הרלוונטיות של חובת הזהירות. גם אם נניח כי לאור ההסדר המאפשר לחברה לפטור, לבטח ולשפות נושאי משרה בנסיבות של הפרת חובת זהירות ([סעיף 258](#) לחוק), כמות המקרים שיגיעו לפתחם של בתי המשפט המבוססים אך ורק על עילה זו – תפחת (בעניין כפר תקווה, אילולא הביטוח הניזוקים לא יכולים היו להיפרע את נזקם). על כל פנים, ביטולה של חובת הזהירות הוא עניין למחוקק לענות בו, וכל עוד היא

ניצבת על מכוונה – כוחה עמה, ועל בתי המשפט המלאכה להחילה במקרים המתאימים (עוד על ההצדקות לקיומה של חובת הזהירות, ראו אצל רונן ואשכול בפרק ה.1. למאמר).

סיכום ביניים

101. עמדנו לעיל על שלושה סטנדרטים של ביקורת שיפוטית שהותוו בדיני החברות בדלאוור, המופעלים על החלטות עסקיות המתקבלות בחברה: כלל שיקול הדעת העסקי, כלל ההגינות המלאה, וסטנדרט הביניים של "בחינה מוגברת". סקרנו את התייחסויות הפסיקה והספרות בישראל, ובחנו את מקומם של סטנדרטים אלה בדיני החברות בישראל.

באשר לכלל שיקול הדעת העסקי, מצאנו כי עקרונותיו חלחו אל המשפט הישראלי ומהווים כיום חלק מדיני החברות בישראל. הכלל יוצר לטובת הנתבע חזקה הניתנת לסתירה; הוא בבחינת "ברירת מחדל"; ועל פיו החלטותיהם העסקיות של נושאי משרה נהנות מ"חזקת תקינות" המקנה להם מעין חסינות מפני תביעות בגין הפרת חובת זהירות. אם לא עלה בידי התובע לסתור את חזקת התקינות (חוסר תום לב, ניגוד עניינים או אופן לא מידע), בית המשפט אינו נדרש לתוכן ההחלטה לגופה, אלא בוחן את הליך קבלת ההחלטה בחברה. בכך טמון כוחו של כלל שיקול הדעת העסקי, המקנה לנושאי המשרה הגנה מפני ביקורת מהותית על סבירות החלטותיהם העסקיות, כל עוד הליך קבלתן היה תקין.

באשר לסתירת כלל שיקול הדעת העסקי, העלנו את האפשרות כי הוא עשוי להיסתר גם מחמת טעמים נוספים מלבד שלושת הטעמים שהוזכרו לעיל: חוסר תום לב, ניגוד עניינים, והחלטה לא מידעית. באשר לטיבו של הנטל העובר לנתבעים, עמדנו על כך שהדבר תלוי נסיבות ועשוי להיקבע בהתאם ל"פגם" שנפל בהליך קבלת ההחלטה.

לא למותר לציין, כי כלל שיקול הדעת העסקי הוא יציר הפסיקה, ומבלי להמעט מחשיבותו, אין הוא בבחינת "כיפת ברזל" החוסמת כל ביקורת שיפוטית.

תיתכנה נסיבות שתחייבנה ביצוע התאמות מסוימות במתווה של מבחני הביקורת השיפוטית, ואף תיתכנה נסיבות בהן עשוי להידרש סטנדרט ביקורת מחמיר יותר.

102. כלל ההגינות המלאה הוא סטנדרט ביקורת מחמיר, וניתן לראותו בתור הכלל ההופכי לכלל שיקול הדעת העסקי. לפי הדין בדלאוור, כלל זה נכנס לתוקף מקום בו כלל שיקול הדעת העסקי נסתר, בפרט במצבים של עסקאות עם בעלי עניין וכאשר יש ניגוד עניינים משמעותי, שאז ניתן להכשיר עסקאות אלה באמצעות עמידה בכלל ההגינות המלאה. בגדרו של כלל זה נדרשים הנתבעים להוכיח את הגינותה המלאה של העסקה, הן בהיבט של אופן אישורה (הגינות פרוצדוראלית), הן בהיבט הכלכלי-עסקי (הגינות מהותית).

עמדנו על כך שבניגוד לדין בדלאוור, החוק בישראל קובע הסדר פרוצדוראלי מנדטורי המהווה תנאי מוקדם לאישור עסקאות עם בעלי עניין, שנועד לנטרל ניגודי אינטרסים קיימים בטרם אישור העסקה. [חוק החברות](#) כולל גם רכיב מהותי, ולפיו על העסקה להיות "לטובת החברה" ([סעיף 270](#) לחוק). שילובם של שני רכיבים אלו יחד משקף את האיזון שבחר המחוקק. לפיכך, לנוכח קיומו של מנגנון פרוצדוראלי מחמיר, המהווה תנאי מוקדם לאישור העסקה, אין צורך להוסיף דרישה בדבר הגינותה המלאה (בהיבט הכלכלי-עסקי), וניתן להסתפק בדרישה כי העסקה תהיה "לטובת החברה". עוד ציינו כי קיומו של רכיב מהותי ("לטובת החברה"), מותר לבית המשפט מרווח להפעלת ביקורת שיפוטית גם ביחס לעסקאות שקיבלו את האישורים הפרוצדוראליים הנדרשים. עם זאת, ככלל, בית המשפט יימנע מלבחון לגופן עסקאות שאושרו כדין. סמכות זו שמורה למקרים חריגים במיוחד, כאשר מתעורר החשש כי הדרישות הפרוצדוראליות לא מילאו את ייעודן ולא הביאו לנטרולו של ניגוד העניינים הרלוונטי, באופן העשוי להשליך גם על השאלה אם העסקה היא לטובת החברה. הנטל המוטל על המבקש לתקוף עסקה שאושרה כדין, הוא אפוא נטל כבד ביותר.

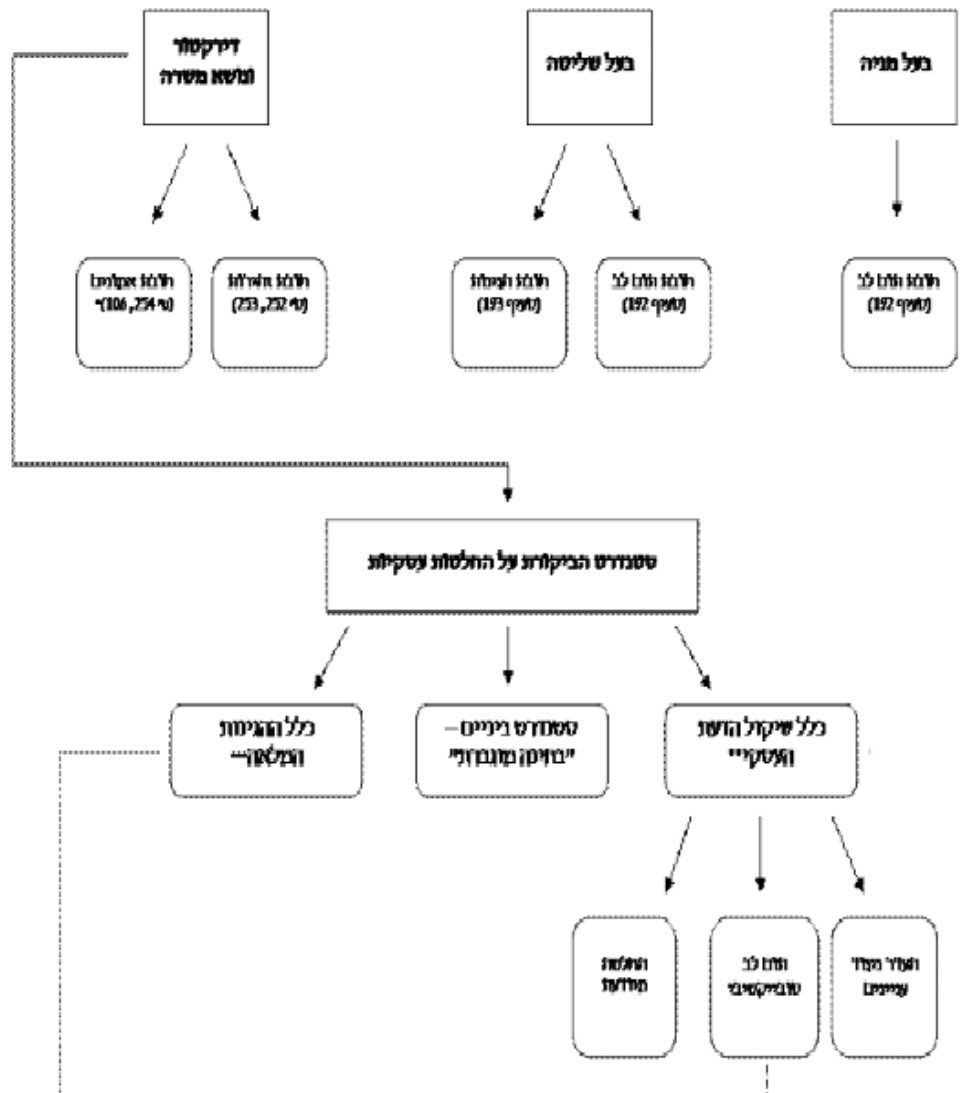
לאחר שעמדנו על הרכיב המהותי של "טובת החברה" לפי [סעיף 270](#) לחוק, הזכרנו את "טובת החברה" בהקשר הדיוני של [סעיף 198\(א\)](#) לחוק, שנכנס לפעולה עם הגשת בקשה לאישור תביעה נגזרת, שאז על בית המשפט לשקול אם התביעה וניהולה הם "לטובת החברה". מדובר במשבצות דיונית שונות, שבגדרן נשקלים שיקולים מסוגים שונים. עם זאת, אין לשלול את האפשרות כי בבואו להכריע אם התביעה וניהולה הם לטובת החברה, בית המשפט יבחן, בין יתר שיקוליו, את הגינות העסקה.

באשר למקומו של כלל ההגינות המלאה בדין בישראל, אין לשלול א-פריורי את האפשרות להחיל כלל הדומה לו גם בנסיבות מסוימות בהן כלל שיקול הדעת העסקי נסתר, או במצבים בהם יתעורר הצורך להחיל סטנדרט ביקורת מחמיר יותר מכלל שיקול הדעת העסקי.

103. סטנדרט הביניים ("בחינה מוגברת") – הסטנדרט נועד להתמודד עם נסיבות בהן החלת כלל שיקול הדעת העסקי עלולה "לפספס" הפרת חובות אמונים מצד נושאי המשרה, בפרט לנוכח קיומו של ניגוד עניינים פוטנציאלי הנובע מהדינמיקה של קבלת ההחלטה. בגדרו של סטנדרט הביניים כפי שפותח בדלאוור (שם נוצר הסטנדרט למקרה בו הדירקטוריון פועל לסכל השתלטות עוינת), הנטל הראשוני מוטל על הדירקטורים, הנדרשים להראות כי החלטתם היתה סבירה. בכך גָּל מרחב ההתערבות של בית המשפט לעומת מרחב ההתערבות שלו תחת כלל שיקול הדעת העסקי. עם זאת, יודגש כי הנטל על נושאי המשרה הוא להראות כי החלטתם נופלת "במתחם הסבירות", ובמובן זה סטנדרט הביניים ממוקם קרוב יותר לכלל שיקול הדעת העסקי מאשר לכלל ההגינות המלאה.

מצאנו כי יש טעם באימוצו של סטנדרט ביניים בדיני החברות בישראל, על מנת לתת בידי בית המשפט כלים להפעיל ביקורת שיפוטית מוקפדת יותר, בעיקר במצבים בהם קיים מתח פוטנציאלי בין טובת החברה לבין טובת נושאי המשרה ובעל השליטה. מטבע הדברים, תוכנו של סטנדרט הביניים עשוי להשתנות במצבים שונים, כל מקרה בהתאם לכשל הפוטנציאלי המתעורר בו וההתאמות הנדרשות לגביו.

על רקע מבחנים אלה, אנו מגיעים לנושא העומד בפנינו. אך לפני כן, להמחשת הדברים, להלן תרשים המפרט את חובותיהם של הגורמים השונים וסטנדרטי הביקורת השונים שנדונו לעיל:



* לצד סעיפים נוספים בחוק החברות
 ** סטנדרט שהוא בבחינת "ברירת מחדל"
 *** מבלי להכריע בשאלת תחולתו במשפט הישראלי
 **** ראו פס' 115 להלן

ביקורת שיפוטית במצב של שינוי מבנה ההון בחברה אגב רכישה ממונפת

104. עמדנו על כך שקבלת דיבידנד נתפשת כאחת הזכויות העיקריות של בעל מניות, בבחינת "העניין האלמנטרי הראשוני שלו" (עניין גליקמן, עמ' 285). החשש הטבעי מפני התנהלות בעייתית מצד בעל השליטה ונושאי המשרה בהקשר זה, מתייחס אפוא לפרקטיקה של אי-חלוקת דיבידנד. זאת, בין היתר, על רקע החשש כי בעלי השליטה יעדיפו להפיק טובות הנאה שתתגלגלנה לכיסם הפרטי, על פני חלוקה שוויונית המזכה את כלל בעלי המניות (ראו בפס' 27 לעיל). חשש דומה קיים לגבי נושאי המשרה, שניתן להניח כי ככל שהפיקוח עליהם הדוק פחות, הם יעדיפו להימנע מחלוקת דיבידנד ולהפנות את תזרימי המזומנים החופשיים לטובתם האישית (סוארי, ברקת וגבעולי בעמ' 36-37). העברת כספים מקופת החברה לכיסם של בעלי המניות, תורמת אפוא להחלשת בעיית הנציג (ראו גם בפס' 20 לעיל).

105. באשר לחשש העלול להתעורר עקב חלוקת דיבידנד, הרי שברגיל יהא זה חששם של הנושים, שמא בעל המניות ינצל לרעה את כוחו לשאוב הון מן החברה, באופן שיפגע ביכולת ההחזר שלה (סוארי, ברקת וגבעולי בעמ' 112). מכאן שני התנאים שהציב המחוקק לחלוקת דיבידנד מותרת: האחד – שהחלוקה תיעשה מתוך רווחי החברה ("מבחן הרווח"); והשני – "שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות, בהגיע מועד קיומן" ("מבחן יכולת הפירעון") (סעיף 302(א) לחוק). חברה המעוניינת לחלק דיבידנד שלא מתוך רווחיה רשאית לעשות כן, אך זאת רק לאחר קבלת אישור בית המשפט ששוכנע כי "מבחן יכולת הפירעון" אכן מתקיים (סעיף 303(א) לחוק). כך נהגה בזק בענייננו בהחלטתה לבצע את הפחתת הון (להבחנה בין חלוקת דיבידנד להפחתת הון בהיבט המיסוי, ראו אסף חמדני וצילי דגן "מיסוי דיבידנדים והפחתת הון" משפט ועסקים ח 215 (תשס"ח)).

עולה מהאמור, כי בין אם מדובר בחלוקה מתוך רווחי החברה ובין אם מדובר בחלוקה הטעונה אישור בית משפט, תנאי הכרחי לחוקיות החלוקה הוא כי מתקיים "מבחן יכולת הפירעון", שנועד להגן על האינטרס של הנושים. בהתאם לכך, מקום בו מדובר בחלוקה הטעונה אישור בית משפט (קרי, חלוקה שאינה נעשית מתוך רווחי החברה), מצווה החברה להודיע לנושיה על הגשת הבקשה לבית המשפט, ואלו רשאים להגיש לבית המשפט את התנגדותם לחלוקה (סעיף 303(ב) לחוק). ללמדך, פעם נוספת, שהחשש העיקרי שראה המחוקק לנגד עיניו בכל הקשור לעקרון שימור ההון והחלטה על חלוקת דיבידנד – הוא חששם של הנושים והגנה על ציפיותם כי "תיווצר כרית בטחון בחברה שיש בה כדי להבטיח את חובותיה" (גרוס – חלוקה, עמ' 33).

106. כפי שתואר בפתח הדברים, נקודת המוצא היא כי ניהול ההון של החברה הוא מלאכה המסורה בידי קברניטיה, וכי החלטות המתקבלות בגדרה הן מסוג ההחלטות החוסות במובהק תחת כלל שיקול הדעת העסקי, כך שככלל, בית המשפט יימנע מלהתערב בהן. כך הדבר לגבי מצבים של חלוקת דיבידנד, וכך הדבר לגבי מצבים של אי חלוקת דיבידנד (ראו דברי השופטת חיות בעניין פרט תעשיות, המציינת כי החלטות החברה בנוגע לאופן השימוש ברווחיהן, הן מסוג ההחלטות "[ה]נטועות בלב שיקול הדעת המסור למנהלי החברה ומשכך נמנע בית המשפט בדרך כלל מלהתערב בהן בהתאם לכלל 'אי ההתערבות' הנוהג בדיני חברות". עוד מזכירה השופטת חיות את הדין בארצות הברית, שם נקבע כי התערבות בתי המשפט בשיקול הדעת של מנהלי החברה שלא לחלק דיבידנד, שמורה למקרים נדירים שבהם הוכחו חוסר תום לב, תרמית או שימוש לרעה בשיקול הדעת (שם, פס' 9 והאסמכתאות שם)).

באשר לפרקטיקה של רכישה ממונפת, עמדנו על כך שמדובר בכלי לגיטימי, ואף כלי העשוי להיות יעיל ורצוי, ובלבד שהשימוש בו נעשה באחריות המתבקשת. הזכרנו כי לפי הדין בארצות הברית, הטלת אחריות על קברניטיה של עסקת רכישה ממונפת, נעשית על פי מבחן מצמצמם "אך ורק כאשר החברה הרוכשת נמצאה במצב של חדלות פירעון כבר במועד ביצוע העסקה, או כאשר היה ניתן לצפות מראש, ברמת וודאות גבוהה, שהמנוף הפיננסי יגרור את הקונצרן לחדלות פירעון" (חביב-סגל כרך ב 648 והאסמכתאות שם). ואכן, הצעות המועלות בספרות הקוראות ליצירת מנגנוני פיקוח בלתי תלויים בקשר לעסקאות רכישה ממונפת, נסבות בעיקר על הצורך להתמודד עם הסכנה של התדרדרות החברה לחדלות פירעון בעקבות מינוף יתר (ראו, למשל, Laura ; *Femino Ex Ante Review of Leveraged Buyouts*, 123 YALE L.J 1830 (2014)). ראו גם פס' 84 לפסק דינו של בית משפט קמא והאסמכתאות שם). דברים אלה

מתיישבים עם התפישה לפיה החשש העיקרי הטמון בחלוקת דיבידנד הוא חששם של הנושים (על ניגוד האינטרסים בין הנושים לבעלי המניות בשל הגדלת יחס המינוף, הנובע מהתגברות הסיכון כי תיקלע לחדלות פירעון, ראו גם אצל חביב-טגל כרך ב-66). (65).

107. בית משפט קמא הרחיב בפסק דינו על אודות המתח שבין טובת החברה לטובת בעלי מניותיה, בפרט בנוגע לניהול מבנה ההון של החברה, ובייחוד על רקע התגברות התופעה של עסקאות מסוג רכישה ממונפת. בהקשר זה, עמד בית המשפט על הקשר שבין רמת המינוף של החברה, לבין טווח ההשקעה שלה. כך, טענה רווחת היא כי העלאת רמת מינוף מקדמת התנהלות קצרת טווח המביאה להשאת רווחים לבעלי המניות בזמן אמת, בעוד שצמצום חלוקת דיבידנדים והורדת רמת מינוף מקדמים התנהלות ארוכת טווח ולכאורה מבכרים את טובת החברה על פני טובת בעלי המניות. טענה זו מסברת את האוזן, אולם אינה תמיד מדויקת ולוקה במידה מסוימת של הכללה. זאת, משום שהן התנהלות קצרת טווח והן התנהלות ארוכת טווח, עשויות שתיהן לפעול לקידום טובתם של החברה ובעלי המניות, ולא בהכרח באה טובתם של אלה על חשבון טובתה של זו או להיפך. יתרה מכך, כפי שציין בית משפט קמא, גם התנהלות קצרת טווח, שכל תכליתה לתמוך בהשלמת מהלך של רכישה ממונפת, אינה כשלעצמה נטולת היגיון עסקי (פס' 97 סיפא לפסק דינו). מדובר אפוא בשתי אסטרטגיות לגיטימיות, זו קצרת הטווח וזו ארוכת הטווח, המבוססות במידה רבה על הצפי של מנהלי החברה בנוגע להתפתחויות עתידיות במישורים שונים (על שיקולים שונים בקביעת מדיניות חלוקת הדיבידנד של תאגיד ועל המורכבות הכרוכה בכך, ראו אצל סוארי, ברקת וגבעולי בעמ' 5, 15-22). בשורה התחתונה, התנהלותה של חברה בנוגע לרמת המינוף ומבנה ההון שלה וההחלטות המתקבלות לצורך מימוש מדיניות זו, נתפשות בתור החלטות עסקיות שבתי המשפט נמנעים מלהתערב בהן. זוהי כאמור נקודת המוצא.

108. במקרה דנן אנו עוסקים בחלוקת דיבידנדים מותרת (קרי, חלוקה העונה על מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון) וכן בחלוקה שאינה מותרת (קרי, שאינה מקיימת את מבחן הרווח) שקיבלה את אישור בית המשפט המחוזי (החלטת השופטת קרת-מאיר מיום 31.3.2011 והחלטתה בעניין ע.ל.א.ן לגבי הפחתת ההון). מדובר אפוא בהחלטות שזלחו את התנאים הקבועים [בסעיפים 302-303](#) לחוק הנדרשים לשם ביצוע חלוקה. כאמור, החלטות אלו, מעצם טיבן, הן מסוג ההחלטות החוסות תחת כלל שיקול הדעת העסקי, והנטל להוכיח כי חרף עמידתן בתנאי החלוקה הקבועים בחוק, אין הן לטובת החברה – הוא נטל כבד.

יובהר, עם זאת, כי העובדה שמדובר בחלוקה מותרת העומדת בתנאי החוק ובחלוקה שקיבלה את אישור בית המשפט, אין פירושה כי מדובר בהחלטות החסינות מפני ביקורת שיפוטית. ככל החלטה של החברה, גם החלטות אלה צריכות להתקבל לטובת החברה תוך עמידה בחובות החלות על האורגנים המוסמכים (חביב-סגל כרך ב 330). זאת ועוד. הקביעה כי החלטות בדבר ניהול מבנה ההון של החברה חוסות, ככלל, תחת כלל שיקול הדעת העסקי, אין פירושה כי אין הן מעוררות קושי. מלבד חששם של נושי החברה שמא הגדלת המינוף תגדיל את הסיכון כי החברה תיקלע לחדלות פירעון (חשש שאינו רלוונטי לערעורים דנן), קושי מרכזי נובע מהמתח הפוטנציאלי בין טובתו של בעל השליטה לטובתה של החברה. הדברים פורטו בחלקו הראשון של פסק הדין, ונשוב ונזכירם אך בקצרה.

109. ברגיל, להוציא מצבים של קיפוח המיעוט ומצבים בהם בעל השליטה והחברה ניצבים מצדדיו המנוגדים של המתרס (כגון עסקה של החברה עם בעל השליטה או מכירת השליטה בחברה), כאשר מדובר בהפעלת שליטה בחברה, ישנו מפגש אינטרסים בין בעל השליטה לחברה וליתר בעלי המניות (חביב-סגל כרך א 634). בעל השליטה, בהיותו הגורם שהשקעתו ההונית בחברה היא הגדולה ביותר, מעוניין להשיא את רווחי החברה ואת מחיר המניה ככל הניתן, באופן העולה בקנה אחד עם תכלית החברה להשיא את רווחיה ([סעיף 11\(א\) לחוק החברות](#)). בכך מתמזג האינטרס של בעל השליטה באינטרס של החברה, ולמצער צפויה להתקיים חפיפה משמעותית בין השניים. ואולם, כאשר בעל השליטה רכש את גרעין השליטה בעזרת מינוף משמעותי, קיים חשש לקיומו של קונפליקט בין האינטרס הפרטי שלו לאינטרס של החברה. בפרט, עשוי להתעורר חשש שמא בעל השליטה ייקלע למצב שבו צורכי הנזילות שלו, הנובעים מהתחייבותו לעמוד בתנאי פירעון ההלוואות שנטל לשם רכישת השליטה, יובילו אותו לקדם מדיניות של הוצאת ערך מהירה מהחברה באמצעות חלוקת דיבידנדים מוגברת, ואף תוך הגדלת חובות החברה באמצעות גיוסי חוב. זאת, אף אם טובת החברה מחייבת שימוש בהון המדובר לצרכים אחרים. בכך עלול בעל השליטה החדש לפעול לטובת עצמו באופן המנוגד לטובתה של החברה (ראו פס' 19 לעיל).

110. החשש שמא בעל השליטה יפעל להוצאת ערך מן החברה בדרך של חלוקת דיבידנדים לקידום טובתו האישית על חשבון טובתה של החברה, אינו ייחודי למצבים של רכישה ממונפת. למעשה, כל אימת שצורכי הנזילות של בעל השליטה הם דוחקים במידה כזו, שבה הנזק שייגרם לו באופן אישי אם לא יחולק דיבידנד, צפוי להיות גדול

מהנזק שייגרם לחברה ולו כבעל השליטה בעקבות חלוקת דיבידנד, עלול להיווצר מתח בין טובתו לבין טובת החברה. במילים אחרות, העובדה שצורכי הנזילות של בעל השליטה נובעים מהצורך לפרוע הלוואות ששימשו אותו לרכישת השליטה בחברה, אין בה כשלעצמה כדי להגביר את ניגוד העניינים הפוטנציאלי בינו לבין החברה. בה במידה, ייתכנו מצבים שבהם צורכי הנזילות של בעל השליטה ינבעו מהצורך לפרוע הלוואות שנטל באופן פרטי, למטרות שאינן קשורות בהכרח בחברה הנרכשת. גם אז, ייתכן שחלוקת דיבידנד, המשרתת את טובתו הפרטית של בעל השליטה, לא תעלה בהכרח בקנה אחד עם טובת החברה.

אין זאת אלא שמבחינה נטיבתית וסיבתית, כאשר מדובר בחלוקת דיבידנדים לאחר רכישה ממונפת, קל יותר לטעון כי מדיניות החלוקה נועדה לקדם את טובתו של בעל השליטה הנדרש לפרוע את חובותיו. זאת, על בסיס ההנחה כי מבחינתו של בעל השליטה, חלוקת דיבידנד עדיפה על פני פתרונות חלופיים (כגון נטילת הלוואות נוספות, שעבוד נכסיו או מכירתם וכיו"ב), או ההנחה כי הוא עלול להתקשות לפרוע את חובותיו ללא חלוקת דיבידנדים מוגברת. טענה זו היא נדבך, שעליו ניצבת הטענה המרכזית, ולפיה חלוקת הדיבידנד אינה משרתת את טובת החברה, אלא אך את טובתו של בעל השליטה.

111. בהקשר זה יש להעיר מספר הערות.

ראשית, כפי שנדון בהרחבה לעיל בפרק העוסק בחובות החלות על בעל שליטה, חובתו של בעל שליטה היא לנהוג בהגינות כלפי החברה ובתום לב כלפי יתר בעלי המניות ([סעיפים 192-193](#) לחוק). בעל שליטה אמנם אינו רשאי להתעלם מטובתה של החברה ולהיות אדיש לה, אך אין הוא חב חובת אמונים לחברה, במובן זה, שהוא רשאי לקחת בחשבון את האינטרס הפרטי שלו ולשקול שיקולים זולת טובת החברה (ראו בפס' 60-61 לעיל). אף הבענו דעתנו כי בעל השליטה, שאינו דירקטור או נושא משרה, אינו חב חובת זהירות כלפי החברה (פס' 64-65 לעיל). לפיכך, עצם תמיכתו של בעל השליטה בחלוקת דיבידנדים לשם קידום ענייניו הפרטיים, היא צעד לגיטימי, שאין בו משום הפרה של חובת ההגינות. קביעה זו מתכתבת עם קביעתנו בחלקו הראשון של פסק הדין, כי צורכי נזילות של בעל שליטה אין בהם כשלעצמם כדי להפוך את בעל השליטה לבעל "עניין אישי" בחלוקת דיבידנד (זאת, בין היתר לנוכח ההשפעה השוויונית של החלוקה על כלל בעלי המניות – ימין ווסרמן, עמ' 683; ראו פס' 32-35 לעיל). הנטל הרובץ על כתפי הטוען להפרת חובת ההגינות מצד בעל השליטה בנסיבות

של חלוקת דיבידנד, הוא אפוא נטל כבד, בגדרו לא יוכל הטוען להסתפק בכך שבעל השליטה פעל כדי לקדם את טובתו האישית, אלא יידרש להראות את יחסו הבלתי הגון כלפי החברה, המתבטא, למשל, בהתעלמות מטובתה של החברה או באדישות כלפיה (וראו הדוגמה ההיפותטית שהזכרנו, בנוגע לבעל שליטה הפועל לביצוע חלוקת דיבידנד, בשעה שנהיר לו שהחלוקה תפגע באופן מהותי בפעילותה העסקית של החברה (פס' 63 לעיל)).

שנית, בהמשך להערה דלעיל, ובניגוד למסקנה העשויה להתקבל מקריאת טענות הצדדים וחלקים מפסק דינו של בית משפט קמא. ניגוד העניינים הפוטנציאלי העיקרי (שאינו עולה כדי "עניין אישי"), במצבים בהם הדירקטוריון מחליט על חלוקת דיבידנדים ושינוי מבנה ההון של החברה אגב רכישה ממונפת, אינו בין נושאי המשרה לחברה, אלא בין בעל השליטה לחברה (וזאת בהתעלם בשלב זה מן העובדה שבמקרה דנן אלוביץ' כיהן גם כדירקטור ובהמשך כיו"ר דירקטוריון החברה). החשש הפוטנציאלי העיקרי אינו נובע מכך שנושאי המשרה עלולים לקבל החלטה שנועדה להיטיב עם עצמם על חשבון טובתה של החברה. החשש הוא שמא נושאי המשרה יבכרו את טובתו של בעל השליטה על פני טובתה של החברה, דהיינו שניגוד האינטרסים של בעל השליטה ישפיע על שיקול דעתם (חנס – ביקורת שיפוטית, עמ' 158). חשש מסוג זה אינו ייחודי למצבים של החלטה על חלוקת דיבידנד אגב רכישה ממונפת, אלא רלוונטי לכל מצב בו נושא משרה עלול "להתיישר" עם רצונו של בעל השליטה אף שהדבר אינו בהכרח בטובתה של החברה (והשוו לעניין אוסטרוובסקי, שם נקבע כי קיימות ראיות לכאורה לכך שהדירקטורים קיבלו את החלטה ביחס להשקעת החברה בעיתון מעריב, בשל רצונם לרצות את בעל השליטה ותוך הפגנת אדישות לטובת החברה).

ודוק: הקביעה כי אין מדובר בפעולה שיש בה "ניגוד עניינים" בין מילוי תפקידו של נושא המשרה לבין ענייניו האישיים (כלשון [סעיף 254\(א\)\(1\)](#) לחוק), אין פירושה כי התנהלות מעין זו של נושא משרה אינה עשויה לעלות כדי הפרת חובת אמונים. מקום בו נושא משרה מבכר את טובתו של בעל השליטה על פני טובתה של החברה, הוא חוטא בכך שהוא שם לנגד עיניו שיקול זולת טובתה של החברה ובכך לא פועל "לטובתה" ([סעיף 254\(א\)](#) לחוק; וראו הדיון בנוגע לחובת האמונים, פס' 50-51 לעיל). בנוסף, מקום בו נושא המשרה מבטל את רצונו מפני רצונו של בעל השליטה, הוא חוטא באי הפעלת שיקול דעת עצמאי, התנהלות המהווה אף היא הפרה של חובת האמונים ([סעיף 106\(א\)](#) לחוק; וראו לעיל בפס' 47). מצדו השני של המטבע, אסור

לבעל השליטה לפגוע בשיקול דעתו העצמאי של דירקטור, ומקום בו הוא משמש כ"דירקטור דה-פקטו" (קרי, ממלא תפקיד של דירקטור מבלי שנתמנה לכך כדין) או כ"דירקטור צללים" (קרי, כאשר דירקטורים נשמעים לו מבלי שהוא מתיימר לשמש כדירקטור), הוא נושא באחריות ככל דירקטור וכפוף לכל החובות המוטלות עליו לפי כל דין ([סעיפים 106\(ב\)-\(ג\)](#) לחוק; אהרונ-ברק, עמ' 122-123; להבחנה בין "דירקטור דה-פקטו" ל"דירקטור צללים" וקריאה להחיל עליהם דין שווה, ראו עמיר ליכט "זה שאין-לנקוב-בשמו כדירקטור" עורך הדין 23 עמ' 104 (אפריל 2014); עוד על שני סוגי הדירקטורים ראו אצל גרוס – דירקטורים, עמ' 73-75; על "דירקטור צללים" ראו גם אצל לחובסקי, עמ' 56-62).

112. עמדנו על החשש לניגוד עניינים בין בעל השליטה לחברה והחשש להשפעה אפשרית של בעל השליטה על שיקול דעתם של הדירקטורים. אך מול חששות אלה, קיימים טעמים כבדי משקל בגינם יש לנקוט משנה זהירות בעת הפעלת ביקורת שיפוטית על החלטת חברה בדבר חלוקת דיבידנדים. כפי שצוין, חלוקת דיבידנד נחשבת לדרך הטבעית והמרכזית לחלק את כספי החברה לבעלי מניותיה, והיא מביאה לידי ביטוי את מאפייניה הקניינים של הבעלות במניה, מכוחה זכאי בעל הקניין ליהנות מפירותיו (חביב-טגל כרך ב 336). התערבות מוגברת מצד בתי המשפט בפרקטיקה של חלוקת דיבידנדים, עלולה ליצור אפקט מצנן עבור דירקטוריונים בבואם להחליט על חלוקה, ובכך לפגוע במה שנחשב לכלי ראשון במעלה להחזר ההשקעה לבעלי המניות בשוק ההון (חנט – ביקורת שיפוטית, עמ' 150). המתח המובנה בין צרכיו של בעל השליטה לבין טובת החברה מחד גיסא, והחשש מפני התערבות בלתי זהירה בפרקטיקה של חלוקת דיבידנדים מאידך גיסא, מחייבים איזון עדין.

113. באשר לסטנדרט הביקורת המתאים לנסיבות כגון דא, מקובלת עלי גישת בית משפט קמא, לפיה הפער הפוטנציאלי המובנה בין טובתו של בעל השליטה לטובת החברה, במצבים של שינוי משמעותי במבנה ההון של החברה אגב רכישה ממונפת, מחייב "בחינה מוגברת" מצד בית המשפט. עם זאת, אבקש להדגיש מספר נקודות באשר לטיבה של "בחינה מוגברת" זו.

114. החלטות בנוגע למבנה ההון של החברה הן מסוג ההחלטות החוסות במובהק תחת כלל שיקול הדעת העסקי. בהתחשב באופייה השוויוני של פעולת החלוקה, הרי שהנטל לסתור את כלל שיקול הדעת העסקי ולבסס טענה כי החלוקה נעשתה שלא בטובת החברה או תוך הפרת חובת אמונים, מוטל על הטוען לכך. בכך שונה סטנדרט

"הבחינה המוגברת" המוחל בנסיבות כגון דא מסטנדרט הביניים המקורי כפי שפותח בארצות הברית (כזכור, לפי סטנדרט ה-enhanced scrutiny, שנועד במקורו להתמודד עם מצבים של סיכול ניסיון השתלטות עוינת, הנטל הראשוני מוטל על כתפי הדירקטורים להראות כי פעולתם היתה סבירה; ראו בפס' 88 לעיל). אם כן, נקודת המוצא היתה ועודנה כי החלטות בדבר שינוי מבנה ההון חוסות תחת כלל שיקול הדעת העסקי.

115. במה אפוא באה לידי ביטוי הקביעה כי מדובר בסטנדרט ביקורת של "בחינה מוגברת"? התשובה לכך, לטעמי, היא כפולה: תחילה בנוגע לנטל המוטל על בעל דין המבקש לסתור את כלל שיקול הדעת העסקי; ובהמשך בנוגע לנפקות סתירתו של כלל שיקול הדעת העסקי ולטיבו של הנטל העובר לכתפי הנתבעים-המשיבים. אסביר.

בדוננו בכלל שיקול הדעת העסקי, הזכרנו כי הדין בדלאוור – כפי שיושם בפסיקתם של בתי המשפט המחוזיים – קובע כי הכלל ניתן לסתירה אם מתקיים אחד מבין שלושה מצבים: ההחלטה התקבלה מתוך ניגוד עניינים; בחוסר תום לב; או באופן בלתי מיודע. עמדתי על כך שאין מדובר ב"רשימה סגורה", וניתן להרחיבה בהתאם ל"כשל" העלול להתעורר במקרים מסוגים שונים. במצבים של חלוקת דיבידנדים בעקבות רכישה ממונפת, החשש המובנה הוא שהדירקטורים "התיישרו" עם רצונותיו של בעל השליטה ונמנעו מהפעלת שיקול דעת עצמאי. בהתאם לכך, אני סבור כי ראוי להוסיף "חריג" רביעי לסתירת כלל שיקול הדעת העסקי, מקום בו הדירקטורים חטאו באי הפעלת שיקול דעת עצמאי (ומבלי להידרש לשאלה אם אי הפעלת שיקול דעת עצמאי עולה בהכרח כדי הפרת חובת תום הלב).

116. בבסיס הטענה כי חלוקת דיבידנדים בעקבות רכישה ממונפת נעשתה שלא לטובת החברה אלא כדי לענות על צרכיו של בעל השליטה, ניצבים שני אלמנטים: האחד – כי לבעל השליטה היה צורך ממשי בשינוי משמעותי של מבנה ההון של החברה בעקבות עסקת הרכישה הממונפת; והשני – כי היתה לו השפעה ניכרת על הליך קבלת ההחלטות בחברה. ואכן, בית משפט קמא קבע כי במסגרת "כלל שיקול הדעת העסקי המוגבר", על המבקש לתקוף את החלטת הדירקטוריון להוכיח את שני האלמנטים האמורים (שם, פס' 92 סיפא, פס' 102 רישא).

כשלעצמי, איני סבור כי בשלב הראשוני, לצורך סתירת כלל שיקול הדעת העסקי, יש לדרוש מהתובע-המבקש להוכיח כי בעל השליטה היה נתון בקשיי נזילות.

כפי שציין בית משפט קמא (פס' 99), בעל שליטה אינו נדרש למסור מידע על אודות מצב הנזילות שלו, ומכאן הקושי של התובע-המבקש להוכיח זאת כתנאי ראשוני לצורך סתירת כלל שיקול הדעת העסקי. עם זאת, בדומה לבית משפט קמא, אני סבור כי כדי לסתור את כלל שיקול הדעת העסקי, על התובע-המבקש לבסס טענה בדבר חשש לקיומה של השפעה ניכרת מצד בעל השליטה על הליך קבלת ההחלטות בחברה. זאת, ברוח קביעתנו לעיל כי כלל שיקול הדעת העסקי עשוי להיסתר גם במצבים בהם דירקטורים נמנעו מהפעלת שיקול דעת עצמאי. במקרים מהסוג שלפנינו, בעל דין המבקש לסתור את כלל שיקול הדעת העסקי, נדרש להראות כי קיים חשש שמא לבעל השליטה היתה השפעה ניכרת על תהליך קבלת ההחלטות בחברה, או להצביע על הצד השני של המטבע, קרי, כי הדירקטורים נמנעו מהפעלת שיקול דעת עצמאי (על כך שהחשש מפני השפעה של בעל השליטה על נושאי המשרה, גובר כאשר הוא מכהן כדירקטור, ועל מתח אפשרי בין השפעה זו לבין חובתו של בעל השליטה לנהוג בהגינות, ראו אצל סוסונוב בעמ' 109-110).

לטעמי, אלמנט נוסף הטעון הוכחה על ידי התובע-המבקש בשלב הראשוני, הוא קיומו של שינוי משמעותי במבנה ההון של החברה. לא כל אימת שחברה מחליטה על חלוקת דיבידנד לאחר רכישה ממונפת, הדבר מעיד כי בעל השליטה "מושך בחוטים" ומנתב את ההתנהלות העסקית של החברה לטובתו הפרטית בלבד, או כי נושאי המשרה מבכרים את טובתו על פני טובת החברה. מנגד, ככל שמדובר בשינוי משמעותי יותר במבנה ההון של החברה בעקבות רכישה ממונפת, עשוי הדבר להוות אינדיקציה לכך שצורכי הנזילות של בעל השליטה אמנם עמדו ברקע קבלת ההחלטה. בעוד שאין לדרוש מהתובע-המבקש להוכיח את מצבו הפיננסי של בעל השליטה, אין כל מניעה לדרוש ממנו להוכיח את היקף השינוי במבנה ההון של החברה.

117. ודוק: הנטל הראשוני לסתור את כלל שיקול הדעת העסקי אמנם מוטל על כתפי התובע-המבקש, אך לבית המשפט שיקול דעת לקבוע מה כובד הנטל הראשוני הרובץ עליו. מטבע הדברים, אין זה מן הדברים הקלים להוכיח השפעה ניכרת של בעל השליטה על הליך קבלת ההחלטות בחברה. אין לצפות מהתובע לשלוף מכובעו הסכם מפורש בין בעל השליטה למי מהדירקטורים המוכיח זאת, הסכם שניתן להניח כי אינו קיים ברוב רובם של המקרים. על מנת להתמודד עם קשיים מסוג זה, וכדי להבטיח שהאפשרות לסתור את כלל שיקול הדעת העסקי לא תיוותר בגדר אפשרות תיאורטית, רשאי בית המשפט להגמיש את הדרישות ולהתאים את משקלו של הנטל הראייתי הראשוני בהתאם לקשיים הראייתיים הרלוונטיים.

כך, על מנת לבסס טענה בדבר השפעה ניכרת של בעל השליטה על הליך קבלת ההחלטות בחברה, ניתן לבחון, בין היתר, את מספר הדירקטורים הקשורים לבעל השליטה; טיב הזיקה ביניהם (קרבת משפחה, תלות כלכלית); מועד קבלת ההחלטה (כגון בסמוך לאחר רכישת השליטה; או בזיקה למועד פירעון ההלוואות ששימשו לרכישת השליטה); והאופן בו התקבלה ההחלטה הרלוונטית (האם התקיים דיון רציני בטרם קבלת ההחלטה? האם נבחנו השלכות? האם התקבלה חוות דעת של גורם מקצועי?). יצויין כי הפרמטר האחרון הנסב על אופן קבלת ההחלטה, קשור בטבורו לחריג השלישי שבכוחו לסתור את כלל שיקול הדעת העסקי, שעניינו בהחלטה "לא מיודעת" שנתקבלה מבלי שנשקלו השיקולים הרלוונטיים. במקרים מהסוג שלפנינו, ניתן לומר כי ככל שההחלטה שהתקבלה היתה פחות מיודעת, כך גובר החשש שמא נושאי המשרה נמנעו מהפעלת שיקול דעת עצמאי ופעלו לקדם את טובתו של בעל השליטה (לדיון ב"דרישת היידוע", רכיביה, היקפה ונפקות אי קיומה, ראו בהרחבה אצל רונן ואשכול. לשיטתן, השאלה מהו התהליך הראוי שבו ינקוט הדירקטוריון בטרם קבלת החלטה כך שתתמלא דרישת היידוע, יכולה אף היא להיות מוגנת בדומה להגנה שמקנה כלל שיקול הדעת העסקי, וככל שמדובר בהחלטה המערבת שיקולים עסקיים, בית המשפט ימנע מלהתערב בה (שם, פרק ה.2 למאמר); עוד בנוגע לדרישה כי ההחלטה שהתקבלה תהא מיודעת, ראו בעניין פיננסיטיק, פס' 77-93).

הדרישה להוכיח כי מדובר בשינוי משמעותי במבנה ההון של החברה, קלה ופשוטה יותר. בין היתר, ניתן לבחון מה שיעור הדיבידנד שחולק מתוך רווחי החברה (ככל שמדובר בחלוקה מותרת)? האם מדובר במדיניות חדשה או בהמשך יישום מדיניות קיימת? האם מדובר בחלוקה שאינה מקיימת את "מבחן הרווח" (חלוקה הטעונה אישור בית משפט?) ואם כן – מה היקפה? מטבע הדברים, יש לקחת בחשבון את הנסיבות הקונקרטיות בכל מקרה ומקרה, כל חברה בהתאם למאפייניה, מדיניותה, והתחזית הכלכלית לגבי החברה על רקע תנאי השוק.

118. מקום בו עמד התובע-המבקש בנטל הראשוני המוטל עליו, והניח תשתית ראייתית לקיומם של שני האלמנטים האמורים, קרי, חשש להשפעה ניכרת של בעל השליטה על הליך קבלת ההחלטות בחברה ושינוי משמעותי במבנה ההון של החברה, יעבור הנטל אל נושאי המשרה ובעל השליטה. זאת, ברוח המבחן שהתווה בית משפט קמא, אם כי בהתאמות מסוימות:

ראשית, עליהם להוכיח כי בעל השליטה לא היה נתון בקשיי נזילות דוחקים או פתאומיים שהצריכו שינוי מבנה ההון של החברה. מצבו הפיננסי של בעל השליטה הוא פרמטר בעל רלוונטיות, ולטעמי, המקום להידרש לכך הוא לאחר העברת הנטל לכתפי הנתבעים-המשיבים. אפנה בהקשר זה לדו"ח הוועדה לבחינת הסדרי חוב בישראל (נובמבר 2014), הכולל, בין היתר, המלצות לקביעת כללים למתן הלוואות לרכישות ממונפות. בין המלצותיה, הציעה הוועדה להטיל חובת גילוי על מי שמחזיק או רוכש מניות שליטה בתאגיד, לרבות בנוגע להיקף החוב ותנאי פירעונו; לכמות מניות התאגיד הנרכש ששועבדו לגורם המממן; ולקיומן של התחייבויות מול הגורם המממן, בכלל זה בנוגע לתכנית חלוקת דיבידנדים (שם, עמ' 10-11, 75-76; וראו בפס' 99 לפסק דינו של בית משפט קמא, שם צוטטו חלקים מדו"ח הביניים של הוועדה; לנוסח הדו"ח הסופי ראו באתר האינטרנט של משרד האוצר: http://mof.gov.il/Committees/DebtRegularizationCommittee/DebtRegularizationCommittee_Makanot_Report.pdf).

מכל מקום, השאלה אם יש מקום להטיל על בעל שליטה חובת גילוי חדשה היא שאלה למחוקק ולגופים הרגולטוריים לענות בה. יוער, כי לא בכדי המלצות הנ"ל נכללות במסגרת דו"ח העוסק בבחינת הסדרי חוב בישראל. הדבר מתיישב עם ההנחה שהוזכרה לעיל, כי החשש העיקרי בנוגע לשינוי מבנה ההון בעקבות רכישה ממונפת הוא החשש מפני פגיעה באיתנות החברה.

באשר לפרמטרים שבכוחם ללמד על מצב הנזילות של בעל השליטה, אין מדובר ברשימה סגורה, ואפנה בהקשר זה לעניין רוזנפלד, שם פירט בית המשפט מספר פרמטרים, ביניהם: גובה הסכום הדרוש לבעל השליטה; מידת הדחיפות; היקף ההון העצמי של בעל השליטה והחלופות העומדות לרשותו מלבד חלוקת דיבידנד; והשאלה אם בעל השליטה ערב באופן אישי לחובות המדוברים (שם, בפס' 124).

שנית, על מקבלי ההחלטה להוכיח כי ההחלטה על שינוי מבנה ההון היתה בעלת היגיון עסקי סביר. בכך יש דמיון מסוים לדין בדלאוור, שכן משעה שעבר הנטל לכתפי הנתבעים-המשיבים, בית המשפט נדרש לבחון את הגיונה של ההחלטה העסקית, מבלי להסתפק בבחינת תהליך קבלתה (וראו והשוו לעניין כפר תקווה, שם נקבע כי משעה שהופרה חובת הזהירות "התהליכית" ולא נתקיימה דרישת היידוע, יעבור הנטל לדירקטורים להוכיח כי תוכן החלטתם היה סביר (שם, פס' 46-48); כן ראו דבריי בעניין כבירי, שם קבעתי כי אי קבלת חוות דעת מגורם בלתי תלוי לגבי השווי

ההוגן של המניה, מהווה פגם שנפל באופן קביעת המחיר שהוצע למניה בהצעת הרכש, שיש בו כדי להעביר את הנטל אל המשיבה להוכיח כי שווי המניה היה הוגן (שס, פס' 46, 56)).

יודגש, עם זאת, כי די לנתבעים להראות כי מדובר בהחלטה סבירה, וזאת על רקע נקודת המוצא לפיה בית המשפט לא יתערב בענייניה הפנימיים של החברה ולא יחליף את שיקול הדעת של מנהליה בשיקול דעתו שלו (עניין פרט תעשיות, פס' 9 והאסמכתאות שם). בכך מתבטא צדו ה"מקל" של סטנדרט הבחינה המוגברת, שאינו מחיל את סטנדרט ההגינות המלאה לאחר העברת הנטל לכתפי הנתבעים בעקבות סתירת כלל שיקול הדעת העסקי.

119. בין האלמנט הראשון המוזכר לעיל, של העדר קשיי נזילות של בעל השליטה ושינוי משמעותי במבנה ההון של החברה, לבין האלמנט השני של סבירות העסקית של ההחלטה בדבר שינוי מבנה ההון, קיים קשר, מעין "מקבילית כוחות". ככל שצרכי הנזילות של בעל השליטה דוחקים יותר, כך יתעבה סימן השאלה סביב ההיגיון העסקי העומד בבסיס החלטת החברה. מנגד, ככל שסבירות העסקית של ההחלטה עומדת על רגליה שלה, בהינתן מספר אינדיקציות שיוזכרו להלן (כמו תמיכת בעלי המניות ואיתנות פיננסית של החברה), כך יקטן המשקל של צרכי הנזילות של בעל השליטה. שילובם של שני אלה מפחית עד למינימום את החשש שמא ההחלטה המדוברת התקבלה מטעמים בלתי ענייניים תוך הפרת חובת אמונים מצד נושאי המשרה. או-אז, אם עלה בידי הנתבעים לעמוד בנטל האמור, תשוב "חזקת התקינות" על כנה, כלל שיקול הדעת העסקי יעמוד בתוקפו, ובהעדר עילה נוספת המצדיקה זאת, בית המשפט יימנע מלהתערב בשיקול דעתה של החברה.

120. בית משפט קמא ציין פרמטרים רלוונטיים נוספים בעת הפעלת ביקורת שיפוטית על החלטות מהסוג שנדון במקרה שלפנינו, והם: עקרון תום הלב, עקרון טובת החברה, עקרון הגילוי, תמיכת בעלי מניות המיעוט, ומצבה הפיננסי של החברה. רובם של עקרונות אלה "נגזרו" על ידי בית משפט קמא מהוראותיו של [סעיף 255](#) לחוק, שעניינו בהכשרת פעולות שנעשו תוך הפרת חובת אמונים (ראו פס' 95-100 לפסק דינו). ההידרשות להוראותיו של [סעיף 255](#) לחוק הגיונה בצדה, ועוד אשוב ואדרש לכך בהמשך דבריי. באשר לעקרונות שגזר בית משפט קמא, אוסיף מספר מילים.

(-) לעניין עקרון תום הלב ועקרון הגילוי, הרי שמדובר בעקרונות רלוונטיים מעצם תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי. שהרי מקום בו עלה בידי התובע-המבקש להצביע על חוסר תום לב מצד מקבלי ההחלטה או על הפרת חובת הגילוי, אזי נסתר כלל שיקול הדעת העסקי ו"חזקת התקינות" חדלה מלעמוד בתוקפה. ברי אפוא כי עקרונות אלה הם חלק מן המשוואה המרכיבה את מבחני הביקורת השיפוטית על החלטות מהסוג דנן.

(-) כמו בית משפט קמא, אף אני סבור כי מצבה הפיננסי של החברה הוא שיקול רלוונטי ביותר בעת הפעלת ביקורת שיפוטית על החלטות מהסוג דנן. אכן, האיתנות הפיננסית של החברה היא תנאי מוקדם לחלוקה, בין חלוקה מותרת ובין חלוקה באישור בית משפט, שהרי בשני המקרים נדרשת החלוקה לעמוד במבחן יכולת הפירעון (סעיפים 302-303 לחוק). איתנות החברה רלוונטית לשאלה אם נושאי המשרה הפרו את החובות המוטלות עליהם בעת שקיבלו את החלטתם: ככל שמצבה הפיננסי של החברה איתן יותר, ניתן להסביר את הגיונה העסקי של החלטת החלוקה; ולהיפך – ככל שמצבה הפיננסי של החברה רעוע יותר, כך יכבד הנטל על נושאי המשרה להסביר את הגיונה העסקי של ההחלטה. איתנות החברה צריכה להיבחן בעת מועד ההחלטה, ולא בדיעבד, אך היא צריכה להיבחן גם על רקע השוק הרלוונטי והתחזיות והידיעות לגבי השוק. כך, לדוגמה, החלטה שמתקבלת סמוך לפני רפורמה בשוק הרלוונטי, שניתן לצפות כי תחולל שינויים מפליגים בשוק, צריכה לקחת בחשבון כי עשויות להיות לכך השלכות על רווחיות החברה.

(-) באשר לעקרון טובת החברה, הרי שמדובר בעקרון העומד בזכות עצמו מכוח הוראות החוק (נזכיר כי מתוקף חובת האמונים החלה על נושא משרה, עליו לשיקול אך ורק את טובת החברה), וממילא מהווה גם הוא שיקול רלוונטי.

(-) בית משפט קמא הוסיף כי על הפעולה הנבחנת לא לעמוד "בניגוד לטובת החברה וכן בניגוד לטובת מרבית בעלי מניותיה" (פס' 97 לפסק דינו, ההדגשה במקור – י"ע). לנושא זה אתיחס להלן.

טובת החברה, טובת בעלי מניותיה ותמיכת בעלי מניות המיעוט

121. ההחלטה על חלוקת הדיבידנד, זכו במקרה שבפנינו לתמיכה מסיבית של בעלי המניות, תמיכה של 99% ומעלה. מטבע הדברים, ככל שתמיכתם של בעלי מניות

המיעוט רבה יותר, כך פוחת החשש שמא מדובר בהחלטות שנועדו להיטיב עם בעל השליטה ושאינן בטובת החברה, ולהיפך. אפנה לעניין זה להוראות החוק העוסקות באישור עסקה עם בעל השליטה, לגביה נדרש כי אישור האסיפה הכללית יתקבל ברוב מבין אלו שאינם בעלי עניין אישי לפי [סעיף 275\(א\)\(3\)\(א\)](#) לחוק, או כאשר סך קולות המתנגדים מקרב בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי לא עלה על שיעור של 2% מכלל זכויות ההצבעה בחברה לפי [סעיף 275\(א\)\(3\)\(ב\)](#) לחוק (כן ראו הדיון בפס' 79 לעיל לגבי הדין בדלאוור, המאפשר הכשרת עסקאות עם בעל שליטה או נושא משרה, אם הן הוכפפו לאישור של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט).

ודוק: אין פירוש הדבר כי טובת החברה וטובת בעלי מניותיה – חד היא. ההבחנה בין טובת החברה לטובת בעלי מניותיה היא הבחנה יסודית הפורטת על מערכת העצבים המרכזית של דיני התאגידים, והיא מעמידה תחת עדשת המיקרוסקופ שאלות-יסוד עקרוניות הנוגעות, בין היתר, למהותה של החברה כאישיות משפטית נפרדת, לסוגיית הבעלות בחברה, ולשאלה מהי תכלית החברה. אזכיר כי לפי [סעיף 11 לחוק החברות](#), תכליתה של החברה היא "לפעול לפי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה", להבדיל מהשאת רווחיהם של בעלי מניותיה (וראו הדיון בפס' 65-71 לפסק דינו של בית משפט קמא). האישיות המשפטית הנפרדת של החברה ובעלי מניותיה היא מן המפורסמות, אך המניה, כמבטאת זכות קניין בחברה, מקנה לבעליה כוח לעשות במניה כרצונם, ולכך, מטבע הדברים, השפעה ישירה על החברה. כך, לדוגמה, רשאים בעלי המניות להחליט על פירוק החברה (פירוק מרצון) ולהביא את החברה לקיצה, מה שממחיש כי לחברה אין חיות משל עצמה, שנפרדת מהאינטרסים והרצונות של בעלי המניות. אף קשה להלום כי כאשר רוב מכריע של בעלי מניות מצביע בעד חלוקת דיבידנד, יראו בכך פעולה בחוסר תום לב של בעלי המניות, שהחברה תוכל לתבוע אותם בשל כך (רעיון מעין זה הועלה על ידי פרופ' זליכה בחקירתו הנגדית, במהלכה אמר כי בהנחה שיש חובת הגינות של בעלי מניות כלפי החברה, אם הם מצביעים על חלוקת דיבידנד הפוגעת בחברה, אפשר אולי לתבוע אותם – פס' 107 לפסק דינו של בית משפט קמא).

122. ההבחנה בין טובת החברה לטובת בעלי מניותיה יורדת לשורש הבסיס העיוני-פילוסופי של דיני החברות, אולם אין מדובר בהרהורים תיאורטיים גרידא, כי אם בסוגיה בעלת השלכות הנוגעות לעולם המעשה, והמקרה שלפנינו יוכיח. כך, ניתן לטעון כי פעולה של חלוקת דיבידנד, מעצם טיבה, מדגימה באופן מובהק את המתח הפוטנציאלי הקיים בין טובת החברה לטובת בעלי מניותיה. זאת, שכן בעוד שהחלוקה

מיטיבה עם בעלי המניות (למצער בטווח הקצר), עצם העברת כספי החברה אל כיסם של בעלי מניותיה מצמצמת את מסת הנכסים של החברה ובכך עשויה לעמוד בניגוד לטובתה (למצער בטווח הארוך). מנגד, חלוקת דיבידנד עשויה לקדם את טובתה של החברה, בין היתר מתוך הנחה כי הימנעות מחלוקת דיבידנד עלולה לפגוע בביקוש למניות החברה וביכולתה לגייס הון בעתיד (וראו גישתו של פרופ' שטרן, הסבור כי על החברה להימנע מחלוקת דיבידנדים שמטרתה היחידה היא להיטיב עם בעלי המניות, אולם עליה להימנע מאי-חלוקה מקום בו בשקלול תוצאות החלוקה - התועלת לחברה מביצוע החלוקה גדולה מהעלות הכרוכה בה (שטרן - תכלית, עמ' 266-267; וראו גם בהמשך דבריו, שם עומד המחבר על דילמות עסקיות נוספות, כלליות וספציפיות, המדגימות את המתח בין טובת החברה וטובת בעלי מניותיה וקהלים נוספים, כגון יחס החברה לסיכון, השקעה במחקר ופיתוח, העברת השליטה בחברה ועוד; ראו גם ידידיה צ' [שטרן "תכלית החברה העסקית - פרשנות והשפעות מעשיות"](#) משפטים לב(2) 327, 349-349 (2002). נציין כי עמדתו של שטרן מבוססת על "מודל טובת החברה", לפיו החברה מוגדרת כאישיות משפטית עצמאית חסרת בעלים, הנדרשת לפעול לטובת עצמה במנותק מטובתם של אינטרסים של צדדים אחרים הנמצאים מחוצה לה; על הפער בין הרטוריקה המכירה ב"טובת החברה" כאינטרס עצמאי, לבין יישום הדברים בפועל וגזירת טובת החברה מטובת בעלי המניות, ראו ידידיה שטרן הבעלות בחברה העסקית 73-70 (2008)).

החשוב לענייננו, שהקביעה כי פעולה מסוימת משרתת את טובתם של בעלי המניות, אין פירושה בהכרח כי מדובר בפעולה המקדמת את טובתה של החברה. כאשר בחלוקת דיבידנד או בהפחתת הון עסקינן, אף ניתן לטעון כי תמיכתם של בעלי המניות במהלך היא טבעית ומתבקשת, ומכאן הקושי להסיק מתמיכה זו, כשלעצמה, כי אמנם מדובר בפעולה המקדמת את טובת החברה.

על אף האמור, אני סבור כי בחיי המעשה, תמיכתם של בעלי מניות המיעוט במהלך היא שיקול משמעותי שיש לקחת בחשבון. גם אם תמיכת בעלי מניות המיעוט לא די בה כשלעצמה כדי להבטיח שמדובר בפעולה המקדמת את טובת החברה, ניתן לראות בכך אינדיקציה חזקה כי ההחלטה על החלוקה לא התקבלה כל כולה על מנת להיטיב עם בעל השליטה, הבעלים של 31% מהמניות במקרה דנן. אשר לחשש שמא בעלי מניות המיעוט הוכו בסנוורים, התעלמו מטובת החברה ותמכו בחלוקה אך בשל רצונם לשלשל לכיסם את כספי הדיבידנד, הרי שעוקצו של החשש מוקהה באמצעות הדרישה המוטלת על נושאי המשרה להוכיח כי החלטתם היתה בעלת היגיון עסקי

סביר, דרישה שעליהם לעמוד בה לאחר העברת הנטל אליהם. מטבע הדברים, החלטה שנתקבלה בניגוד לטובת מרבית בעלי המניות בחברה, סבירות ההיגיון עסקי שמאחוריה מוטלת בספק, ואילו החלטה בעלת היגיון עסקי סביר שנתמכה על ידי בעלי מניות המיעוט, ההנחה לגביה היא כי מדובר בהחלטה שנתקבלה במטרה לקדם את טובת החברה. כך על דרך הכלל, וכך במיוחד מקום בו ההחלטה נתמכה על ידי גופים מוסדיים, שלדרך הצבעתם יש משקל משל עצמו (אגמון-גונן, עמ' 58-59; על "האדישות הרציונאלית" של בעלי מניות מן הציבור, על תפקידם המרכזי של משקיעים מוסדיים וחשיבות מעורבותם בתהליך קבלת ההחלטות באסיפות בעלי המניות, ראו דב [סולומון "אדישות רציונלית של בעלי מניות: כיצד לעזור את ציבור המשקיעים מתרדמתו?"](#) עיוני משפט לט 317 (2016)).

שינוי מבנה ההון של החברה ברכישה ממונפת – סיכום ביניים

123. סיכומו של דבר: נקודת המוצא היא, שהחלטות החברה בנוגע לשינוי מבנה ההון שלה הן החלטות החוסות תחת כלל שיקול הדעת העסקי. מקום בו מדובר בשינוי מבנה ההון אגב רכישה ממונפת, יש להחיל סטנדרט ביקורת מחמיר יותר מסוג של "בחינה מוגברת", עקב החשש שמא מקבלי ההחלטות "התיישרו" עם רצונו של בעל השליטה ופעלו לקידום טובתו על פני טובת החברה.

על פי סטנדרט הביניים האמור, הנטל הראשוני מוטל על כתפי התובע-המבקש, והוא נדרש להוכיח שני אלמנטים על מנת לסתור את כלל שיקול הדעת העסקי: האחד – כי קיים חשש שלבעל השליטה היתה השפעה ניכרת על הליכי קבלת ההחלטות בחברה; והשני – כי מדובר בשינוי משמעותי של מבנה ההון של החברה. אם עמד התובע-המבקש בנטל זה, יעבור הנטל לכתפי הנתבעים-המשיבים, שגם עליהם להוכיח שני אלמנטים, שביניהם מתקיימת "מקבילית כוחות": האחד – כי בעל השליטה לא היה נתון בקשיי נזילות חריגים שהצריכו נקיטת מהלך של שינוי מבנה ההון של החברה; והשני – כי ההחלטה שהתקבלה היתה בעלת היגיון עסקי סביר, ולשם כך יבחן בית המשפט, בין היתר, את מצבה הפיננסי של החברה בעת קבלת ההחלטה ומידת תמיכתם של בעלי מניות המיעוט. אם עמדו הנתבעים-המשיבים בנטל האמור, ישוב כלל שיקול הדעת העסקי לעמוד בתוקפו, ובהעדר עילה נוספת המצדיקה זאת, בית המשפט יימנע מלהתערב בהחלטה העסקית שנתקבלה.

מן הכלל אל הפרט – יישום הדברים על המקרה שבפנינו

124. על רקע העקרונות שהותוו לעיל לגבי סטנדרטי הביקורת והמבחנים שבמסגרתם, אבחן את המקרה שבפנינו.

כפי שתואר בפתח הדברים, המערערים תקפו שלושה מהלכים עסקיים שנקטה בזק: האחד – חלוקת הדיבידנד השוטף; השני – חלוקת הרווח החשבונאי שנוצר בעקבות הפסקת איחוד דוחות יס; והשלישי – הפחתת ההון. כבית משפט קמא, נבחן שלושה מהלכים אלה כסדרם. ככלל, מאחר שקביעותיו העובדתיות של בית משפט קמא בנקודות הרלוונטיות מקובלות עלי – לא אאריך שלא לצורך, ואסתפק בהתייחסות לעיקרי הדברים. אזכיר כי בכל אחת מהחלוקות המדוברות, נהנה בעל השליטה מ-31% מהחלוקה, בהתאם לשיעור החזקותיו בבזק.

(1) חלוקת הדיבידנד השוטף

125. בבואנו לבחון את הטענות בנוגע למדיניות חלוקת הדיבידנדים של בזק, נקדים תחילה הערה בנוגע לכרונולוגיה של הדברים. כפי שפורט בראשית פסק הדין, כבר משנת 2006, עוד בתקופה בה נשלטה בזק בידי אפ.סב.אר וכארבע שנים לפני העברת השליטה לידי בי-קום, נקטה בזק מדיניות של חלוקת דיבידנדים בשיעור של 100% מהרווח השנתי שלה. תחילה נעשה הדבר כמדיניות בפועל, ובהמשך, בשנת 2009, החליט הדירקטוריון על אימוץ מדיניות זו באופן רשמי. אין חולק על כך שחלוקות הדיבידנדים מושא הערעורים שבפנינו היו חלוקות מותרות העונות על דרישות החוק, קרי חלוקות המקיימות את מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון (סעיף 302 לחוק). הטענות נגד החלטות החלוקה מתמקדות אפוא בשאלה אם נושאי המשרה ובעל השליטה הפרו את החובות המוטלות עליהם בעת שהחליטו על חלוקת הדיבידנדים, וכפי שציינו, משעה שמדובר בחלוקות מותרות, מדובר בנטל שאינו קל (ראו בפס' 108 לעיל).

126. הנה כי כן, מדיניות חלוקת הדיבידנד השוטף שנקטה בזק לאחר העברת השליטה לידי בי-קום, כלל לא הייתה בגדר שינוי מדיניות, אלא היתה בבחינת המשך מדיניות קיימת, שבתורה היתה מדיניות פומבית ומוצהרת הגלויה וידועה לכל. [אציין כי לא כך תוארו הדברים בחוות דעתו של פרופ' זליכה, המומחה מטעם חמו, בה נאמר כי מדובר במדיניות שאומצה "החל מיום 4.8.2009, זמן קצר בסמוך לכניסת אלוביץ' לגרעין השליטה בבזק" (סעיף 10 לחוות הדעת). בעדותו ניסה זליכה לתקן את דבריו

ולחסבירם בכך שמאז כניסתה של קבוצת אלוביץ', בזק המשיכה במדיניות של חלוקת 100% מהרווח "אבל הרחיבו אותה לרבות להפחתות הון, זאת היתה הכוונה שלי" (פרוטוקול, עמ' 312). על פני הדברים, מדובר בהסבר דחוק, שהרי גם בשנת 2007, מספר שנים לפני כניסתם של בי-קום ואלוביץ' לתמונה, ביצעה בזק הפחתת הון בסך 1.8 מיליארד ₪. קיצורו של דבר, שאיננו עוסקים במצב בו בעל השליטה נוקט יוזמה חדשה ופועל לשינוי המדיניות הקודמת של החברה.

אמנם, אף החלטות בדבר המשך מדיניות קיימת, עשויות להתקבל תוך הפרת החובות החלות על מקבליהן. אלא שכאשר מועלית טענה כי שינוי מבנה ההון של החברה נעשה כדי לשרת את טובתו של בעל השליטה, יש חשיבות לשאלה אם המדיניות לגבי רווחי החברה קודמה על ידי בעל השליטה, או שהמדיניות אומצה ללא כל קשר לבעל השליטה החדש, מתוך תפישה כי יש בה כדי לקדם את טובת החברה. לטעמי, העובדה שבמקרה דנן מדובר במדיניות שהיתה שרירה וקיימת במשך שנים עובר לכניסתה של בי-קום לתמונה, מחלישה במידה רבה את הטענה כי החלטות הדירקטוריון בנוגע לחלוקת הדיבידנד השוטף התקבלו ללא הפעלת שיקול דעת עצמאי ובשל לחץ של בעל השליטה שביכר טובתו האישית על פני טובתה של החברה, באופן המהווה הפרה של [סעיף 106\(א\)-\(ב\)](#) לחוק.

127. בית משפט קמא קבע כי אין להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי על ההחלטות בנוגע לחלוקת הדיבידנד השוטף, מן הטעם שהדירקטוריון "לא ערך דיון מסודר מעת לעת בשאלות כגון האם מדיניות זו עודנה רצויה, מהן ההשלכות של המשך יישומה, מהן החלופות הקיימות..." (פס' 166 לפסק הדין; וראו גם דבריו של בהט בעניין זה, הסבור כי מדובר לכל הפחות בהתנהלות בלתי סבירה (שס, כרך א 616)).

לאחר שעיינתי בעדויות שנגבו בבית משפט קמא, דעתי שונה. כפי שעולה באופן עקבי מדברי העדים שנחקרו בבית משפט קמא, דירקטוריון בזק ערך דיון מעמיק עובר לכל החלטה בדבר חלוקת הדיבידנדים. כך, למשל, העיד רו"ח יצחק אידלמן, שניהן כדח"צ בדירקטוריון הקודם ובדירקטוריון הנוכחי:

"בוודאי, כל חלוקת דיבידנד לא, כל החלטה על חלוקת דיבידנד לא קורית לפני שנעשה דיון במצבה הפיננסי של החברה ויכולת הפירעון שלה עם תחזית תזרים מזומנים שנתיים קדימה שמתוכה שנת תקציב אחת אושרה בדיון מאוד מפורט" (שס, עמ' 823).

בהמשך, אישר רו"ח אידלמן כי בשעה שקיבל הדירקטוריון החלטה להמליץ בפני האסיפה הכללית על חלוקה, היה ברור שאם בהמשך הדרך תהיה "סטייה" או "תקלה" או שיתעוררו "צרכים מיוחדים", ניתן יהיה לעצור את מדיניות הדיבידנד או לשנותה בהתאם. אידלמן הוסיף והבהיר כי הוא ראה במצב המזומנים של החברה כ- buffer, כך שאם מצב המזומנים לא יאפשר זאת – לא יחולק דיבידנד. לדבריו, הדברים נאמרו על ידו בישיבות הדירקטוריון ומופיעים בפרוטוקולים (שם, עמ' 867-868).

דברים דומים נשמעו גם מפיו של מר מרדכי קרת, שכיהן גם הוא כדח"צ בבזק:

ת. קודם כל הנושאים האלה עלו ועולים בכל דיבידנד שאנחנו מחלקים, אנחנו בודקים את נזילות החברה. ש. וזהו?
ת. ואנחנו בודקים עם זה הנחות, מה ההנחות של ההכנסות הרווחיות וההשקעות והצרכים העתידיים ורק כשאנחנו מקבלים התרשמות שלא צריכה להיות בעיה מבחינת בזק לחלוקת הסכומים מאשרים את הדיבידנד" (שם, עמ' 909-910).

התנהלות זו, כך נראה, אפיינה גם את הדירקטוריון הקודם של בזק, כפי שתיאר יואב רובינשטיין, שכיהן בו כדירקטור:

"לפני חלוקת דיבידנד הדירקטוריון תמיד בחן דרך מצגת נזילות את תחזית תזרים המזומנים שלקחה בחשבון גם את התכנית העסקית של החברה, סיכונים, סיכויים, וצרכי מזומנים לרבות חלוקת דיבידנד ובסופו של דבר בין אם זה, זה לעצם חלוקת הדיבידנד" (שם, עמ' 1066).

וראו גם עדותו של אלן גלמן, סמנכ"ל הכספים של בזק, כי "לא היה ולא נברא אישור דיבידנד בבזק בלי מצגת על נזילות בדיון, לא רק בדירקטוריון, גם בוועדת המאזן", וכי תמיד נבחנו המקורות והצורך לגייס (שם, עמ' 691, 706).

128. על רקע האמור, איני סבור כי העובדה שלא נערך דיון שכותרתו "כדאיות המשך מדיניות החלוקה", מצדיק סטייה מכלל שיקול הדעת העסקי. כפי שעולה מהעדויות לעיל, מדי חצי שנה, עובר לכל החלטה של הדירקטוריון להמליץ בפני האסיפה הכללית על חלוקת דיבידנד, הוצגו תחזיות בנוגע להכנסות, רווחים וצרכים עתידיים. לטעמי, הדבר אינו מתיישב עם הטענה כי הדירקטוריון הסתפק בבחינה טכנית של

השאלה מהו שיעור הרווח הנקי שהצטבר בקופת החברה ושימש חותמת גומי לאישור החלוקה, אלא מלמד כי כדאיות המהלך נבחנה אד-הוק, עובר לכל חלוקה וחלוקה.

כפי שצוין, אף אין מדובר בשינוי מדיניות של החברה, אלא בהמשך של מדיניות קיימת של חלוקת דיבידנד מותרת לפי חוק החברות. משכך, אף אם אניח לטובת המערערים ולצורך הדיון, כי עמדו בנטל להראות כי לבעל השליטה היתה השפעה ניכרת על תהליך קבלת ההחלטות בחברה, איני סבור כי הם עמדו בנטל הראשוני המצדיק העברת הנטל אל המשיבים. די בכך כדי לקבוע כי כלל שיקול הדעת העסקי עומד בתוקפו, ועמו החלטות החברה בנוגע לחלוקת הדיבידנד השוטף.

למרות זאת, למעלה מן הצורך, אמשך לשלב הבא של מבחני הביקורת השיפוטית, כביכול עמדו המערערים בנטל הראשוני המוטל עליהם. לשיטתנו, במקרה זה עובר הנטל למשיבים להראות כי לבעל השליטה לא היו צרכי נזילות דוחקים וכי ההחלטה שנתקבלה היתה בעלת היגיון עסקי סביר. נבחן את הדברים.

129. צרכי הנזילות של בי-קום – תכנית מימון עסקת הרכישה של בזק על ידי בי-קום כפי שהוצגה למשקיעים בחודש פברואר 2010, כללה את הרכיבים הבאים (פס' 144 לפסק דינו של בית משפט קמא):

(-) הון עצמי – 1.5 מיליארד ₪;

(-) הון עצמי – כ-250 עד 400 מיליון ₪ שמקורם בהנפקה צפויה לבעלי מניות בי-קום (בפועל, בחודש מרץ 2010, גייסה בי-קום 400 מיליון ₪ שמקורם בהנפקת מניות שוויוניות לבעלי המניות בבעלת השליטה בה אינטרנט זהב);

(-) אשראי בנקאי בסך של כ-3.9 מיליארד ₪, שניתן על ידי קונסורציום בראשות בנק הפועלים בצורת מספר הלוואות עם מועדי פירעונות שונים (שתי הלוואות bullet בסך כולל של 1.9 מיליארד ₪ שמועד פירעון הקרן שלהן נקבע לשנים 2016 ו-2017; והלוואה בסך 2 מיליארד ₪ שתיפרע ב-13 תשלומים חצי-שנתיים, החל מחודש נובמבר 2010 ועד שנת 2016);

(-) הלוואה בסך של חצי מיליארד ₪ מטעם חברת מגדל שתיפרע בשנת 2017;

(-) הכנסה צפויה בסך 700 מיליון ₪ שעתידה היתה להתקבל בחודש מאי 2010 כדיבידנד שתחלק בזק (הסכום כולל את הרווח שעתיד היה להיווצר עקב הפסקת איחוד דוחות יס, ובהתאם לחלקה היחסי של בי-קום כדיבידנד הכולל ששולם במועד זה, בסך של כ-2.5 מיליארד ₪).

130. רכיב "ההכנסה הצפויה" המוזכר לעיל, אכן מלמד כי בי-קום הסתמכה על חלוקת הדיבידנדים הצפויה בבזק במסגרת תכנית המימון שלה לרכישת השליטה בחברה, כי ראתה בהם מקור לפירעון חובותיה, לצד מקורות חלופיים שעמדו לרשותה, וכך הוצגו הדברים לבנקים המממנים. כך גם העיד מפורשות מר דורון תורג'מן, מנכ"ל בי-קום ואינטרנט זהב בתקופה הרלוונטית:

"אבל כן, המקור הגדול או המשמעותי הוא דיבידנדים מבזק, ידענו שאנחנו רוכשים חברה שיש לה מדיניות דיבידנד מאוד ברורה, ידועה וחתומה. ובהחלט ראינו במדיניות הדיבידנד של בזק כמקור אחד מיני רבים לשירות החוב העתידי שלנו.

[...]

ת. המקור העיקרי לשירות החוב של ביקום היו דיבידנדים מבזק, גם אז וגם היום.
ש. אז הצגת להם [לבנקים – י"ע] תוכנית מה צפוי מבזק דיבידנדים וכולי וכולי, נכון?
ת. כן" (פרוטוקול, עמ' 974, 978).

בהתאם לכך, כפי שהעיד תורג'מן, הדיבידנדים שהתקבלו בגין מניות השליטה (814 מיליון מניות מתוך 844 מיליון מניות שמחזיקה בי-קום) הועברו לחשבון ששועבד לטובת הבנקים המממנים (שם, עמ' 956-957).

ודוק: הסתמכות על חלוקת דיבידנדים עתידית כחלק מתכנית מימון, אין בה פסול והיא לגיטימית כשלעצמה. עם זאת, עמדנו על כך שככל שמצב הנזילות של בעל השליטה רעוע יותר וצרכי המזומנים שלו דוחקים או פתאומיים, ככל שההסתמכות על חלוקת דיבידנדים עתידית רבה יותר, וככל שהחלופות העומדות לרשותו מועטות יותר, כך גובר החשש שמא החלטות החלוקה התקבלו כדי לשרת רק את טובתו ולאוו דווקא את טובת החברה.

131. במקרה דנן, לאחר שבחנתי את חומר הראיות וטענות הצדדים, לא מצאתי עילה להתערב בקביעתו של בית משפט קמא כי פירמידת החברות בשליטתו של אלוביץ' במהלך אותה תקופה "הורכבה מחברות מובילות וחזקות מאוד מבחינה פיננסית, אשר

בידיהן היה גם הון עצמי לא מבוטל" (פס' 144 לפסק הדין). כפי שפורט בפסק הדין, שווי המניות של בי-קום שהוחזקו בידי אינטרנט זהב (שהחזיקה בכ-78% ממניותיה) עמד על כשלושה מיליארד ₪ ומניות אלה היו חופשיות מכל שעבוד, כך שאינטרנט זהב יכולה לממש אחוז ניכר ממניותיה ועדיין להמשיך לשלוט בבי-קום; לאחר השלמת העסקה נותרו בקופת בי-קום יתרות נזילות בסך של כ-143 מיליון ₪; בי-קום צברה יתרות נזילות משמעותיות במהלך השנים שלפני רכישת השליטה ולאחריה, מבלי שנדרשה לחלק דיבידנד לאינטרנט זהב ששולטת בה (או לבצע הפחתת הון, בהעדר עודפים ראויים לחלוקה); בפני בי-קום ואינטרנט זהב עמדו מספר חלופות למימון ופירעון חובותיהן, והשתיים יכלו לבצע גיוסי הון במידת הצורך (וראו עדותו של תורג'מן, כי באותה העת "בפברואר ובמרץ 2010 התדפקו על דלתותיי כל שחקני שוק ההון בישראל, כל המערכת הישראלית הבנקאית וכל הבנקים בחו"ל, אם הייתי רוצה לגייס אז לא 400, הייתי רוצה לגייס אז 1.4 מיליארד הייתי יכול לעשות את זה בפרק זמן קצר..." (פרוטוקול, עמ' 994-995)). לבסוף, כפי שניתן לראות מתכנית המימון שפורטה לעיל, מועדי הפירעון של רובן המכריע של ההלוואות שנטלה בי-קום לצורך מימון העסקה, נקבעו לשנים 2016-2017, קרי כשש עד שבע שנים לאחר רכישת השליטה, כך שלא ניתן לומר כי נוצרו לבי-קום צרכי נזילות דוחקים עקב הצורך לפרוע את חובותיה, בגינם פעלה בדחיפות ובניגוד למתוכנן, להגברת חלוקת הדיבידנדים.

לאמיתו של דבר, לא זו בלבד שצרכי הנזילות של בי-קום לא היו דוחקים, אלא אף דומה כי מדיניות החלוקה היתה סבירה בפני עצמה. כפי שהזכיר בית משפט קמא (פס' 167 לפסק דינו), היה זה פרופ' זליכה, המומחה מטעם חמו, שהודה כי מדיניות חלוקת הדיבידנד השוטף של בזק אינה עומדת בבסיס הטענות נגדה, ובמילותיו: "אם הם היו מחלקים רק 100% מהרווחים סביר להניח שלא היינו פה" (פרוטוקול, עמ' 348). בנוסף, כפי שפורט, בזק היתה נתונה במשך שנים רבות במצב של מינוף נמוך למדי, מה שמחזק את ההיגיון שמאחורי אימוץ מדיניות החלוקה; וכל חלוקה וחלוקה נבחנה במועדה על ידי הדירקטוריון ואושרה על ידי האסיפה הכללית ברוב מוחלט של כ-99% מבעלי המניות.

132. בסיכומו של דבר, בית משפט קמא לא מצא כי דירקטוריון החברה קיבל את החלטותיו בחוסר תום לב, באופן בלתי מודע, מתוך ניגוד עניינים או ממניעים אישיים כאלה ואחרים, אלא פעל בהתחשב ברצונם של כמעט 100% מבעלי המניות, שביניהם מספר גופים מוסדיים. בקביעה זו איני רואה להתערב, כך שבשורה התחתונה,

המערערים לא עמדו בנטל לסתור את כלל שיקול הדעת העסקי בנוגע להחלטות בדבר חלוקת הדיבידנד השוטף.

(2) רווחי הפסקת איחוד דוחות יס

133. בחודש אוגוסט 2009, כחודשיים לפני שנקשרו הצדדים בעסקה בה רכשה בי-קום את השליטה בבזק, וכשמונה חודשים לפני העברת השליטה בפועל לידי בי-קום, הודיעה בזק על הפסקת איחוד דוחותיה עם דוחותיה של חברת הלוויין "יס". כרקע לדברים, נציין כי בזק החזיקה בשעתו ב-49.9% ממניות "יס" וכן באופציה לרכוש 8% נוספים ממניותיה (עדות גלמן, עמ' 587 לפרוטוקול). לפי כללי החשבונאות, ובהתאם להוראות הרשות לניירות ערך, בזק איחדה באותה תקופה את דוחות "יס" עם דוחותיה שלה, ומאחר שבאותן שנים רשמה "יס" הפסדים, אלה נכללו במלואם בדוחותיה של בזק. אלא שביום 20.8.2009 ניתן פסק דינו של בית משפט זה בעניין יורוקום, בו התקבל ערעורה של הממונה על ההגבלים העסקיים על פסק דינו של בית הדין להגבלים עסקיים, ונקבע כי אין לאשר את מיזוגן של בזק ו"יס". בעקבות פסיקה זו הופרדו הדוחות של בזק ו"יס", וכך נוצר לבזק רווח חשבונאי בסך של כ-1.53 מיליארד ₪ (עדותו של גלמן, עמ' 588, 678 לפרוטוקול; עדותו של יואב רובינשטיין, עמ' 1069 לפרוטוקול).

בהמשך לכך, בחודש מרץ 2010, כחודש לפני העברת השליטה לידי בי-קום, וכחלק ממדיניות חלוקת הדיבידנדים הנוהגת בבזק, החליט הדירקטוריון הקודם להמליץ לאסיפה הכללית על חלוקת דיבידנד בסך של כ-2.453 מיליארד ₪, סכום הכולל בתוכו את הרווח החשבונאי שנוצר בעקבות הפסקת איחוד דוחות "יס". בחלוף כשלושה שבועות, ביום 8.4.2010, אושרה חלוקת הדיבידנד על ידי האסיפה הכללית. כשבוע לאחר מכן הועברה השליטה לידי בי-קום, ולמחרת היום החליט הדירקטוריון החדש על גיוס חוב בסך 1.5 מיליארד ₪.

בית משפט קמא קבע כי יש להחיל על החלטות אלה של חלוקת הדיבידנד בגין הרווח החשבונאי וגיוס החוב לאחר מכן, את כלל שיקול דעת העסקי, ואף לדעת לא הורם הנטל הראשוני המצדיק סטייה ממנו. אנמק בקצרה.

134. ראשית, הערה טרמינולוגית.

בניגוד לאופן בו ביקשו המערערים להציג את הרווח שהוביל לחלוקת הדיבידנד המדובר, אין מדובר ברווח שנבע מ"שערוך" שווייה של חברת "יס". מעדותם של גלמן ורובינשטיין עולה, והדברים אומצו על ידי בית משפט קמא (פס' 157 לפסק דינו), כי אלמלא היו דוחותיהן של בזק ו"יס" מאוחדים מלכתחילה, היה הרווח הנקי של בזק גדול יותר באותן שנים, שכן חברת "יס" רשמה הפסדים באותה תקופה. רווח זה אמור היה להיות מחולק לבעלי המניות בהתאם למדיניות חלוקת הדיבידנדים של בזק. איחוד דוחות בזק ו"יס" הוביל אפוא לרישום הפסדים בספריה של בזק מעבר להפסדיה בפועל, שכן ההפסדים נרשמו כביכול בזק מחזיקה במלוא מניותיה של "יס", בעוד שבפועל היא החזיקה רק בכמחצית מהן. הפסדים אלו הקטינו את הרווח הנקי של בזק באותן שנים, באופן שהקטין את שיעורם של הדיבידנדים שחולקו. והנה, בעקבות פסק הדין בעניין יורוקום, נאלצה בזק להפריד את דוחותיה של "יס" מדוחותיה. הפרדה זו הביאה לכך שההפסדים שנרשמו בִּזְקָר בספרי בזק, "נמחקו" כביכול והספרים "תוקנו". תיקון זה יצר לבזק רווח חשבונאי חד-פעמי בסך של כ-1.5 מיליארד ₪, שנכלל ברווח הנקי שלה (על כך שאין מדובר ב"שערוך", ראו גם דבריו של תורג'מן בעמ' 1003 לפרוטוקול).

ובקיצור, הגם שהרווח שצמח לבזק בעקבות הפרדת דוחות "יס" הוא רווח חשבונאי, שלא נבע מתזרים מזומנים בפועל, הרי שדווקא ההפסדים שנרשמו בספרי בזק בשנים קודם להפרדת דוחות בזק ו"יס", הם שהיו "על הנייר" והובילו להקטנת הרווח הנקי בר-החלוקה של בזק באותן שנים. מכל מקום, מדובר כאמור בהערה טרמינולוגית, שאינה בעלת נפקות לשאלה אם מדובר ברווח בר חלוקה (ראו והשוו לדבריי בע"א 8783/14 ז.א.ג תעשיות בע"מ נ' פקיד שומה תל אביב, [פורסם בבנו] פס' 15 (23.8.2016) (להלן: עניין ז.א.ג)).

135. שנית, הערה כרונולוגית.

בדומה לדברינו בנוגע למדיניות החלוקה של בזק, גם סוגיית חלוקת הרווח החשבונאי שנוצר בעקבות הפסקת איחוד דוחות "יס", הורתה ולידתה בתקופה שקדמה לכניסתם של אלוביץ' ובי-קום לתמונה. כאמור, פסק הדין בעניין יורוקום וההודעה של בזק בדבר הפסקת איחוד דוחותיה עם דוחות "יס", ניתנו בחודש אוגוסט 2009, כחודשיים לפני עסקת הרכישה של בי-קום וכשמונה חודשים לפני העברת השליטה בפועל. החלטת הדירקטוריון ואישור האסיפה הכללית לחלוקה נתקבלו גם הם לפני העברת השליטה לידי בי-קום. אין תימה, אפוא, כי בית משפט קמא קבע כי "לא

נמצא... כי קיים חשש ממשי כי לאלוביץ' הייתה השפעה כזו או אחרת על התהליך בו הופסק איחוד דוחות יס ונרשמו הרווחים שנבעו לחברה כתוצאה מכך" (פס' 172 לפסק הדין, ההדגשה הוספה – י"ע). די בכך כדי לקבוע כי המערערים לא עמדו בנטל הראשוני המוטל עליהם.

קביעה זו אף מחלישה את טענת המערערים כי ההחלטה על גיוס החוב בסך 1.5 מיליארד ₪, שנתקבלה מיד עם העברת השליטה לידי בי-קום, נועדה לממן במישרין את הדיבידנד המדובר. משעה שנקבע כי לבי-קום ואלוביץ' לא היה דבר וחצי דבר עם קבלת ההחלטה בנוגע לחלוקת הרווח החשבונאי שנוצר בעקבות הפסקת איחוד דוחות "יס", ספק עד כמה הדבר מתיישב, אם בכלל, עם הטענה לקיומה של זיקה ישירה בין גיוס החוב לבין חלוקת הדיבידנד. זאת, מבלי להידרש בשלב זה לטענה אם בכלל ניתן "לצבוע" את כספי ההלוואות וכספי הדיבידנדים. בהקשר זה אציין כי נראה שבית משפט קמא קיבל את עדותו של הדח"צ אידלמן כי חברה מגייסת חוב "יותר כשהיא יכולה ולא בהכרח כשהיא צריכה". אידלמן טען גם כי גיוסי החוב לא נעשו ישירות כדי לממן דיבידנדים, אלא בהתאם לצרכי המזומנים של החברה והאפשרויות העומדות לרשותה, לרבות משיקולי כדאיות כמו גובה הריבית (עמ' 840-841 לפרוטוקול). מכאן הקושי להשקיף על גיוסי החוב וחלוקת הדיבידנדים כמקשה אחת.

136. ולעצם חלוקת הרווח החשבונאי.

ברוח דברינו בנוגע למדיניות חלוקת הדיבידנד השוטף של בזק, נדגיש כי אין חולק שהרווח החשבונאי שנוצר לבזק בעקבות הפסקת איחוד דוחות "יס", היה רווח מותר בחלוקה. כך אנו למדים מהוראותיו המפורשות של [סעיף 302 לחוק החברות](#), הקובע כי "חברה רשאית לבצע חלוקה מתוך רווחיה" (ס"ק [\(א\)](#)). "רווחים" מוגדרים בתור "יתרת עודפים או עודפים שנצברו"; ואילו "עודפים" הם "סכומים הכלולים בהון העצמי של חברה ושמקורם ברווח הנקי שלה כפי שנקבע לפי כללי חשבונאות מקובלים..." (ס"ק [\(ב\)](#)). כפי שציין בית משפט קמא, גם אזולאי, המומחה מטעמו של ורדניקוב, הסכים כי חלוקת הדיבידנד היתה לגיטימית מבחינה משפטית (וראו דבריו בעמ' 200-199 לפרוטוקול).

הנה כי כן, לאור מדיניות החלוקה של 100% מהרווח הנקי בה נקטה בזק, השאלה הרלוונטית, כפי שהעיר בית משפט קמא, אינה אם היה מקום לכלול את הרווח

החשבונאי האמור ביחד עם יתר הרווחים שיחולקו, אלא אם היה מקום להחריג את הרווח האמור מיתר הרווחים.

137. לאחר עיון בחומר הראיות, אף כאן לא מצאתי כי הורם הנטל לסתור את כלל שיקול הדעת העסקי. בדוננו לעיל בטענות המערערים נגד מדיניות החלוקה של בזק, עמדנו על איתנותן של החברות שבשליטתו של אלוביץ'; על כך שלא נוצרו לבי-קום צרכי נזילות דוחקים או פתאומיים, שבגינם פעלה בדחיפות להגברת חלוקת הדיבידנדים; ועל כך שמדיניות החלוקה בה נקטה בזק היתה סבירה ואף יעילה (ראו פס' 129-131 לעיל). באשר להליך שקדם להחלטה על חלוקת רווחים אלה, חומר הראיות מלמד כי התקיים דיון רציני ומעמיק וכי הדבר נשקל בכובד ראש, לרבות על ידי ועדת המאזן של החברה המורכבת מדירקטורים בלתי תלויים (עדותו של אידלמן, עמ' 865 לפרוטוקול; וראו גם פס' 172 לפסק דינו של בית משפט קמא). בית משפט קמא אף עמד על יתרונות מס משמעותיים שצמחו לבזק ולבעלי מניותיה בעקבות חלוקה זו. בנסיבות אלו, ועל רקע קביעתו של בית משפט קמא כי לאלוביץ' לא היתה השפעה על ההחלטה לחלק את הדיבידנד המדובר, אין לומר כי עלה בידי המערערים לעמוד בנטל הראשוני המוטל עליהם. החלטתה של בזק חוסה אפוא תחת כלל שיקול הדעת העסקי, ודין טענות המערערים בעניין זה להידחות.

(3) הפחתת ההון

138. בהשוואה להחלטות בזק בנוגע לחלוקת הדיבידנד השוטף וחלוקת רווחי הפסקת איחוד דוחות "יס" שנדונו לעיל, ההחלטה בדבר הפחתת ההון היא המעוררת, לטעמי, את הקושי העיקרי בערעור דנן. אך תחילה, תזכורת קצרה לגבי ההשתלשלות העובדתית.

בסוף חודש דצמבר 2010, כשמונה חודשים לאחר העברת השליטה לידי בי-קום, קיבל הדירקטוריון של בזק החלטה להמליץ בפני האסיפה הכללית על ביצוע הפחתת הון בסך 3 מיליארד ₪, שתחולק לבעלי המניות בשש מנות חצי-שנתיות בצמוד לדיבידנד השוטף, המחולק גם הוא מדי חצי שנה. כעבור כחודש, ביום 24.1.2011, אישרה האסיפה הכללית את המלצת הדירקטוריון ברוב של למעלה מ-99%, למעשה, על סף ה-100% מבעלי המניות.

חלוקה זו, בהיותה חלוקה שאינה נעשית מתוך רווחי החברה ועל כן אינה מקיימת את "מבחן הרווח", היתה טעונה אישור בית משפט לפי הוראת [סעיף 303\(א\)](#) לחוק, המתנה את אישור החלוקה בכך שבית המשפט השתכנע כי מתקיים "מבחן יכולת הפירעון". ואכן, בהחלטתו מיום 31.3.2011, לאחר ששקל את השיקולים הצריכים לעניין, אישר בית המשפט המחוזי בתל אביב את הפחתת ההון (החלטת כב' השופטת קרת-מאיר בת.א. [48067-01-11](#)) [פורסם בנבו]. וזו לשון ההחלטה:

"מהבקשה והעדכונים אשר הוגשו לאחר הגשת הבקשה, ומשלושת התרחישים אשר תוארו בחוות הדעת אשר צורפה לבקשה על עדכונה, עולה באופן חד משמעי כי יכולת הפרעון של החברה לא תיפגע כתוצאה מביצוע החלוקה המתבקשת. יש בנסיבות העניין אף להתייחס לשווי הכלכלי של החברה אשר צויין הן בבקשה והן בחוות הדעת. כמו כן, יש לציין כי נושי החברה המהותיים, ארבעה בנקים, צירפו מכתבי העדר התנגדות לביצוע החלוקה. כמו כן, ניתנה הסכמת העובדים כמצויין בבקשה. רשות ניירות ערך הודיעה כי כל המידע הרלוונטי נמסר על פי הדין. האסיפות הנדרשות על פי דין אישרו ברוב גורף את ההחלטה על החלוקה. הן הגשת הבקשה והן מועד הדיון אשר נקבע להיום לבקשה לאישור החלוקה לאחר קיום האסיפות פורסמו. לא הוגשה התנגדות כלשהי ואף איש לא הגיע לדיון. לאור כל האמור לעיל, אני מאשרת את החלוקה".

בהתאם לכך, ביום 19.5.2011, חולקה לבעלי המניות המנה הראשונה מתוך ש המנות של הפחתת ההון. מספר ימים לפני ביצוע חלוקה זו, גייסה בזק חוב בסך 2 מיליארד ₪. בנוסף, כחודשיים לאחר חלוקת המנה הראשונה, בחודש יולי 2011, ביצעה בזק גיוס חוב נוסף בדרך של הנפקת אג"ח בהיקף של כ-2.7 מיליארד ₪. נציין עוד, כי לאחר חלוקת המנה הראשונה של הפחתת ההון, הוגשו התנגדויות לבית המשפט המחוזי בנוגע לחלוקת המנות הנותרות, אולם אלה נדחו בסופו של דבר (החלטת השופטת קרת-מאיר בעניין ע.ל.א.ן מיום 14.5.2012).

139. עצם הפרקטיקה של הפחתת הון לא היתה חדשה לבזק. כבר בשנת 2007, כשלוש שנים לפני העברת השליטה לידי בי-קום, ביצעה בזק הפחתת הון בסך של 1.8 מיליארד ₪. מעדותו של גלמן, סמנכ"ל הכספים של בזק, עולה כי היוזמה לבצע הפחתת הון נוספת נולדה כבר בשנת 2008, לפני כניסתה של בי-קום לתמונה. לדבריו, מבנה ההון של בזק היה לא יעיל שכן היא היתה נתונה במינוף חָסֵר, ומהלך של הגדלת

המינוף נועד להפוך את ההשקעה בחברה ליותר אטרקטיבית למשקיעים. ואולם, בסופו של דבר, החברה בחרה להתלות את ביצוע המהלך (להותיר אותו "on the back burner", כלשונו של גלמן), בשל החשש שמא קידומו יוביל את העובדים לדרוש את פתיחת ההסכם שנחתם מולם כשנה קודם לכן. והנה, על רקע העברת השליטה לבי-קום, העובדים העלו מעצמם את הדרישה לפתוח את ההסכם שנחתם עמם. בכך נקרתה בפני הנהלת החברה הזדמנות להעלות את נושא הפחתת ההון על שולחן הדיונים בשנית, מה שאפשר בסופו של דבר את ביצוע המהלך (ואכן, בהחלטתה לאשר את הפחתת ההון המצוטטת לעיל, ציינה השופטת קרת-מאיר כי העובדים נתנו את הסכמתם לביצוע המהלך). לדברי גלמן, בעל השליטה הקודם נמנע מביצוע הפחתת הון נוספת בשל רגישותו לעובדים, והיוזמה לבצע את המהלך הועלתה מחדש על ידי ההנהלה ולא על ידי בעל השליטה החדש (פרוטוקול, עמ' 661-663).

140. אני נכון לקבל את עדותו של גלמן כי היוזמה הראשונית לביצוע הפחתת ההון לא באה מצדו של אלוביץ'. הנחה זו מתיישבת עם העובדה שתכנית המימון של בי-קום שהוצגה למשקיעים בחודש מאי 2010, לא כללה מהלך מתוכנן של הפחתת הון, אך כללה את חלוקת הדיבידנד הצפויה בסמוך לאותו מועד (ראו בפס' 129 לעיל). אך גם אם אניח כי המהלך המדובר לא היה פרי הגותו של אלוביץ', אין בכך כדי לאיין את החשש שמא היתה לאלוביץ' השפעה על קידום המהלך וכי ההחלטה נתקבלה לבסוף מתוך רצון לקדם את טובתו-שלו ולא דווקא את טובת החברה. ואכן, אקדים ואומר כי לטעמי, המערערים עמדו בנטל הראשוני המוטל עליהם על פי סטנדרט "הבחינה המוגברת", באופן שיש בו כדי להעביר את הנטל לכתפי המשיבים. אסביר.

141. ראשית, איש לא יחלוק על כך שהפחתת ההון המדוברת בסך של 3 מיליארד ₪, היתה בגדר שינוי משמעותי במבנה ההון של החברה. מדובר בסכום עתק במונחים של המשק הישראלי, סכום שהיווה נתח משמעותי משווייה של החברה (נזכיר כי גרעין השליטה בשיעור של 31% ממניות בזק נרכש על ידי בי-קום תמורת כ-6.5 מיליארד ₪). אין צורך להכביר מילים בהקשר זה.

שנית, אף אם אהיה נכון לאמץ את דבריו של גלמן, ולהניח כי הפחתת הון בסדר גודל דומה נשקלה בעבר בטרם העברת השליטה, מקובלת עלי מסקנתו של בית משפט קמא כי במקרה דנן קיים חשש שמא לאלוביץ' היתה השפעה על תהליך קבלת ההחלטות בחברה בעניין זה (ראו בפס' 153 לפסק דינו). חשש זה עולה מצירופם של מספר אלמנטים, כמפורט להלן:

(-) מבחינה כרונולוגית – החלטת הדירקטוריון להמליץ בפני האסיפה הכללית על ביצוע הפחתת ההון, נתקבלה לאחר העברת השליטה לידי בי-קום. זאת בשונה ממדיניות חלוקת הדיבידנד השוטף וההחלטה על חלוקת הרווח החשבונאי שנוצר בעקבות הפסקת איחוד דוחות "יס", שנתקבלו על ידי הדירקטוריון הקודם. אמנם, בית משפט קמא קיבל את הטענה שנושא הפחתת ההון הוצג לאלוביץ' עוד בטרם רכש את השליטה, אך דחה את הטענה כי אלוביץ' ובי-קום "לא התעניינו" בהפחתת ההון בעת שרכשו את השליטה (ראו בפס' 150, 152 לפסק דינו).

(-) הסכם הייעוץ – חברת יורוקום היא חברה פרטית, שבאמצעותה החזיק אלוביץ' בבזק בשרשור. בסמוך להעברת השליטה לבי-קום, התקשרו בזק ויורוקום בהסכם בו התחייבה יורוקום לספק לבזק שירותי ייעוץ תמורת 1.2 מיליון דולר לשנה (יצויין כי הסכם זה קיבל את האישור המשולש כנדרש לפי [סעיף 275 לחוק החברות](#)). לפי עדותו של גלמן, בהתאם להסכם נערכו ישיבות ייעוץ תקופתיות בנוגע לפעילות החברה, בהן השתתפו בדרך כלל מנהלי בזק, לרוב הוא עצמו, מול אלוביץ' ושני דירקטורים מטעמו, אור אלוביץ' ועמיקם שורר, בכובעם כיועצים. בישיבות אלו לא נוהל פרוטוקול (ראו דברי גלמן בעמ' 593-595 לפרוטוקול). בית משפט קמא מצא כי במסגרת פגישות ייעוץ אלו נדון גם המהלך של הפחתת ההון, וזאת בטרם הועברה הצעת ההחלטה לדיון בפני הדירקטוריון (כפי שעולה מעדותו של גלמן, עמ' 710-711 לפרוטוקול).

(-) חוות דעת גיזה – לקראת רכישת השליטה בבזק, סייעה חברת גיזה לאלוביץ' ובי-קום לבנות את תכנית המימון לביצוע המהלך. בטרם קבלת החלטה בנוגע להפחתת ההון, פנתה בזק לאותה חברת גיזה לצורך קבלת חוות דעת כלכלית לגבי הפחתת ההון, וזו אכן הגישה חוות דעת התומכת בביצוע המהלך. זאת, אף שעל פני הדברים, לחברת גיזה היה אינטרס להבטיח שהמהלך של רכישת השליטה בבזק יסתיים בהצלחה (ראו דברי בית משפט קמא בפס' 177 סיפא; ודברי השופטת קרת-מאיר בעניין ע.ל.א.1, שהביעה דעתה כי גיזה היתה נתונה במצב פוטנציאלי של ניגוד עניינים בשל כך (שם, בעמ' 28)).

מנגד, ניתן להצביע על שורה של טעמים המקהים את החשש הטמון בבחירתה של בזק לפנות דווקא לחברת גיזה. ראשית, נזכיר כי גיזה כלל לא התבססה על הפחתת ההון בתכנית המימון שבנתה בשעתו עבור בי-קום; שנית, לא נעלמה מעיני עדותו של

אידלמן כי בזק כלל לא סברה שהיא זקוקה לחוות דעת חיצונית בעניין זה, וכי היה זה עו"ד רובין שהמליץ להם להיעזר בחוות דעת (פרוטוקול, עמ' 866); אף יש היגיון בטענה כי הבחירה בחברת גיזה נעשתה משיקולי יעילות, דווקא בשל היכרותה עם חברת בזק, במקום לשכור את שירותיה של חברה חדשה שתדרש להשקיע משאבים לצורך לימוד נתונים של בזק מבראשית; לבסוף, באשר להערתו של בית המשפט המחוזי בעניין ע.ל.א.ן, הרי שהדברים נאמרו במסגרת הליך בו נדרש בית המשפט לוודא כי מתקיים "מבחן יכולת הפירעון" על מנת להבטיח את עניינם של הנושים, כך שאין הכוונה כי הבחירה בגיזה היתה נגועה בניגוד עניינים בין אלוביץ' לחברה או לבעלי מניותיה.

בסופו של דבר, אני נכון להניח כי עצם הבחירה בחברת גיזה אכן לא יצרה חשש לניגוד עניינים. ואולם, בנסיבות שלפנינו, אין בכך כדי לאיין את החשש שמא הבחירה בחברת גיזה – לה היה אינטרס בהצלחת המהלך של רכישת השליטה – נעשתה במחשבה תחילה, בעקבות השפעה של אלוביץ' על תהליך קבלת ההחלטה בבזק בעניין זה.

(-) הרכב הדירקטוריון – ההחלטה להמליץ בפני האסיפה הכללית על הפחתת ההון, התקבלה כאמור לאחר העברת השליטה לידי בי-קום, על ידי הדירקטוריון בהרכבו החדש. המשיבים הפנו בעניין זה לטעות שנפלה בפסק דינו של בית משפט קמא, שציין כי 7 מתוך 13 חברי דירקטוריון בזק מונו מטעם אלוביץ', כאשר בפועל מדובר היה ב-6 דירקטורים כולל אלוביץ' עצמו (פס' 153 סיפא); ראו גם עדותו של גלמן, עמ' 591 לפרוטוקול). נוסף, כי הדירקטורים שמונו מטעמו של אלוביץ' לא קיבלו שכר ישירות מבזק, אלא מחברת יורוקום, החברה שסיפקה שירותי ייעוץ לבזק, שהיא כאמור חברה פרטית באמצעותה החזיק אלוביץ' בבזק בשרשור (עדות תורג'מן, מנכ"ל בי-קום, עמ' 1032 לפרוטוקול).

142. לסיכום: האפשרות לבצע הפחתת הון הוצגה בפני אלוביץ' בטרם רכש את השליטה בחברה, וטענת אלוביץ' כי כלל לא התעניין בכך נדחתה בבית משפט קמא; לאחר העברת השליטה לידי אלוביץ', המהלך של הפחתת ההון נדון עם אלוביץ' בכובעו כיועץ של בזק, ורק לאחר מכן הועבר לדיון בדירקטוריון; החברה שנשכרה על ידי בזק לצורך מתן חוות דעת כלכלית בנוגע לביצוע הפחתת ההון, היא אותה חברה שבנתה עבור אלוביץ' את תכנית המימון לרכישת השליטה בחברה; ההחלטה על ביצוע המהלך נתקבלה על ידי הדירקטוריון החדש, שחלק משמעותי ממנו (הגם שלא רובו)

היה מטעמו של אלוביץ', לרבות אלוביץ' עצמו, בנו וכלתו. לנוכח הדברים, כבית משפט קמא, אף אני סבור כי הצטברות הנסיבות המתוארות מעוררת את החשש כי לאלוביץ' היתה השפעה על תהליך קבלת ההחלטה בחברה לגבי הפחתת ההון. כפי שעוד צוין לעיל, המהלך של הפחתת ההון אף היה בגדר שינוי משמעותי במבנה ההון של החברה. צירוף הדברים מוביל אפוא למסקנה כי עלה בידי המערערים לעמוד בנטל הראשוני המוטל עליהם בהתאם לסטנדרט "הבחינה המוגברת".

משכך, עובר הנטל אל המשיבים להראות כי בעל השליטה לא נקלע לצורכי נזילות דוחקים או פתאומיים שהובילו לקבלת ההחלטה, וכי בבסיס ההחלטה עמד היגיון עסקי סביר. אקדים ואומר כי בסופו של דבר, לאחר בחינת הדברים בכללותם ושקילת הטענות לכאן ולכאן, לא מצאתי להתערב בקביעותו ומסקנותיו של בית משפט קמא בעניין זה. אעמוד על הדברים בקצרה.

143. צורכי נזילות של בעל השליטה – כפי שפורט בפסק דינו של בית משפט קמא, בתקופה הרלוונטית מצבן הפיננסי של בי-קום ואינטרנט זהב (בעלת השליטה בבי-קום) היה איתן, ועמדו לרשותן חלופות רבות שאפשרו להן לעמוד בהתחייבויותיהן גם מבלי לנקוט מהלך של הפחתת הון. כך, בין היתר, קופת בי-קום החזיקה באותה תקופה כרבע מיליארד ₪; בנוסף, בי-קום היתה צפויה לקבל כ-300 מיליון ₪ מהדיבידנד השוטף שהיה צפוי להיות מחולק באותם ימים; מלבד גרעין השליטה, בי-קום החזיקה בכ-30 מיליון מניות נוספות של בזק שהיו נקיות מכל שעבוד, שניתן היה לממשן בכל עת; אינטרנט זהב, שהחזיקה באותה תקופה בכ-80% ממניות בי-קום, יכלה למכור כ-30% ממניות בי-קום, שהיו גם הן חופשיות מכל שעבוד, מבלי לוותר על השליטה בבי-קום (ראו עדותו של תורג'מן, מנכ"ל בי-קום, שהעיד כי היה פה "buffer גדול" (עמ' 968 לפרוטוקול), וכן פירוט הדברים בפס' 151-152 לפסק דינו של בית משפט קמא). קביעתו של בית משפט קמא כי גם ללא הפחתת ההון, בי-קום יכלה להמשיך בפעילותה ולעמוד בהתחייבויותיה אף מבלי לגייס חובות נוספים, היא אפוא קביעה מבוססת.

144. היגיון עסקי סביר – אין לחדד כי במבט ראשון, ביצוע מהלך של הפחתת הון בסדר גודל כה משמעותי, כאשר במקביל החברה נוקטת מדיניות של חלוקת 100% מהרווח הנקי שלה וכל זאת בסמוך לאחר שהשליטה בחברה נרכשה במינוף גבוה – עשוי לעורר סימני שאלה. כאשר לוקחים בחשבון את העובדה שהפחתת ההון הצריכה את בזק לבצע גיוסי חוב, סימני השאלה אף מתגברים.

בעניין גיוסי החוב, נזכיר כי בסמוך לפני חלוקת המנה הראשונה של הפחתת ההון, בזק גייסה חוב בסך 2 מיליארד ₪, וכחודשיים לאחר מכן ביצעה הנפקת אג"ח בהיקף של כ-2.7 מיליארד ₪. אמנם, מקובלת עלי טענת בזק כי בנסיבות העניין לא ניתן "לצבוע את הכסף", כך שאין לומר כי כספי ההלוואות נועדו בהגדרה להיות מחולקים לבעלי המניות (ראו, בין היתר, עדותו של אידלמן בעמ' 840-841, כי מהלך של גיוס הלוואה מעולם לא נעשה באופן ספציפי לצורך תשלום דיבידנד, אלא לפי צרכי המזומנים של החברה; כן ראו עדות תורג'מן, עמ' 953 לפרוטוקול; על כך ש"לכסף אין ריח" גם בהקשר של רווחים, ראו דבריי בעניין צ.א.ג בפס' 15). עם זאת, אין חולק כי הפחתת ההון המתוכננת הגדילה את הצורך של בזק לגייס חוב, כפי שעולה, בין היתר, מעדותו של גלמן, כי ככלל, אם החברה הייתה משלמת פחות דיבידנדים ולא מבצעת את הפחתת ההון, היא היתה נזקקת לפחות הלוואות (פרוטוקול, עמ' 607-608, 712).

למעשה, היתה זו בזק עצמה שאישרה בזמן אמת כי הפחתת ההון הצריכה גיוס חוב. כך, לאחר שהאסיפה הכללית אישרה את הפחתת ההון ולאחר פניית בזק לבית המשפט המחוזי לצורך אישור המהלך, הרשות לניירות ערך פנתה לבזק בדרישה כי תפרסם הודעת עדכון בנוגע לדיווח אודות הפחתת ההון. בהתאם לכך, ביום 17.2.2011 פרסמה בזק דיווח שכותרתו "הבהרות ביחס לדיווח בדבר חלוקה, חוות דעת גיזה שהוגשה לביהמ"ש", בו צוין, בין היתר, כי:

"גיזה הניחה גיוס חוב בהיקף של 3 מיליארד ₪, שיגויס בחלקים שווים בשנים 2011-2013 ויפרע לאחר שנת 2015. כן תבהיר החברה כי נכון למועד זה היא בוחנת אפשרויות שונות לגיוס חוב למימון צרכי תזרים המזומנים שלה בעת הקרובה, לרבות לצורך ביצוע התשלום הראשון של החלוקה" (נספח כ"ה לכתב "תביעה נגזרת" שהגיש ורדניקוב).

גלמן העיד בעניין זה כי בזק מעולם לא נהגה לדווח על צורך עתידי בנטילת הלוואות, וכי דיווח על לקיחת אשראי נעשה על ידי בזק רק בעת לקיחתו (פרוטוקול, עמ' 617). הדברים אכן מסבירים מדוע מלכתחילה בזק לא פרסמה הודעה נפרדת בדבר גיוס חוב מתוכנן, והסתפקה בפרסום דוחותיה הכספיים. החשוב לענייננו, שאין מדובר בהפחתת הון הנובעת מעודפי מזומנים השוכבים "בקופת החברה", אלא במהלך שהצריך גיוס חוב. ודוק: נטילת הלוואות לצורך חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות, אינה כשלעצמה מהלך פסול. עם זאת, אין להתעלם מכך שייתכנו מצבים ייחודיים בהם

עשוי הדבר לשמש אינדיקציה לכך, שההחלטה התקבלה לאו דווקא על טהרת שיקולים שבטובת החברה, ואף להשליך על סבירותה.

145. על אף האמור, לנוכח הנסיבות הקונקרטיות של המקרה שלפנינו, ובין היתר בהתחשב במאפייניה של חברת בזק וקביעותיו של בית משפט קמא, לא מצאתי להתערב במסקנה כי המהלך המדובר היה מהלך סביר בעל היגיון כלכלי. על ההיגיון העסקי ועל סבירותה של ההחלטה לבצע את הפחתת ההון, ניתן ללמוד, בין היתר, ממצבה הפיננסי של בזק באותה תקופה ובתקופה שלאחר מכן; מהתנהלותה של בזק בתקופה הרלוונטית; מהמטרה (המוצהרת) של המהלך והתאמתה למצב הדברים בפועל; ממצב השוק; ומעניינים הקשורים בתהליך קבלת ההחלטה. לאחר בחינת מכלול הדברים, אני סבור כי עלה בידי בזק לעמוד בנטל להראות כי מדובר היה במהלך שההיגיון העסקי שמאחוריו היה סביר. אפרט בקצרה.

146. ראשית, לפנינו ממצא עובדתי בדבר מצבה הפיננסי של בזק, שלכל אורך התקופה היה יציב למדי. כך, מחזור ההכנסות השנתי של בזק עמד באותן שנים על כ-10 מיליארד ₪ והרווח הנקי השנתי על כ-2 מיליארד ₪; נכסיה של בזק לא היו משועבדים לבנקים; ודירוג האג"ח שלה נותר גבוה מאוד לאורך התקופה כולה. כפי שציין בית משפט קמא, בזק הייתה ועודנה חברה חזקה מאד, בעל הון עצמי רב ותזרים מזומנים גבוה, קבוע ויציב (ראו בפס' 160, 178 לפסק דינו).

בהקשר זה, יש לזכור את השוק הרלוונטי בו פועלת בזק. לבזק מעמד מונופוליסטי בתחום התקשורת הקווית, ובתקופה הרלוונטית לתביעה, לא נעשתה ולא הוכרזה רפורמה בתחום זה, כך שלא הייתה סיבה של ממש לחשוש לירידה חדה ברווחיות החברה (רפורמה בשוק הסיטונאי של שוק התקשורת, המאפשרת לגופים מתחרים לעשות שימוש בתשתיות של בזק הוכרזה מאוחר יותר, אך ביני לביני, לאחר הבחירות וחילופי שרים ומנכ"לים במשרד התקשורת, הרפורמה הוקפאה). מכאן, שבעת קבלת ההחלטה על חלוקת דיבידנד וגיוסי הון, היה בסיס איתן להערכות הכלכליות בדבר המשך איתנות החברה.

קשה להפריז בחשיבות הדברים, באשר מטבע הדברים, ישנה זיקה הדוקה בין מצבה הפיננסי של החברה לבין יכולתה לבצע מהלך מסוג זה, וככל שמצבה הפיננסי של החברה רעוע יותר, כך סבירותו של המהלך פוחתת.

147. באשר למטרת המהלך ולהיגיון הניצב בבסיסו, נזכיר כי בזק היתה נתונה בעבר במצב של מינוף-חסר, ואף ביצעה הפחתת הון בסך 1.8 מיליארד ₪ בתקופת בעלת השליטה הקודמת. כפי שעולה מחומר הראיות, ועמדנו על הדברים לעיל, היוזמה לבצע הפחתת הון נוספת נולדה מספר שנים בטרם הועברה השליטה לבי-קום, אולם ביצועה נדחה בשל מגבלות שנבעו מהסכמי העבודה הקיבוציים שנכרתו מול העובדים. לעמדתה של בזק, מטרת המהלך היה ליצור מבנה הון אטרקטיבי יותר למשקיעים, ואפנה בהקשר זה לעדותו של גלמן, שהעיד כי אם לוקחים את ה-benchmark של חברות דומות בתחום הפעילות של בזק, ניתן לראות כי התשואה להון של המשקיעים בבזק היתה נחותה בשל רמת המינוף הנמוכה שלה (פרוטוקול, עמ' 663-664). מחוות דעתו של פרופ' חנס עולה כי כך הוצגו הדברים לדירקטוריון בזמן אמת, ובחוות הדעת הוא מצטט מדבריו של יו"ר הדירקטוריון דאז, שלמה רודב, שהסביר כי "הביקורת ששמענו בשלוש השנים האחרונות [קרי בטרם הועברה השליטה לבי-קום – י"ע] בפגישות עם משקיעים הייתה בעיקר: אתם לא ממונפים מספיק ולכן אינכם מנצלים מספיק את היכולת שלכם, תפחיתו את ההון ותגדילו את התשואה להון" (חוות דעתו של פרופ' חנס, פס' 4.1.6 (מוצג 12 למוצגי בזק)). בית משפט קמא אימץ את עמדתה של בזק, תוך פירוט עדותו של גלמן באשר לתועלת שבצד המהלך (פס' 182), וכשלעצמי לא מצאתי טעם משכנע לסטות מכך.

אוסף ואזכיר, כי באותם ימים היתה זו תקופה נוחה לבצע גיוסי חוב, וגם בכך יש כדי לתמוך בהיגיון העסקי מאחורי ההחלטה לנוכח מצב השוק באותה העת. אפנה בעניין זה לדבריו של אידלמן, שהעיד כי במועד מתן עדותו (אוקטובר 2013) בזק ישבה על עודפי מזומנים בסדר גודל של כ-2 מיליארד ₪, לאחר שגייסה בשנים קודם לכן כספים בריביות נמוכות, שחלקם שימשו לצורך פירעון הלוואות עם ריביות גבוהות יותר, וחלק אחר נשמר, בין היתר, לצורך השקעות (פרוטוקול, עמ' 841). דברים אלו תומכים בהיגיון העסקי שמאחורי גיוס חוב באותה תקופה, והם אינם מתיישבים עם התזה לפיה גיוסי החוב נעשו אך ורק לצורך חלוקת הדיבידנדים והפחתת ההון.

148. קביעה זו מובילה לנקודה הבאה הנוגעת להתנהלות העסקית של בזק באותן שנים, שהיא לטעמי נקודה בעלת חשיבות לענייננו.

בנוסף לחשש לפגיעה באיתנותה הפיננסית של חברה, קיים חשש כי מדיניות חלוקת דיבידנד אגרסיבית, תיעשה על חשבון ביצוע השקעות שיכולות לקדם את טובת החברה בטווח הארוך. כפי שהסביר אזולאי, המומחה מטעם ורדניקוב, הבעייתיות

בחלוקת מלוא הרווחים לאורך זמן נובעת מן החשש שמא "לא נותרים לחברה מקורות להמשך פיתוח עסקי" (פרוטוקול, עמ' 208; ראו בדומה אצל סוסונוב בעמ' 109). במקרה שלפנינו, בית משפט קמא קבע עובדתית, והמערערים לא חולקים על כך, שמדיניות החלוקה השוטפת של בזק והפחתת ההון, לא מנעו מבזק להוסיף ולהשקיע סכומי עתק בתשתיות ובפיתוח עסקי, בסכומים של מיליארדי ₪ מדי שנה (פס' 162 לפסק דינו של בית משפט קמא). כך, למשל, העיד תורג'מן כי בזק השקיעה במימון מכשירי קצה ללקוחות חברת הבת פלאפון; בהקמת קו בינלאומי לקפריסין שנועד לאפשר גישה לתשתית האינטרנט; ובשדרוג רשת הדור העתידי של פלאפון (פרוטוקול, עמ' 952-953). לטעמי, התנהלות זו לא מתיישבת עם טענת המערערים כי טובת החברה נזנחה בעת שנתקבלו ההחלטות מושא הערעורים שלפנינו. אף ספק אם הדברים מתיישבים עם דבריו של פרופ' זליכה, שטען כי לאחר שאלוביץ' נכנס לתמונה, בזק נקטה מדיניות של "חיסול ההון" (פרוטוקול, עמ' 347-348). זאת, בפרט לאור דבריו של אידלמן שהוזכרו לעיל, כי כשנתיים וחצי לאחר שהחל ביצוע המהלך של הפחתת ההון, בזק ירדה על עודפי מזומנים של כ-2 מיליארד ₪.

149. באשר לתהליך קבלת ההחלטה לבצע את הפחתת ההון, בית המשפט קבע עובדתית כי נערך דיון ממצה בדירקטוריון בטרם ביצע המהלך. הדברים אכן עולים באופן עקבי מהעדויות של הנוגעים בדבר, שחזרו והעידו כי נערך דיון מעמיק בנושא בטרם התקבלה ההחלטה (ראו, בין היתר, עדותו של קרת בעמ' 902, 905, 908, שאף העיד כי הנושא נבחן מראש מול חברות הדירוג; וכן עדותו של גלמן, עמ' 721 לפרוטוקול). מעדותו של אידלמן אף עולה כי בטרם הועבר הנושא לדיון בפני הדירקטוריון, נערך דיון בוועדת המאזן, המורכבת מדח"צים ומדירקטורים בלתי תלויים (פרוטוקול, עמ' 865). בנוסף, עיון בפרוטוקול ישיבת הדירקטוריון מלמד כי התנהל דיון מעמיק, ואף הובהר במהלכה שהפחתת ההון לא תפגע במסוגלותה של בזק לבצע את ההשקעות המסיביות הצפויות. עוד יצויין כי החלטת הדירקטוריון התקבלה פה אחד, וכי רוב הדירקטוריון לא הורכב מדירקטורים שמונו מטעמו של אלוביץ' (פרוטוקול ישיבת הדירקטוריון מיום 30.12.2010 בעמ' 6, 9, מוצג 17 למוצגי בזק).

150. אמנם, נפל פגם מסוים בתהליך קבלת ההחלטה, במובן זה שאישור האסיפה הכללית להפחתת ההון ניתן לפני שבזק פרסמה את הודעתה בנוגע לחוות הדעת של גיזה, שבה הובהר כי גיזה הניחה גיוס חוב בסך של 3 מיליארד ₪ (ראו לעיל בפס' 144). המערערים טענו כי בכך הוטעה האסיפה הכללית, שבמהלכה נדונה חלוקת הדיבידנד, אך לא נדונו גיוסי ההון לצורך החלוקה.

על אף האמור, אני מצטרף למסקנתו של בית משפט קמא (פס' 180 לפסק דינו), כי אין בכך כדי לפגום במהלך באופן המצדיק קבלת הערעור.

ראשית, הפרסום ריפא בדיעבד את הפגם. שנית, הדוחות הכספיים של בזק התפרסמו ועמדו לנגד עיניהם של המשקיעים, שהיו ברובם משקיעים מתוחכמים, גופים מוסדיים וקרנות השקעות, שמן הסתם היטיבו להבין כי המהלך המדובר עשוי להביא את בזק לגייס חוב במידה כזו או אחרת (על המשקל שיש לייחס לגופים המוסדיים עמדנו בפס' 122 לעיל). שלישית, הפחתת ההון תוכננה להתבצע כשש מנות, שכל אחת מהן תוצמד לדיבידנד השוטף החצי-שנתי שעתידי היה להיות מחולק תחת מדיניות חלוקת הדיבידנד של בזק. בניית המהלך בצורה כזו אפשרה לאסיפה הכללית, במידת הצורך, להקטין את שיעור הדיבידנד השוטף, ככל שהיה מתעורר חשש כי החלוקה של הפחתת ההון ביחד עם הדיבידנד תפגע בכושר הפירעון של החברה (זאת בהתאם לסמכותה של האסיפה הכללית לאשר את סכום הדיבידנד או להקטין, מכוח [סעיף 307\(1\)](#) לחוק). כך אף הוצגו הדברים לדירקטוריון בזמן אמת על ידי יו"ר הדירקטוריון דאז, שלמה רודב (פרוטוקול ישיבה מיום 30.12.2010 בעמ' 6). והנה, החלוקות כולן אושרו על ידי האסיפה הכללית פעם אחר פעם ברוב של כ-99%, גם לאחר שפורסמה הודעת ההבהרה מצד החברה בדבר הצורך בגיוס חוב. מכאן, שגם אילו היתה ההודעה נמסרת מלכתחילה, לא היה בה כדי לשנות מן התוצאה. העובדה שבזק לא הודיעה מראש לאסיפה הכללית על הנחתה של גיזה כי הפחתת ההון תחייב גיוס חוב, אינה עולה אפוא כדי פגם היורד לשורשו של עניין.

נוסיף בהקשר זה, כי לאחר שנתקבלה ההחלטה לבצע את הפחתת ההון, המהלך נתמך בחוות דעת של מספר מומחים, שאישרו כולם כי המשך המהלך של הפחתת ההון בצד חלוקת הדיבידנד השוטף, אינו פוגע ביכולת הפירעון של בזק ובאיתנותה הפיננסית (ראו שלוש חוות דעת מטעם פרופ' דן גלאי ופרופ' צבי וינר מחודשים אוגוסט 2012, מרץ 2013 ואוגוסט 2013 (מוצגים 5-7 למוצגי בזק), וכן שלוש חוות דעת מטעם פרופ' אמיר ברנע שניתנו עבור נאמני אגרות החוב של בזק (מוצגים 8-10 למוצגי בזק), שדנו בחלוקת מנות 4-6 של הפחתת ההון והדיבידנדים אליהן הוצמדו).

151. כאשר משקללים את כל הנתונים יחדיו, החל ממצבה העסקי האיתן של בזק לאורך התקופה כולה; דרך ההיגיון העסקי בהגדלת רמת המינוף של בזק (יוזמה שנולדה עוד בטרם עברה בזק לשליטתה של בי-קום); המצב ששרר בשוק והתקופה

הנוחה לבצע גיוסי חוב; ההשקעות המסיביות שביצעה בזק במקביל באותה תקופה; התימוכין לביצוע המהלך על ידי מספר מומחים; המבנה של הפחתת ההון (6 מנות בצמוד לדיבידנד השוטף); והתמיכה הגורפת, פעם אחר פעם, מצד 99% מבעלי המניות – התמונה המתקבלת היא כי מדובר במהלך עסקי סביר.

הנה כי כן, לאחר שהנטל עבר אל המשיבים לפי סטנדרט הבחינה המוגברת, עלה בידיהם לעמוד בו. זאת, משעה שנקבע כי צורכי הנזילות של בעל השליטה לא היו דוחקים או פתאומיים, ולא הם שעמדו בבסיס קבלת ההחלטה לבצע את הפחתת ההון, ומשהורם הנטל להראות כי מדובר במהלך בעל היגיון עסקי העומד במבחן הסבירות. בכך נדחות הטענות שהפנו המערערים נגד הפחתת ההון.

152. דחיית טענות המערערים לגבי הפחתת ההון, מצטרפת לטענותיהם שנדחו נגד חלוקת הדיבידנד השוטף, חלוקת הרווח החשבונאי שנוצר בעקבות הפרדת דוחות חברת "יס" וגיוסי החוב שבוצעו במקביל. ערעוריהם של המערערים נדחים אפוא במלואם. בנסיבות אלו, איני רואה צורך להידרש לטענות נוספות שהעלו המשיבים, כמו הטענה שהמערערים כלל לא הוכיחו כי נגרם נזק לחברה, והטענה לחוסר תום לב מצד המערערים. אף לא שוכנעתי כי בנסיבות המקרה דנן יש צורך להחזיר את הדיון לבית משפט קמא לצורך זימונו של אלוביץ' למתן עדות, והחלטתו של בית משפט קמא מיום 31.10.2013 בעניין זה מקובלת עלי (זאת, מבלי להביע עמדה אם במקרים אחרים עשויה עדותו של בעל השליטה להידרש כבר בשלב הבקשה לאישור התביעה).

שתי הערות בטרם נעילה

153. בחלקו הראשון של פסק הדין, עמדנו על כך, שחלוקת דיבידנד אינה בבחינת עסקה חריגה עם בעל השליטה בה יש לו עניין אישי, ולפיכך אינה טעונה קבלת האישור המשולש לפי הוראות [סעיף 270](#) לחוק. עוד קבענו כי תקיפת החלטה בדבר חלוקת דיבידנד או הפחתת הון – מעבר לדרישות הקבועות בחוק בדמות "מבחן הרווח" ומבחן "יכולת הפירעון" – צריכה להיעשות במגרש החובות המוטלות על נושאי המשרה ובעל השליטה.

אכן, מדובר בשני מגרשים נפרדים הממוקמים בפרקים שונים [בחוק החברות](#). עם זאת, אין פירוש הדבר כי שני הפרקים הם נטולי זיקה לחלוטין, וראוי להפנות בהקשר זה להוראותיו של [סעיף 255](#) לחוק החברות, שכבר הוזכר לעיל:

אישור פעולות

255. (א) חברה רשאית לאשר פעולה מהפעולות המנויות בסעיף 254(א) ובלבד שנתקיימו כל התנאים האלה:

- (1) נושא המשרה פועל בתום לב והפעולה או אישורה אינן פוגעות בטובת החברה;
- (2) נושא המשרה גילה לחברה, זמן סביר לפני המועד לדיון באישור, את מהות ענינו האישי בפעולה, לרבות כל עובדה או מסמך מהותיים.
- (ב) אישור החברה לפעולות שאינן פעולות מהותיות יינתן לפי הוראות הפרק החמישי לענין אישור עסקאות, ואישור החברה לפעולות מהותיות יינתן לפי הוראות הפרק החמישי לענין אישור עסקאות חריגות; הוראות הפרק החמישי לגבי תוקפן של עסקאות, יחולו, בשינויים המחויבים, לגבי תוקפן של פעולות.

סעיף זה מותיר בידי החברה את האפשרות להכשיר מראש פעולות הכרוכות בהפרת חובת אמונים של נושא משרה לפי [סעיף 254\(א\)](#) לחוק. נזכיר כי "פעולה" מוגדרת [בסעיף 1 לחוק החברות](#) כ"פעולה משפטית, בין במעשה ובין במחדל"; ואילו "פעולה מהותית" מוגדרת כ"פעולה העשויה להשפיע באופן מהותי על רווחיות החברה, רכושה או התחייבויותיה".

154. לפי פשט הדברים, חלוקת דיבידנד והפחתת הון הן שתיהן בגדר "פעולות", ובנסיבות המתאימות שתיהן אף יכולות להיחשב "פעולות מהותיות". מכך ניתן להסיק, כי מקום בו מתעורר חשש שמא החלטה בדבר חלוקת דיבידנד או הפחתת הון כרוכה בהפרת חובת אמונים מצד נושא משרה, בכוחה של החברה לפעול להכשיר את הפעולה מראש בהתאם להוראת [סעיף 255\(ב\)](#), קרי באמצעות העברת ההחלטה במנגנון הקבוע לצורך אישור עסקאות חריגות.

ודוק: לא נעלם מעיניי כי לשון [סעיף 255\(א\)\(2\)](#) מתייחסת לפעולות בהן נושא המשרה הוא בעל "עניין אישי" בפעולה, ועמדנו על כך שחלוקת דיבידנד אינה מקימה כשלעצמה "עניין אישי", וככלל, ניגוד העניינים הפוטנציאלי הטמון בה אינו בין נושא המשרה לחברה (ראו הדיון בפס' 31-36 לעיל). עם זאת, איני משוכנע כי יש להסיק מכך כי הוראותיו של [סעיף 255](#) לחוק מכוונות אך ורק למצבים בהם יש לנושא המשרה "עניין אישי". מלשוננו של הסעיף ניתן להיווכח שהוא מפנה [לסעיף 254\(א\)](#) לחוק, שבו מעוגנת חובת האמונים הכללית החלה על נושא משרה (נזכיר כי [סעיף 254\(א\)](#) נוקט

לשון מרבה: "נושא משרה חב חובת אמונים לחברה, ינהג בתום לב ויפעל לטובתה, ובכלל זה יימנע מכל פעולה שיש בה ניגוד ענינים..." (ראו גם בפס' 46 לעיל)). מכאן יכולה להישמע הטענה כי יש לראות את [סעיף 255](#) לחוק כמתייחס באופן כללי לפעולות הכרוכות בהפרת חובת אמן מצד נושא המשרה, ולא דווקא לפעולות הנגועות בעניין אישי.

בסופו של דבר, מנגנון האישור הפרוצדוראלי המעוגן [בסעיף 275](#) לחוק נועד "להבטיח בין היתר בחינה עצמאית שאינה מושפעת מאינטרסים אישיים באישור העסקה אשר אינם אינטרסים 'טהורים' של טובת החברה ובעלי מניותיה ככאלה" ([ע"א 2438/09](#) מדינת ישראל – רשם ההקדשות נ' קרן ברל כצנלסון, [פורסם בנבו] פס' 2 לפסק דינה של השופטת חיות (12.9.2010)). לא הייתי שולל אפוא את האפשרות כי מקום בו נושא משרה מוצא עצמו פועל באופן העלול לעלות כדי הפרת אמונים, לרבות בנוגע להחלטה בדבר חלוקת דיבידנד או הפחתת הון, החברה יכולה "לנטרל" את הפרת חובת האמונים הפוטנציאלית מבעוד מועד באמצעות עמידה בתנאי [סעיף 255](#) לחוק. כך לגבי נושא משרה, ומסתמא כך לגבי בעל שליטה המכהן בנושא משרה או בעל שליטה שיש להחיל לגביו את החובות החלות על דירקטורים.

155. דומה כי דברים אלה מתכתבים עם קביעתו של בית המשפט המחוזי בעניין רוזנפלד, שהעיר כי אף שחלוקת דיבידנד אינה בבחינת "עסקה", בנסיבות חריגות ניתן יהיה לייחס לבעל מניות "עניין אישי" בחלוקה (שם, פס' 96, 124-122, 130-129). בית משפט קמא המשיך בקו זה בפרשה שלפנינו, אולם קבע כי במישור העובדתי לא הוכח שלאוביץ' היה "עניין אישי" בחלוקות (פס' 152 לפסק דינו).

אכן, החלטה בדבר חלוקת דיבידנד עלולה להיות נגועה בהפרת חובת אמונים, וייתכן כי לכך כיוון בית המשפט המחוזי בדבריו האמורים בעניין רוזנפלד. כפי שפורט בהרחבה בפסק הדין, ייתכנו מצבים בהם נושאי משרה, או בעל שליטה המכהן בנושא משרה, יקדמו החלטה בדבר חלוקת דיבידנד, לאו דווקא מתוך רצון לקדם את טובתה של החברה, אלא כדי לקדם את טובתו של בעל השליטה. התנהלות זו עולה כדי הפרת חובת אמונים, ואם נחיל על פעולה זו את הוראות [סעיף 255](#) לחוק, אזי בכוחה של החברה לרפא את הפגם הפוטנציאלי באמצעות "הכשרת" הפעולה מראש, בדומה להכשרת עסקה עם בעל עניין (בכפוף כמובן, לעמידה ביתר התנאים הקבועים בחוק והחובות המוטלות על הגורמים הרלוונטיים). בדומה לדברינו לעיל בנוגע לביקורת השיפוטית המצומצמת החלה על עסקאות שצלחו את מנגנוני האישור הקבועים בחוק

(פס' 85-86 לעיל), כך גם לגבי "פעולה" שעברה את המסננת של מנגנוני האישור האמורים. ההנחה לגבי פעולה כאמור היא, כי נוטרל הפוטנציאל המזיק הטמון בה, כך שעל המבקש לתקוף אותה מוטל נטל כבד. חברה הפועלת בדרך זו, מבצרת אפוא את החלטתה וממזערת את הסיכון שמא בית המשפט יתערב בהחלטה מחמת היותה נגועה בהפרת חובת אמונים (ונזכיר כי צירופם של [סעיף 255\(ב\)](#) ו[סעיף 280\(א\)](#) לחוק, מוביל לכך שפעולה שהיתה טעונה אישור ולא אושרה כדין או שנפל פגם מהותי בתהליך אישורה – תהא חסרת תוקף כלפי החברה וכלפי נושא המשרה או בעל השליטה).

מכל מקום, משעה שמצאנו כי במקרה דנן לא הונחה תשתית ראייתית ראשונית המבססת טענה להפרת חובת אמונים, אין הדברים אלא בבחינת למעלה מן הצורך, וניתן להותירם לעת הזו בצריך עיון, בבחינת הרהורים לעתיד לבוא.

156. והערה נוספת. אחת הסוגיות שניתן היה להידרש אליה במסגרת הערעורים דנן, נוגעת לאופן מינויים של דירקטורים חיצוניים, לנוכח טענות שהועלו בנוגע לאחד מהדח"צים שכיהנו בבזק בתקופה הרלוונטית. לנוכח התוצאה אליה הגעתי, אין בכוונתי להרחיב בסוגיה זו. עם זאת, ארשה לעצמי להוסיף התייחסות קצרה, שכן מדובר בסוגיה בעלת חשיבות רבה, שדומה כי על הגופים הרגולטוריים ליתן עליה את הדעת.

הדירקטור החיצוני משמש כשומר-סף עצמאי, והוא נעדר זיקה לפונקציונרים השונים בחברה. החלטה על מינויו מתקבלת על ידי האסיפה הכללית, ברוב שנועד לנטרל את כוח השפעתו של בעל השליטה ([סעיף 239\(ב\)](#) לחוק). הוא נדרש להיות בעל כשירות מקצועית, ולעתים גם בעל מיומנות חשבונאית (ראו תנאי הכשירות [בסעיף 240 לחוק](#)). הפסקת כהונתו יכולה להיעשות רק באמצעות האסיפה הכללית, באותו רוב הדרוש לשם אישור מינויו, או באמצעות החלטה של בית משפט ([סעיפים 246-247 לחוק](#)). כוחו של הדח"צ וחשיבותו הרבה טמונים אפוא, בין היתר, בעצמאותו ובכישוריו, ביכולתו לאזן בין אינטרסים מתנגשים בדירקטוריון, וביכולתו למנוע ניצול לרעה מצד קבוצות אינטרסנטיות בחברה, בהיותו חסם בפני אישורן של עסקאות עם בעלי עניין (ראו: יוסף גרוס "הדירקטור החיצוני בעידן של ממשל תאגידי" תאגידיים ט(4) 39, 42-43 (2012); גרוס – [חוק החברות](#), עמ' 386-387; [גרוס – דירקטורים ונושאי משרה](#), עמ' 92-93).

157. השאלה אם במבחן התוצאה, דח"צים המכהנים בחברות בשוק הישראלי אמנם ממלאים אחר ייעודם, היא שאלה שיש קושי רב ליתן עליה תשובה קונקלוסיבית ואמפירית (לביקורת על התיאוריה לפיה הדח"צ שם לנגד עיניו את טובת החברה ולא את טובת בעל השליטה, ראו: Roberta S. Karmel, *Is the Independent Director Model Broken?*, 37 SEATTLE U. L. REV. 775 (2014); Mark E. Peecher, Stephen P. Rowe and Padmakumar Sivadasan, *Are All Outside Directors Independent? An Investigation of the Compliant Director Market*, Available at SSRN (2015); David F. Larcker and Brian Tayan, *Real Look At Corporate Governance*, in NYSE: CORPORATE GOVERNANCE GUIDE (Steven A. Rosenblum, Karessa L. Cain, and Sabastian V. Niles, eds., (2015).

בהעדר יכולת אפקטיבית לפקח על התנהלותו של הדח"צ בזמן אמת, דומה כי הדרך הבטוחה ביותר להבטיח כי דח"צ ישמש כשומר סף אפקטיבי ויימנע מ"התיישרות" עם רצונותיו של בעל השליטה, היא באמצעות נטרול מראש של זיקה אפשרית בינו לבין בעל השליטה. בהקשר זה, ניתן להרהר אם תנאי הכשירות הקבועים בחוק אכן נותנים מענה הולם. כך, למשל, [סעיף 240\(ב\)](#) לחוק אוסר על יחיד שהיתה לו זיקה לחברה או לבעל השליטה במשך שנתיים שקדמו למועד המינוי, להתמנות כדח"צ. האמנם בחלוף שנתיים ימים שככה אותה "זיקה" ועצמאותו של הדח"צ מובטחת? האם ראוי שבעל שליטה הוא שיציע את שמו של מאן דהו כדח"צ מתוקף היכרות מוקדמת ביניהם? או שמא בחירת הדח"צ צריכה להיעשות בדרך אחרת, כמו מתוך רשימת דח"צים, בדומה ל"נבחרת הדירקטורים" בחברות ממשלתיות? מנגד, בשל הכוח [שחוק החברות](#) מעניק לדח"צ, בחירה לא מוצלחת של דירקטור בעייתי, עלולה לגרום נזק של ממש לחברה, ומכאן האינטרס של בעל השליטה להציע דח"צ המוכר לו או שהוא יכול לסמוך על כישוריו.

לנוכח התוצאה אליה הגעת, איני רואה להידרש לסוגיה זו מעבר לשאלות שהועלו. אלה נותרות אפוא פתוחות, והן עניין לרגולטור לענות בו.

סיכום וסוף דבר

158. נתאר בקצרה את התחנות בהן עברנו עד הגיענו הלום:

(-) התחלנו את הילוכנו בדיון קצר במאפייני הרכישה הממונפת והבעיות שעוללות להתעורר בעקבות השימוש בו. עמדנו על כך שמדובר בכלי לגיטימי ואף ראוי, כל עוד נעשה בו שימוש זהיר ומושכל, וכי הסתמכות על חלוקת דיבידנדים עתידית בעת ביצוע רכישה ממונפת, אף היא אינה פסולה כשלעצמה.

(-) פעולה של חלוקת דיבידנדים (והפחתת הון) אינה בבחינת "עסקה", וממילא אינה "עסקה חריגה עם בעל השליטה" או "עסקה חריגה עם אדם אחר שלבעל השליטה יש בה עניין אישי". חלוקת דיבידנד אינה מקימה כשלעצמה "עניין אישי". לפיכך, הדרך לתקיפת החלטות מסוג זה אינה באמצעות המסלול של אישור עסקאות עם בעלי עניין.

(-) ככל החלטה המתקבלת בחברה, גם החלטות בדבר שינוי מבנה ההון של החברה צריכות להתקבל תוך עמידה של הגורמים הרלוונטיים בחובות ההתנהגות החלות עליהן מכוח [חוק החברות](#), וזהו אפוא המגרש המתאים לתקיפת החלטות מסוג זה. תיארונו את החובות המוטלות על הגורמים השונים בחברה ועמדנו על היחס ביניהן: חובת הזהירות וחובת האמונים המוטלות על נושאי המשרה, חובת ההגינות המוטלת על בעל השליטה, וחובת תום הלב המוטלת על בעל מניה.

(-) באשר לסטנדרט הביקורת שיש להחיל על החלטות הדירקטוריון – תיארונו את כללי הביקורת השיפוטית השונים הנוהגים בדיני החברות בדלאוור, ואת ההתייחסויות אליהם בפסיקה ובספרות בישראל. קבענו כי עקרונותיו של כלל שיקול הדעת העסקי נקלטו במשפט הישראלי; תיארונו את כלל ההגינות המלאה ושאלת התאמתו למשפט הישראלי, על רקע ההבדלים בין דיני החברות בדלאוור לדיני החברות בישראל; ועמדנו על סטנדרט הביניים של "בחינה מוגברת" שהתפתח בדלאוור וחלחל לפסיקה בישראל בהקשרים שונים. מצאנו כי יש טעם באימוץ סטנדרט ביניים של "בחינה מוגברת", בנסיבות בהן כלל שיקול הדעת העסקי אינו מספק מענה הולם דיו, לנוכח החשש שמא החלתו תוביל להחמצה של הפרות של חובת אמונים.

(-) באשר להחלטות המתקבלות בחברה בנוגע לשינוי מבנה ההון שלה – נקודת המוצא הינה כי החלטות מסוג זה חוסות תחת כלל שיקול הדעת העסקי. עם זאת, במצבים של שינוי מבנה ההון של החברה בעקבות רכישה ממונפת, ובהתחשב במתח הפוטנציאלי בין טובתו של בעל השליטה לטובת החברה, ייתכנו מצבים בהם יש מקום

להחיל סטנדרט ביניים של "בחינה מוגברת", על מנת להבטיח שהדירקטורים הפעילו שיקול דעת עצמאי וקיבלו את ההחלטה לטובת החברה.

(-) סטנדרט הבחינה המוגברת – במקרים מהסוג הנדון בערעורים דנן, הנטל הראשוני מוטל על התובע-המבקש להראות כי מדובר בשינוי משמעותי במבנה ההון של החברה, וכי קיים חשש שלבעל השליטה היתה השפעה ניכרת על תהליך קבלת ההחלטות בחברה; אם עמד התובע-המבקש בנטל זה, יעבור הנטל לנתבעים-המשיבים להראות כי בעל השליטה לא היה נתון בקשיי נזילות דוחקים או פתאומיים, שהצריכו את שינוי מבנה ההון של החברה, וכי ההחלטה היתה בעלת היגיון עסקי סביר. אם עמדו המשיבים-הנתבעים בנטל זה, ישוב כלל שיקול הדעת העסקי לעמוד בתוקפו, ובהעדר עילה נוספת המביאה לסתירתו, ייהנו נושאי המשרה מחזקת התקינות המוקנית להם מכוחו.

(-) יישום הדברים הולך אותנו למסקנה כי דין הערעורים להידחות. כך, באשר למדיניות חלוקת הדיבידנד השוטף וחלוקת הרווח החשבונאי שצמח לבזק בעקבות הפסקת איחוד דוחות יס, קבענו כי המערערים לא עמדו בנטל הראשוני הנדרש לשם סתירת כלל שיקול הדעת העסקי. באשר להפחתת ההון, מצאנו כי המערערים אמנם עמדו בנטל הראשוני, אולם המשיבים עמדו בנטל שהועבר עליהם, ועלה בידם להראות כי בעל השליטה לא היה נתון בצורכי נזילות דוחקים, וכי ההחלטה לגופה היתה בעלת היגיון עסקי סביר.

(-) בשולי הדברים, הערנו כי אין לשלול את האפשרות שבנסיבות בהן קיים חשש שמא החלטה בדבר שינוי מבנה ההון כרוכה בהפרת חובת אמון מצד נושא משרה, בכוחה של החברה לרפא את הפגם באמצעות עמידה בהוראות [סעיף 255](#) לחוק, קרי באמצעות הכפפתן להליכי האישור החלים על עסקאות עם בעלי עניין.

159. סוף דבר, דין הערעורים להידחות.

המערערים ישאו בשכר טרחת עורכי דינם של המשיבים 1-3, 15-25; המשיבים 4-14; והמשיבה 26, בסך כולל של 60,000 ₪, שיתחלק שווה בשווה בין שלוש קבוצות המשיבים.

ש ו פ ט

כבוד השופט נ' סולברג:

1. חברי, השופט י' עמית, היטיב לחקור ולדרוש, פרש בפסק דינו יריעה נרחבת בכל הנוגע למסגרת הנורמטיבית לאישור עסקאות עם בעלי ענין. בתוך כך דן חברי בחובות נושאי המשרה בחברה ובעלי המניות, וביחס ביניהם, וניתח את כללי הביקורת השיפוטית שיש להחיל על החלטות עסקיות.

2. דברי חברי בחלק הראשון של חוות דעתו הוקדשו בעיקרם לבחינתם של שני "מסלולי תקיפה" נפרדים ביחס להחלטה בדבר חלוקת דיבידנד: (1) ה"מגרש" (כלשונו של חברי) של "אישור עסקאות עם בעלי עניין" (או במילים אחרות: מנגנון "האישור המשולש"); (2) ה"מגרש" של "החובות המוטלות על נושאי המשרה ובעל השליטה".

3. לדעת חברי, "המגרש המתאים להפעלת ביקורת שיפוטית על החלטה בדבר חלוקת דיבידנד אינו המגרש של 'אישור עסקאות עם בעלי עניין'" (פסקה 35 לפסק הדין). לשיטתו, "השאלה אם הופרו החובות השונות נקרי – החובות המוטלות על נושאי המשרה ובעל השליטה – נ' ס' ולא מנגנון 'האישור המשולש', היא אפוא המגרש המתאים לתקיפת החלטה בדבר חלוקת דיבידנד" (שם, פסקה 37). כך נימק חברי את עמדתו: "כשלעצמי, מסופקני האמנם התכוון המחוקק לכלול חלוקת דיבידנד תחת הגדרת 'עסקה' ... אני סבור כי אין לערב בין התחומין ו'להזרים' את ההוראות הנוגעות לאישור עסקאות עם בעלי עניין לתחום של חלוקת דיבידנדים" (שם, פסקה 26); "אין לומר כי זו [ה'עסקה' – נ' ס'] נכנסת בגדרן של שתי החלופות המנויות בסעיף 270(4) לחוק – כ'עסקה חריגה עם בעל השליטה' או 'עסקה חריגה עם אדם אחר שלבעל השליטה יש בה עניין אישי'" (שם, פסקה 27); "פרשנות שכזו אונסת את לשון החוק" (שם, פסקה 28); "ולבסוף, ולא אחרון בחשיבותו, גם לעמדתה של הרשות לניירות ערך 'החלטה לחלק דיבידנד במזומן, כשלעצמה, אינה נכנסת לגדר סעיף 270(4) לחוק החברות' ואינה כפופה לאישור האסיפה הכללית לפי סעיף 275 לחוק החברות' (מכתבו של יו"ר הרשות לניירות ערך, פרופ' זוהר גושן, לחברת הכנסת שלי יחימוביץ' מיום 13.1.2010, בנוגע לחלוקת דיבידנד בחברת פרטנר)" (שם, פסקה 29); "המחוקק החריג מתחולתה [של הגדרת המונח 'עניין אישי' – נ' ס'] 'עניין אישי הנובע מעצם החזקת מניות בחברה'" (שם, פסקה 32); "נוכח מאפייניו השוויוניים של הדיבידנד, אף אין במניע העומד מאחורי החלוקה כדי להעלות או להוריד לעניין קיומו או העדרו של 'עניין אישי' כמובנו בחוק החברות" (שם, פסקה 34).

4. דעתי שונה קמעא. כשלעצמי אבקש להימנע מהכללות מעבר לנדרש לצורך ההכרעה בנסיבות העניין שלפנינו, ולהיזהר מקביעת כלל גורף שלפיו לעולם "חלוקת דיבידנד אינה בבחינת 'עסקה', והיא לא טעונה קבלת 'האישור המשולש'" (שם, פסקה 39). לגישתי, מן הראוי לצעוד בזהירות בתחום דינמי זה של עסקאות רכישה ממונפות ("LBO" ו-"MBO") בשוק ההון הישראלי; לא באופן גורף וכוללני, אלא במתינות. מן השופט (כתוארו אז) א' ברק למדנו כי "הגישה השיפוטית נמנעת מהכללות" ([ע"א 554/83 "אתא" חברה לטכסטיל בע"מ נ' זולוטוב, פ"ד מא\(1\) 282, 295-296 \(1987\)](#)). מטבע הדברים ולפי טיבו של הנושא הנדון, אין לטעת מסמרות בענין שעל הפרק, והכל תלוי בנסיבות הענין. כל מקרה צריך להיבחן לגופו, לאור נסיבותיו הקונקרטיות המיוחדות, ואין מקום לסיווג 'אוטומטי' של החלטה בדבר חלוקת דיבידנד ככזו, שכביכול לעולם אינה יכולה להיות רלבנטית להוראות הנוגעות לאישור עסקאות עם בעלי עניין לפי [הפרק החמישי לחלק הששי לחוק החברות](#), תשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות").

5. חלוקת דיבידנד מתבצעת באופן שוויוני כלפי כלל בעלי המניות בחברה. מקובל עלי שככלל פעולת החלוקה אינה יוצרת לבעל השליטה הממונף "עניין אישי", וכי קבלת הדיבידנד מכוחה היא למעשה זכות הנובעת מעצם החזקת המניות, ולא "עסקה" בפני עצמה. לא בכדי מחריגה מתוכה הגדרת המונח "עניין אישי" [בסעיף 1 לחוק החברות](#) – עניין הקשור להחזקת מניות בתאגיד: "עניין אישי של אדם בפעולה או בעסקה של חברה, לרבות עניין אישי של קרובו ושל תאגיד אחר שהוא או קרובו הם בעלי עניין בו, ולמעט עניין אישי הנובע מעצם החזקת מניות בחברה" (על חמקמותו של המונח "עניין אישי" המוגדר בחוק החברות ראו בפסקה 31 לחוות דעתו של השופט עמית; בעבר נדרשתי לעניין זה: [ה"פ \(מחוזי-י-ס\) 7236-05-11](#) גולדפון בע"מ נ' ב. יאיר חברה קבלנית לעבודות בניה 1988 בע"מ [פורסם בנבו] (11.8.2011), פסקאות 11-13 לפסק הדין).

6. עם זאת, לדעתי, תיתכנה נסיבות חריגות שבהן לא יהיה מנוס מלראות ברכישת המניות ובחלוקת הדיבידנד בצדה – אגב עסקת רכישה ממונפת – משום עסקה אחת מורכבת המוכתמת ב"ניגוד עניינים" והנגועה ב"עניין אישי", כזו שיש להחיל עליה את "המגרש של אישור עסקאות עם בעלי עניין", הוא מנגנון "האישור המשולש" לפי [סעיף 275 לחוק החברות](#). נסיבות חריגות אלה מתקיימות כאשר מדובר בעסקה בניגוד עניינים המעמידה את בעל השליטה או את נושא המשרה בחברה במצב שונה מזה של בעלי המניות האחרים, כלומר: כאשר השפעת העסקה שמבצעת החברה על בעל מניות אחד,

אינה דומה להשפעתה על יתר בעלי המניות. מסקנה זו הריהי מובנת מאליה שכן "טובת החברה" חייבת להתפרש כטובתם המשותפת של כלל בעלי המניות, ולא כטובתו הסקטוריאלי של חלק מבעלי המניות בלבד.

7. כך למשל, הדוגמה מהפסיקה הישראלית שמזכיר השופט עמית בפסקה 37 לחוות דעתו – פסק דינו (החלקי) של בית המשפט המחוזי בחיפה (סגן הנשיא ג' גינת) [בת"א 474/04 ירדן נ' ליפשיץ](#) [פורסם בנבו] (20.8.2007) (להלן: "ענין ירדן") – ממחישה היטב את החריג לכלל. פסק הדין מתמקד בעסקת רכישת מניות ממונפת שבוצעה על-ידי ההנהלה ("MBO") בחברה פרטית, ובנסיבות המיוחדות שם נקבע כי ההכרזה יוצאת הדופן על חלוקת הדיבידנד היתה שלב אינטגרלי ומתוכנן בעסקת רכישת המניות הממונפת: "אמנם מבחינה טכנית רכישת המניות וחלוקת הדיבידנד הן שתי פעולות נפרדות, אולם בנסיבות העניין אין לראות בהן אלא פעולה אחת מורכבת של רכישת מניות החברה באמצעות משאביה. נסיבות עסקת שייבר מלמדות, כי חלוקת הדיבידנד הייתה חלק מובנה בה. הנתבעים, כנושאי משרה בחברה, ידעו, שבקופת החברה הצטברו מספיק רווחים ראויים לחלוקה כדיבידנד. העסקה תוכננה מראש, כך שהתשלום בעבור המניות יבוצע באמצעות כספי הדיבידנד, ובהתאם לתכנון מוקדם זה, נקבעו מועד חלוקת הדיבידנד והיקפו (פסקה 80 לפסק הדין) ... היותה של חלוקת הדיבידנד שלב בעסקת שייבר נלמדת גם מהעובדה, שהבטוחות להבטחת החזר ההלוואה שהעניק בל"ל לחברת הניהול לצורך ביצוע העסקה, כללו ... גם התחייבות של כל מי שעתידי היה להישאר או להפוך לבעל מניות מנהלה בחברה בעקבות העסקה, כי כאשר תעלה שאלת חלוקת דיבידנד, לא יתנגד ואף יורה לדירקטורים (מטעמו) להצביע בעד החלוקה (שם) ... עניינו האישי של הנתבע 2 בפעולה זו (חלוקת הדיבידנד), כאמור לעיל, הוא מובן מאליו. הודות לביצועה הפך הנתבע 2 מנושא משרה בלבד (מנכ"ל) גם לבעל מניות הרוב בחברה, וזאת מבלי שנאלץ להוציא פרוטה מכיסו לצורך כך (שם, פסקה 81) ... פעולה זו ... והתקשרות של חברה, שלנושא משרה בה יש עניין אישי בה חייבת לעבור את הליכי האישור הקבועים בחוק, אף אם עניין אישי זה אינו עומד בניגוד לעניינה של החברה ... הפעולה הנדונה היתה במהותה העברת כספים של החברה, שבתור שכאלה, ועד כמה שניתן ליעד אותם לחלוקת דיבידנד, שייכים לכלל בעלי המניות, לידיו של אדם [מנכ"ל החברה – נ' ס'] אשר אינו נמנה על בעלי המניות, וזאת ללא כל תמורה. לשון אחר: הפעולה הביאה להתעשרות הנתבע 2 על חשבון כלל בעלי המניות בחברה. מסקנת הדברים היא, שאמנם הפעולה השפיעה במידה שווה על כלל בעלי המניות בחברה, אך לרעה (שם) ... איש אינו טוען כי העיסקה אינה כשרה בשל היותה 'ממונפת', אלא בשל היותה נגועה בניגוד עניינים" (שם, פסקה 101). מן הראוי לציין, כי פסק דין זה בוטל בבית המשפט העליון, בהסכמת הצדדים, מבלי שהערעור נדון לגופו, לאחר שהצדדים הופנו לבוררות ואימצו את פסק הבורר הסודי ([ע"א](#)

[9849/08](#) ירדן נ' לייש [פורסם בנבו] (1.12.2011)). ברם, נימוקי פסק הדין הנ"ל בענין ירדן, נראים נכוחים, ואכן אין לשלול כי בנסיבות מסוימות פעולת חלוקת הדיבידנד (אגב עסקת רכישה ממונפת) עלולה ליצור "עניין אישי" לבעל השליטה הממונף (ראו מאמרו של דון סוטונוב הנזכר בפסקה 37 לחוות דעתו של השופט עמית).

8. דוגמה נוספת: חברי רומז לכך שלא רק פעולה של חלוקת דיבידנד, אלא גם אי-חלוקתו "אינה מתאימה להחלת מנגנון האישור המשולש" (שם, פסקה 37 סיפא). נניח שחברה מחליטה – לאחר שנתקבלו כל האישורים הנדרשים לפי [חוק החברות](#) – להעניק הלוואה לבעל שליטה (ללא ריבית כלל או בריבית נמוכה מאוד ביחס לריבית הנהוגה במשק) הלוואה שתיפרע מדיבידנד עתידי שמתכננת החברה לחלק לבעלי מניותיה; ונניח עוד, שלימים נמנע הדירקטוריון מחלוקת הדיבידנד, למרות שבקופת החברה הצטברו רווחים ראויים לחלוקה, ובמקום זאת מחליט להשתמש בקופת המזומנים של החברה לביצוע השקעות הון ספציפיות שאותן ממילא מי שמנתב ומכתיב הוא לא אחר מבעל השליטה. בדוגמה זו, בין אם מדובר בהחלטה אגב עסקת רכישה ממונפת, בין אם לאו, לדעתי יש חשש ממשי שלבעל שליטה (במיוחד כזה שאינו "שונא סיכון") יש עניין אישי באי-חלוקת הדיבידנד, ומנגנון 'האישור המשולש' יפה לה. גבי דידי, אין לשלול (או להגביל מראש) את האפשרות שיתכנו מקרים חריגים נוספים המערבים החלטה בדבר חלוקת או אי-חלוקת דיבידנד (אגב עסקת רכישה ממונפת), המקימה "עניין אישי" לבעל השליטה הממונף, ושבהם יהיה מקום להחיל את המסלול של אישור עסקאות עם בעלי עניין. אין מדובר ברשימה סגורה של מקרים חריגים, ואפשר להשאירם בצריך עיון לעת מצוא. זאת ועוד: חזקה על המחוקק כי אינו משחית מילותיו לריק, ואם רצה להחריג לגמרי את האפשרות לתקוף החלטה על חלוקת דיבידנד אגב עסקת רכישה ממונפת מהמסלול הפרטני של אישור עסקאות עם בעלי עניין המוסדר [בחוק החברות](#), היה עושה זאת במפורש.

9. במאמר מוסגר אציין כי הסתמכותו של חברי, השופט עמית (שם, פסקה 29), על האמור במכתבו של יו"ר רשות ניירות ערך דאז משנת 2010 בנוגע לחלוקת דיבידנד בחברת "פרטנר", כי – "החלטה לחלק דיבידנד במזומן, כשלעצמה, אינה נכנסת לגדר סעיף 270(4) [לחוק החברות](#) ואינה כפופה לאישור האסיפה הכללית לפי סעיף 275 לחוק החברות" אין בה בהכרח כדי לסייע להנמקתו של חברי. ראשית, משום שרשות ניירות ערך לא צורפה להליך דנן, ואין לדעת אם עמדתו של יו"ר רשות ניירות ערך דאז היא גם עמדתה כיום של מליאת רשות ניירות ערך; שנית, משום שהעמדה המובאת במכתבו של יו"ר רשות ניירות ערך דאז מתיישבת היטב עם דעתי-שלי. נכון, שבשים לב לכך

שדיבידנד, מעצם טיבו, מחולק לכלל בעלי המניות באופן שוויוני (ביחס ישיר לשיעור החזקותיהם במניות החברה), חזקה היא כי החלטה בדבר חלוקת דיבידנד, כשלעצמה, אינה טעונה קבלת "אישור משולש" בהתאם [לסעיף 275 לחוק החברות](#). ואולם, חזקה זו – ככל חזקה אחרת שאינה חלוטה – היא עדיין רק בגדר חזקה, ולכן ניתנת לסתירה בנסיבות המתאימות. המשכו של הציטוט האמור, מתוך מכתבו של יו"ר רשות ניירות ערך דאז, שהשופט עמית מבקש להסתמך עליו, ממחיש זאת: "ואלה הם גם פני הדברים ביחס לחלוקה בפרטנר". כל ענין, לפי נסיבותיו, קובע פרק לעצמו.

10. על רקע האמור, אינני שותף לעמדתו הנחושה של השופט עמית כי הדרך לתקיפת החלטה על חלוקת דיבידנד לא תהיה אף פעם במסלול של אישור עסקאות עם בעלי ענין. אציין, כי באותם מקרים חריגים המערבים החלטה בדבר חלוקת דיבידנד, אגב עסקת רכישה ממונפת, ושבהם יהיה מקום להחיל את המסלול של אישור עסקאות עם בעלי ענין, ישנה הצדקה לשמיעת עמדתה המקצועית של רשות ניירות ערך, וזאת בשם לב לתפקידה המעוגן [בסעיף 2 לחוק ניירות ערך](#), תשכ"ח-1968: "שמירת עניינו של ציבור המשקיעים בניירות ערך".

11. שיקול התומך במסקנתי דלעיל כי בנסיבות (חריגות) מתאימות ניתן גם ניתן לתקוף החלטה על חלוקת דיבידנד במסלול של אישור עסקאות עם בעלי ענין נובע מהחיסרון שטמון במסלול התקיפה שהשופט עמית מציע להחיל (ולדידו אין בלתו) – "חובות התנהגות המוטלות על נושאי המשרה ובעל השליטה", הבוחן את התנהלותם של נושאי המשרה ובעל השליטה (ביחס לחובות האמון המוטלות עליהם בדין) ואת האופן שבו הפעילו את שיקול דעתם. לדידי, לא תמיד די באפקטיביות של חובות האמון (חובות האמונים וחובת הזהירות) המוטלות על חברי הדירקטוריון. השפעתו של בעל השליטה בחברה על חברי הדירקטוריון היא לרוב משמעותית יותר מאשר החשש של חברי הדירקטוריון מפני הפרתן של חובות האמון המוטלות עליהם במסגרת [חוק החברות](#). הדבר בא לידי ביטוי בעיקר כאשר לא מתקיימת הפרדה מוחלטת בין בעל השליטה לבין חברי הדירקטוריון, ובעל השליטה בחברה מכהן גם בתור דירקטור מטעמה (כך, למשל, בעל השליטה בנסיבות ענייננו (מר שאול אלוביץ') כיהן גם בתור דירקטור בבזק ובהמשך מונה ליו"ר הדירקטוריון). במקרה שכזה, תנאי השכר של הדירקטורים המכהנים תלויים כמעט תמיד באישורו הבלעדי של בעל השליטה (ובדירקטורים מטעמו) כחברים (היחידים) בדירקטוריון שאינם בעלי "עניין אישי", ומשכך קיים חשש להשפעה של בעל השליטה על החלטות חברי הדירקטוריון (לרבות

“החלטה על חלוקת דיבידנד” שהיא בתחום סמכותו של הדירקטוריון לפי [סעיף 307 לחוק החברות](#): “החלטת החברה על חלוקת דיבידנד תתקבל בדירקטוריון החברה.”.

12. זאת ועוד: ככלל, החלטות הדירקטוריון בדבר חלוקת דיבידנד הן מסוג ההחלטות החוסות תחת כלל “שיקול הדעת העסקי” של הדירקטוריון (BJR – Business Judgment Rule), ובתי המשפט ממילא, כנקודת מוצא, ימנעו מלהתערב בהן. דווקא בשל החיסרון המובנה במסלול התקיפה הבלבדי של “חובות האמון השונות” שמציע השופט עמית לאמץ – הקושי היישומי שבו והאפקטיביות המוגבלת שלו – קיימת לדעתי הצדקה להשאיר על כנו את מסלול התקיפה החלופי – מנגנון “האישור המשולש” הנדרש לשם אישור עסקאות עם בעלי עניין. כל אחד משני המסלולים החלופיים לתקיפת החלטה בדבר חלוקת דיבידנד כשלעצמו איננו שלם, וחסר את יתרונותיו של זולתו; אך ביחד הם משלימים זה את זה.

13. הכפפת החלטות על חלוקת דיבידנד למסלול הבלבדי של “חובות התנהגות המוטלות על נושאי המשרה ובעל השליטה” תוביל לכך שבדרך כלל יוחל כלל “שיקול הדעת העסקי” של הדירקטוריון, ובכך “תוחמצנה” הפרות של חובות אמון מצד נושאי המשרה, כאמור לעיל. חשש זה מביא את השופט עמית למסקנה כי יש מקום להחיל במצבים שבהם מדובר בשינוי במבנה ההון של החברה, אגב עסקת רכישה ממונפת, סטנדרט ביניים מיוחד של “בחינה מוגברת”. לפי סטנדרט מוצע זה, שדעתי אינה נוחה הימנו – “הנטל הראשוני מוטל על התובע-המבקש להראות כי מדובר בשינוי משמעותי במבנה ההון של החברה, וכי קיים חשש שלבעל השליטה היתה השפעה ניכרת על תהליך קבלת ההחלטות בחברה; אם עמד התובע-המבקש בנטל זה, יעבור הנטל לנתבעים-המשיבים להראות כי בעל השליטה לא היה נתון בקשיי נזילות דוחקים או פתאומיים, שהצריכו את שינוי מבנה ההון של החברה, וכי ההחלטה היתה בעלת היגיון עסקי סביר. אם עמדו המשיבים-הנתבעים בנטל זה, ישוב כלל שיקול הדעת העסקי לעמוד בתוקפו” (פסקה 158 לפסק הדין). ראשית, לא מובן מדוע הסטנדרט האמור יחול רק במקום שבו הראה המבקש, כי “מדובר בשינוי משמעותי במבנה ההון של החברה”. כלל זה, במתכונתו הנוכחית, יתמרץ את בעל השליטה ‘לעקוף’ את סטנדרט הביניים באמצעות חלוקה מתוכננת מראש ל‘מנות’, של השינוי המבוקש במבנה ההון של החברה, כך שכל חלוקה כשלעצמה לא תהיה משמעותית. שנית, הנטל המצטבר המוטל על המבקש להראות כי “קיים חשש שלבעל השליטה הייתה השפעה ניכרת על תהליך קבלת ההחלטות בחברה” אינו מובן דיו. לבעל השליטה קיימת בשגרה השפעה “אינהרנטית” מובנית על תהליך קבלת ההחלטות בחברה. הדברים נכונים לענייננו מכוח קל וחומר, שכן בעל השליטה

(שאול אלוביץ'), כאמור, כיהן גם בתור דירקטור בבזק, ובהמשך אף מונה ליו"ר הדירקטוריון. 6 דירקטורים כולל אלוביץ' עצמו, מתוך 13 חברי דירקטוריון בזק, מונו מטעם אלוביץ'. זאת ועוד. הנטל שמבקש השופט עמית להטיל על התובע-המבקש, כחלק מסטנדרט הביניים המוצע של "בחינה מוגברת", הוא נטל הוכחה כפול ומכופל; מסופקני אם נטל זה עולה בקנה אחד עם הרף הנדרש במסגרת הליך מקדמי של בקשה לאישור התובענה כנגזרת (ההליך שבו נקטו המערערים בבית המשפט המחוזי), שבו כידוע הנטל על מבקש האישור הוא ברמה לכאורית בלבד (ראו פסק דינו של מותב זה ברע"א 4024/14 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כהן [פורסם בבנו] (26.4.2015), פסקה 16 לחוות דעתו של השופט עמית). למעשה, נראה כי המשטר התאגידי החדש שמציע השופט עמית לאמץ פועל דווקא לרעתו של התובע-המבקש, במובן זה שהנטל החדש מנטרל את הרף הקבוע בדין (סעיף 198(א) לחוק החברות), רף של הוכחה לכאורה לקיומה של עילת תביעה נגזרת, וקובע לטעמי, שלא לצורך, נטל חדש, מחמיר יותר. בשולי הדברים אציין כי סטנדרט הביניים המוצע של "בחינה מוגברת" ("Enhanced Scrutiny") שמקורו בפסיקת בית המשפט העליון בדלאוור, אומץ שם בהקשר אחר – דירקטוריון שפעל לסיכול ניסיון "השתלטות עוינת" על החברה (ראו *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506, A.2d 173 (Del. 1986) – ובכל מקרה היישום של סטנדרט הביניים בדלאוור שונה מהתוכן שמבקש השופט עמית לצקת לתוכו בדיני החברות בישראל (לדיון נוסף וממצה בסטנדרט הביניים האמור בשנתיים האחרונות ראו: *RBC Capital Markets, LLC v. Jervis*, 125 ; 129, A.3d 186 (Del. 2015) *Corwin v. KKR Financial Holdings LLC*, 125 ; 129, A.3d 186 (Del. 2015) *Singh v. Attenborough*, 137 A.3d 151 (Del. 2016) ; A.3d 304 (Del. 2015)).

14. כזכור, המערערים תקפו שלושה מהלכים עסקיים שבזק נקטה בהם: (1) מדיניות חלוקת הרווחים לאחר העברת השליטה לידי "בי-קום" ועד לשנת 2012 (להלן: "דיבידנד שוטף"); (2) חלוקת הרווח החשבונאי בעקבות ההודעה על הפסקת איחוד דוחותיה של חברת הלוויין "יס" לפני העברת השליטה לידי "בי-קום" (להלן: "חלוקת הרווח החשבונאי"). אציין, כי אחת מהחלטותיו של הדירקטוריון בהרכבו החדש שהתקבלה עם העברת השליטה לידי "בי-קום" הייתה בדבר גיוס חוב בנקאי בסך של כ-1.5 מיליארד ₪ ובחלוף כשבעה חודשים גיוס חוב נוסף בסך של 700 מיליון ₪; (3) הפחתת ההון בסך של 3 מיליארד ₪ שבוצעה לאחר העברת השליטה לידי "בי-קום" בחלוקה לבעלי המניות בשש מנות חצי-שנתיות, בסך של חצי מיליארד ₪ כ"א, בצמוד לדיבידנד השוטף המחולק גם הוא מדי חצי שנה (להלן: "הפחתת ההון"). בחלוף

כחודשיים ממועד אישור המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו לביצוע הפחתת ההון, קרי – במהלך חודש מאי 2011, החליט הדירקטוריון על גיוס חוב בהיקף של כ-2 מיליארד ₪, וחודש לאחר מכן החליט הדירקטוריון על הנפקת אג"ח בסך כולל של כ-1.5 מיליארד ₪ (כשלבסוף גויס סכום של כ-2.7 מיליארד ₪). אדרש להלן לכל אחד מהמהלכים העסקיים הללו. אקדים לכך הערה. לפני כניסתו לתוקף של [חוק החברות](#), במסגרת עקרון שימור ההון והאיסור על הפחתתו, חל גם איסור גורף על חברה לסייע ברכישת מניותיה, כפי שבא לידי ביטוי בהוראת [סעיף 139 לפקודת החברות](#) [נוסח חדש], תשמ"ג-1983: "לא תיתן חברה לשום אדם במישרין או בעקיפין סיוע כספי - בהלוואה, בערבות או במתן ערובה או בכל דרך אחרת - לשם קניית מניותיה, או בויקה לקניה כזו, שנעשתה או שיש לעשותה". בשנת 2000, עם כניסתו לתוקף של [חוק החברות](#), בוטל האיסור הגורף על הסיוע לרכישה.

חלוקת דיבידנד שוטף

15. מכיוון שבזק נקטה עוד החל משנת 2006 (לפני העברת השליטה לידי "בי-קום", שהושלמה במחצית הראשונה של שנת 2010) במדיניות של חלוקת דיבידנדים בשיעור של 100% מהרווח השנתי שלה, ובשים לב לכך שאין חולק על כך שכל חלוקות הדיבידנד השוטף מילאו אחר התנאים של "חלוקה מותרת" כמשמעותה [בסעיף 302 לחוק החברות](#) (ואושרו על-ידי האסיפה הכללית ברוב שלמעלה מ-99% מקרב המשתתפים בהצבעה), הרי שיש בכך לדעתי כדי להחליש במידה רבה (אולי אף לרפא) את החשש כי ההחלטה על המשך מדיניות חלוקת הדיבידנד השוטף שבזק נקטה בה לאחר העברת השליטה לידי בי-קום היתה נגועה ב"עניין אישי" של בעל השליטה הממונף ואת החשש כי ההחלטה התקבלה כביכול על-ידי חברי הדירקטוריון, תוך הפרת חובות האמון, וכדי לשרת את טובתו של בעל השליטה החדש. השיקול המרכזי שעל בית המשפט לשקול בכואו להכריע בשאלה האם החלטה על חלוקת דיבידנד שוטף (אגב עסקת רכישה ממונפת) התקבלה תוך הפרת חובות האמון המוטלות על מקבליה או היתה נגועה ב"עניין אישי" של בעל השליטה הממונף, עניינו בבדיקה העובדתית האם החברה גילתה לפני חלוקת הדיבידנד שבמוקד, מדיניות מצמצמת בחלוקת דיבידנדים, והאם מדיניות זו "שכפלה" עצמה בתקופה שלאחר החלוקה החד-פעמית. כאמור, בענייננו, התשובה על שתי השאלות האמורות היא בשלילה.

חלוקת הרווח החשבונאי

16. כיוון שפסק הדין בעניין יורוקום (ע"א 2082/09 יורוקום די.בי.אס בע"מ נ' [בזק חברת התקשורת הישראלית בע"מ, פ"ד סג\(2\) 788 \(2009\)](#)), שבו נקבע כי אין לאשר את מיזוגן של בזק ו"יס") וההודעה של בזק בדבר הפסקת איחוד דוחותיה עם דוחותיה ההפסדיים של "יס", ניתנו בחודש אוגוסט בשנת 2009, קרי – כחודשיים לפני עסקת הרכישה הממונפת של "בי-קום" וכשמונה חודשים לפני העברת השליטה בפועל, הרי שדי בכך לדעתי כדי להפריך בעניין דנן – בשים לב לעובדות שהוכחו – את החשש שמא התקבלה ההחלטה על הפסקת איחוד דוחותיה של "יס" (ועל רישום הרווחים החשבונאיים שנבעו כתוצאה מכך וחלוקתם כדיבידנד) תוך הפרת חובות האמון המוטלות על מקבליה, ואת החשש כי לבעל השליטה הממונף היה "עניין אישי" בקבלת ההחלטה האמורה וביישומה, לא כל שכן השפעה כלשהי על נסיבות קבלתה והוצאתה אל הפועל. לכך מצטרפת גם העובדה כי לא עלה בידי המערערים להוכיח שצורכי הנזילות של בעל השליטה הממונף דוחקים במידה כזו שהנזק שייגרם לו באופן אישי אם לא יחולק דיבידנד, צפוי להיות גדול מהנזק שייגרם לחברה ולו כבעל השליטה בעקבות חלוקת דיבידנד.

הפחתת ההון

17. חברי, השופט עמית, מציין כי ההחלטה בדבר הפחתת ההון בסך של 3 מיליארד ₪, לאחר העברת השליטה לידי "בי-קום", היא המעוררת את "הקושי העיקרי בערעור דנן" (פסקה 138 לפסק הדין). לאחר ישום העקרונות שהתווה – במסגרת סטנדרט הביניים של "בחינה מוגברת" – על נסיבות העניין דנן, קבע השופט עמית, כי "המערערים אמנם עמדו בנטל הראשוני, אולם המשיבים עמדו בנטל שהועבר אליהם, ועלה בידם להראות כי בעל השליטה לא היה נתון בצורכי נזילות דוחקים, וכי ההחלטה לגופה הייתה בעלת היגיון עסקי סביר" (שם, פסקה 158). כאמור בפסקה 13 לעיל, דעתי אינה נוחה מסטנדרט זה, ולמעשה אין בו צורך. בנסיבות העניין שלפנינו, כיוון שהאסיפה הכללית אישרה את המלצת הדירקטוריון בדבר ביצוע הפחתת הון ברוב שלמעלה מ-99% מבעלי המניות; כיוון שלבעל השליטה אלוביץ' לא היה 'רוב' בדירקטוריון החדש שהמליץ על ביצוע הפחתת ההון (6 דירקטורים כולל אלוביץ' עצמו מתוך 13 חברי דירקטוריון בזק מוננו מטעם אלוביץ'); כיוון שהפחתת ההון אף אושרה בבית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו (ת"א 48067-01-11) [פורסם בנבו] בהחלטה מיום 31.3.2011; וכיוון שגם כאן לא הוכח על-ידי המערערים כי צורכי הנזילות של בעל השליטה הממונף דוחקים במידה כזו שבה הנזק שייגרם לו באופן אישי אם לא יחולק דיבידנד, צפוי להיות גדול מהנזק שייגרם לחברה ולו כבעל השליטה בעקבות חלוקת דיבידנד;

יש בכך לדעתי כדי למרק את החשש כי לבעל השליטה הממונף היה "עניין אישי" בהחלטה על הפחתת ההון, ואת החשש כי ההחלטה התקבלה תוך הפרת חובות האמון המוטלות על מקבליה.

גיוסי החוב והנפקת אג"ח - במבט על

18. אשר לטענות הממוקדות במהלכי "גיוסי החוב" ו"הנפקת האג"ח" האמורים, העוקבים מבחינה כרונולוגית למהלך "חלוקת הרווח החשבונאי" (המהלך העסקי השני) ולמהלך "הפחתת ההון" (המהלך העסקי השלישי), אבהיר כי בהלכה הפסוקה נקבע שוב ושוב כי "לכסף אין ריח", כלומר: ככלל, לא ניתן ליצור זהות והתאמה בין כספים שנתקבלו בחברה כתוצאה מגיוסי חוב לבין כספים ששימשו בידיה לחלוקת דיבידנד (ראו למשל: [ע"א 6574/99 משרד השיכון נ' עו"ד קרייתי, מפרק חברת ביתרומעץ, פ"ד נח\(3\) 313, 321-322 \(2000\)](#): "הכסף מתערבב, על-פי רוב, עם שאר הכספים שבידי המחזיק, כך שאין אפשרות להבחין בין השימושים. לכסף אין סימן היכר. לכן, ככלל, ניתן לומר כי המחזיק עושה שימוש - ולו גם עקיף - בכל כסף המצוי ב'מצבת נכסיו'"). המסקנה הנובעת מכך היא שההלוואות שנטלה בזק לא יועדו לצורך חלוקת הדיבידנדים דווקא, אלא לכלל צרכיה של בזק. זו גם אחת הסיבות לכך שבע"א 8301/04 פקיד השומה למפעלים גדולים נגד פי גלילות מסופי נפט וצינורות בע"מ [פורסם בנבו] (28.10.2007) נפסק, כי יש להתיר ניכוי הוצאות מימון בגין הלוואה שניטלה לצורך חלוקת דיבידנד. לסיכום, בענייננו, לא שוכנעתי כי ניתן 'לצבוע' את האשראי שנטלה בזק ולקבוע כי נועד רובו ככולו למימון הדיבידנדים דווקא. תשתית ראייתית שכזו לא הועמדה על-ידי המערערים. אדגיש, עם זאת, כי אין לשלול כי בעתיד ניתן יהיה לשוב ולבחון מחדש, במקרה המתאים, את סבירות הטענה האמורה, בהינתן תשתית ראייתית, אמנם ראשונית, אך מספקת.

19. בכפוף להערותי דלעיל, אני מצרף את דעתי לדעתו של חברי, השופט עמית, כי יש לדחות את הערעורים, ולחייב את המערערים בשכ"ט עורכי דינם של המשיבים.

ש ו פ ט

השופטת ע' ברון:

1. חוות דעתו המקיפה והמעמיקה של חברי השופט י' עמית מעוררת מחשבה ודיון בשורה של סוגיות בוערות בנושאי ממשל תאגידי ואחריות נושאי משרה בחברה. חלק מהסוגיות שנסקרו על ידי חברי הן בלב המחלוקת נושא הערעורים שלפנינו, וחלקן בבחינת למעלה מן הצורך. דומני כי מבין שורת הנושאים שבהם מטפל השופט עמית ביסודיות, החשוב לענייננו הוא תהליך "הייבוא" של כלל שיקול הדעת העסקי (ה- BJR – business judgment rule) מדיני החברות בדלאוור למשפט הישראלי. לפי כלל זה, למעט במקרים חריגים החלטות הדירקטוריון חוסות תחת חזקת תקינות. הנטל לסתור את החזקה רובץ לפתחו של הטוען נגד התנהלותם של הדירקטורים, ובמוקד הביקורת השיפוטית ניצב הליך קבלת ההחלטה על ידי הדירקטוריון (להבדיל מתוכנה). הגם שכלל שיקול הדעת העסקי טרם אומץ אל תוך המשפט הישראלי באופן מפורש, בחקיקה או בפסיקתו של בית המשפט העליון, הערכאות השונות נוהגות לעשות בכלל זה שימוש תדיר – תוך התאמתו לדיני החברות הישראליים. בהקשר זה, מקובלת עליי גישתו של בית המשפט המחוזי (השופט ח' כבוב), ושל חברי השופט י' עמית, כי במצבים שבהם הדינמיקה של קבלת ההחלטות בדירקטוריון יוצרת חשש לניגוד עניינים מצידם של חברי הדירקטוריון – יש הצדקה לקיים ביקורת שיפוטית מוקפדת יותר על אותן החלטות, ובתוך כך להקל את הנטל לסתירת חזקת התקינות המרחפת מעל עבודת הדירקטוריון.

במוקד הערעורים שבהם עסקינן, ניצבות החלטות של דירקטוריון בזק בדבר חלוקת דיבידנדים והפחתת הון – שהתקבלו סמוך לאחר שהשליטה בבזק נרכשה על ידי מר שאול אלוביץ' (בשרשור באמצעות חברת בי-קום) (להלן: אלוביץ'). מדובר בחלוקת דיבידנד שוטף; חלוקת רווח חשבונאי שנוצר לבזק כתוצאה מהפרדת הדוחות הכספיים שלה מדוחותיה של חברת "יס"; והפחתת הון. אלוביץ' קנה את השליטה בבזק בדרך של רכישה ממונפת – וכפי שהטעים חברי השופט עמית, מדובר בעסקה שאמנם אין עוררין בדבר הלגיטימיות שלה, ואולם מטבע הדברים גלום בה גם חשש שמא עם השגת השליטה "יחלוב" בעל השליטה את קופת החברה עד לריקונה. כך, על ידי קידום מדיניות אגרסיבית של חלוקת דיבידנדים ועל מנת לעשות שימוש בכספי החלוקה להחזר המימון שנטל לרכישת השליטה. החשש האינהרנטי לניגוד עניינים מצידו של בעל השליטה, בין טובתו שלו לבין טובת החברה, מחייב אימוץ כלל מחמיר יותר (ביחס לכלל שיקול הדעת העסקי) לבחינת תקינותן של החלטות הדירקטוריון.

2. חברי השופט י' עמית קובע את סטנדרט "הבחינה המוגברת" לצורך בדיקת תקינות החלטות דירקטוריון בדבר חלוקת דיבידנדים המתקבלות לאחר רכישה ממונפת – ואני מצטרפת לדעתו גם בנקודה זו. בתמצית, מדובר בהוספת חלופה רביעית לשלוש החלופות המוכרות עד כה בפסיקה ובספרות המשפטית, שבאמצעותן ניתן לסתור את חזקת התקינות העומדת ביסוד כלל שיקול הדעת העסקי (והן: ניגוד עניינים, חוסר תום לב, או חוסר במידע בקבלת ההחלטה). החלופה הרביעית לסתירת כלל שיקול הדעת העסקי תתקיים במצבים שבהם דירקטורים נמנעים מהפעלת שיקול דעת עצמאי, ו"נכנעים" לדרישת בעל השליטה לחלק דיבידנדים הגם שהחלוקה אינה לטובת החברה. משכך, וכפי שמציע חברי, על בעל דין המבקש לסתור את כלל שיקול הדעת העסקי מוטל הנטל הראשוני להצביע על קיומו של חשש כי לבעל השליטה היתה השפעה ניכרת על קבלת ההחלטה בדבר חלוקת הדיבידנדים, או כי הדירקטורים נמנעו מהפעלת שיקול דעת עצמאי בעניין זה. בנוסף, שומה על המבקש להראות כי הרכישה הממונפת יצרה שינוי משמעותי במבנה ההון של החברה – מתוך הנחה כי ככל שמדובר בשינוי גדול יותר במבנה ההון, כך גובר החשש כי צרכי הנזילות של בעל השליטה הם שהכתיבו את החלטת החלוקה. אם עמד המבקש בנטל לסתור את חזקת התקינות של החלטות הדירקטוריון, הנטל עובר לכתפיהם של חברי הדירקטוריון ובעל השליטה להוכיח את תקינות החלטת החלוקה. עליהם להראות כי בעל השליטה לא היה נתון בקשיי נזילות דוחקים שהם שהכתיבו את חלוקת הדיבידנדים; ובנוסף, כי החלטת החלוקה היתה סבירה והגיונית מבחינה עסקית. בין שני אלמנטים אלה מתקיים יחס של מקבילית כוחות: ככל שקשיי הנזילות של בעל השליטה דוחקים יותר, כך גובר הספק בנוגע להיגיון העסקי שבהחלטת החלוקה; ולהיפך.

מעבר לדברים אלה, סבורתני כי לעת הזאת אין מקום להוסיף ולקבוע מסמרות בנוגע לאופן הפעלתה של "הבחינה המוגברת" – וראוי שסטנדרט זה יתעצב ממקרה למקרה בהתאם לנסיבותיו. יש לאפשר לבית משפט גמישות בשימוש בבחינה המוגברת, תוך הפעלת שיקול דעת באשר להיקף הביקורת השיפוטית הנחוצה במקרה המסוים שמובא לפתחו, בין היתר בהתאם לעוצמתו של החשש מפני השפעה זרה על החלטות הדירקטוריון. בתוך כך, וכפי שציינ גם השופט עמית, בעת "כיולו" של הנטל הראיתי הנדרש בכל אחד משלביה של הבחינה המוגברת, יש להישמר פן האפשרות לסתור את חזקת התקינות תהפוך לאפשרות תיאורטית גרידא.

3. במקרה שלפנינו, המדיניות שהיתה נוהגת בבזק כבר מספר שנים לפני הרכישה הממונפת, היתה של חלוקת דיבידנדים בשיעור 100% מהרווחים שלה; קרי: אלוביץ'

לא שינה את מדיניות החברה לגבי חלוקת דיבידנדים עם רכישת השליטה על ידו, אלא פעל בהתאם לה. ההחלטה בדבר חלוקת הרווח החשבונאי שנוצר כתוצאה מהפסקת איחוד הדוחות הכספיים עם חברת "יס", בכלל התקבלה בדירקטוריון עוד קודם לרכישה הממונפת. אשר להפחתת ההון – מהלך זה אמנם הביא לשינוי משמעותי במבנה ההון של בזק, ואולם בית המשפט המחוזי מצא כי החברה שבאמצעותה החזיק אלוביץ' בשליטה בבזק (בי-קום), היתה יכולה להמשיך בפעילותה ולעמוד בהתחייבויותיה גם ללא הפחתת ההון. להחלטות השונות שהתקבלו בנוגע לחלוקת דיבידנדים והפחתת ההון, קדם בכל פעם דיון מעמיק בדירקטוריון – הכולל הצגת תחזיות לגבי הכנסות, רווחים וצרכים עתידיים. יוסף לכך, שבעת הרלוונטית עמד אלוביץ' בראשה של פירמידת חברות איתנות מבחינה פיננסית, שבאמתחתן הון עצמי ניכר, וכפי שכבר הוברר לא ניתן לומר כי צרכי הנזילות של אלוביץ' בעקבות הרכישה הממונפת היו דוחקים במיוחד. אשר לבחינה העסקית – נמצא כי מדיניות החלוקה והפחתת ההון היתה סבירה והתיישרה עם העובדה שבמשך שנים רבות עמדת הדירקטוריון היתה שבזק נתונה במצב של מינוף פיננסי נמוך מדי, ומטרתה היתה ליצור מבנה הון אטרקטיבי יותר למשקיעים. ויודגש כי כל אותה העת, בזק שמרה על מצב פיננסי איתן ויציב, מעמד מונופוליסטי בשוק שבו פעלה, והשקיעה סכומי עתק בתשתיות ובפיתוח עסקי.

על יסוד האמור קבע השופט עמית כי גם אם יועבר הנטל אל המשיבים להראות כי החלטות החלוקה והפחתת ההון היו תקינות – הרי שלפי סטנדרט הבחינה המוגברת, המסקנה המתבקשת היא שעלה בידי הדירקטוריון לעמוד בו. משכך, דעתי כדעתו של חברי כי המערערים לא צלחו להראות כי דבק פגם בהחלטות הדירקטוריון.

אני מוסיפה ומצרפת את דעתי לזו של חברי אף בנוגע לקביעתו שלפיה חלוקת הדיבידנדים והפחתת ההון שביצעה בזק אינן בבחינת "עסקה חריגה עם בעל השליטה" או "עסקה חריגה עם אדם אחר שלבעל השליטה יש בה עניין אישי" כאמור [בסעיף 270 לחוק החברות](#); וכי מטעם זה חלוקת הכספים והפחתת ההון אינן דרושות "אישור משולש" כאמור [בסעיף 275 לחוק](#). עניינים אחרים שעלו בחוות דעתו של חברי השופט עמית – כדוגמת היקפה ותוכנה של חובת ההגינות החלה על בעל שליטה בחברה, או הרכיבים והגבולות של כלל שיקול הדעת העסקי ו"כלל ההגינות המלאה" במשפט הישראלי – אותיר לעת מצוא.

4. התוצאה היא שאני מסכימה לדחיית הערעורים ולחיוב המערערים בהוצאות המשיבים.

ש ו פ ט ת

הוחלט כאמור בפסק דינו של השופט י' עמית.

ניתן היום, כ"ח בכסלו התשע"ז (28.12.2016).

ש ו פ ט ת

ש ו פ ט

ש ו פ ט

העותק כפוף לשינויי עריכה וניסוח. 14077350_E06.doc עכב
מרכז מידע, טל' 077-2703333 ; אתר אינטרנט, www.court.gov.il

[בעניין עריכה ושינויים במסמכי פסיקה, חקיקה ועוד באתר נבו – הקש כאן](#)

י' עמית 54678313-7735/14
נוסח מסמך זה כפוף לשינויי ניסוח ועריכה