

# ביקורת שיפוטית על החלטות הדירקטוריון: בין שיקול הדעת העסקי להגינות המלאה

פרופ' שרון חנס

עוצמתה של הביקורת השיפוטית על החלטות הדירקטוריון מהווה שאלה מרכזית בדיני החברות. בישראל, לאחר שנים ארוכות של אי בהירות, נראה כי בתקופה האחרונה התגבשה עמדה ברורה בבתי המשפט לעניין זה. המדובר בעמדה דיכוטומית הנהוגה גם מעבר לים. כאשר מדובר בהחלטה עסקית של הדירקטוריון אשר נתקבלה ללא ניגוד עניינים ובהליך מסודר, הרי שבית המשפט יימנע דרך כלל מלהתערב בה ואף יימנע מלבחון את סבירותה. עקרון משפטי זה ידוע ככלל שיקול הדעת העסקי (Business Judgment Rule). בהחילם את הכלל מדגישים השופטים כי הם אינם רוצים להמיר את שיקול הדעת העסקי של הדירקטוריון בשיקול דעתם שלהם, וכי מוטב להשאיר את ההחלטות העסקיות לשיפוטם של כוחות השוק (ראו עניין אולטרה שייפ, ועניין שטרית נ' אל על)<sup>1</sup>.

לעומת זאת, כאשר מדובר בהחלטה בניגוד עניינים, ובפרט החלטה שבה יש לבעל השליטה בחברה עניין אישי, בית המשפט לא יהסס להתערב ולברר את טיבה של ההחלטה שהתקבלה. במסגרת זאת יכול בית המשפט לברר אם ההחלטה התקבלה בהליך הוגן המבטיח את טובת המיעוט. מטרת ביקורת שיפוטית עוצמתית זו, הידועה ככלל ההגינות המלאה, היא להבטיח כי למרות ניגוד העניינים תהא ההחלטה קרובה ככל הניתן לזו שהייתה מתקבלת אלמלא ניגוד העניינים. ביקורת על פי כלל ההגינות המלאה מופעלת, בהתאמות מסוימות, גם במקרים שבהם חוק החברות דורש ממילא אישור מיוחד לעסקה הנגועה בניגוד עניינים ובפרט אישור של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט (ראו עניין כמצ'יינה)<sup>2</sup>. כלל ההגינות המלאה חל גם כאשר מטעם זה או אחר פעולת הדירקטוריון הנגועה בניגוד העניינים של בעל השליטה איננה טעונה את אישורו של המיעוט (ראו עניין אלסינט). כמו כן, וכפי שהבהיר בית המשפט בעניין כמצ'יינה, בית המשפט ימתן את ביקורתו אם יתברר כי החברה נקטה מיזמתה במהלכים מסוימים אשר יש בהם כדי לצמצם את האפשרות לפגיעה באינטרסים של המיעוט. בפרט מדובר על הקמת ועדת מו"מ המורכבת מדירקטורים בלתי תלויים ואשר מטרתה לבחון את העסקה העומדת על הפרק ולגבש את מתכונתה.

עמדה דיכוטומית זאת של המשפט היא עמדה מבורכת דרך כלל. כך הסברתי באריכות ברשימה העוסקת בכלל שיקול הדעת העסקי<sup>3</sup>, וכן ברשימה משותפת עם פרופ' אסף חמדני

---

<sup>1</sup> ת"א (ת"א) 48851-02-12 מטרת מיזוג חברות בע"מ נ' אולטרה שייפ מדיקל בע"מ (פורסם בנבו, ניתן ביום 16.7.2012); תנ"ג (ת"א) 54280-01-11 דניאל בן שטרית נ' אל-על נתיבי אויר לישראל בע"מ (פורסם בנבו, החלטה מיום 22.5.2011).. אמירה מייצגת לעניין גישה זאת בבית המשפט בדלוואר ניתן למצוא בדבריו של הש' צ'אנדלר בעניין דיסני :

"Because courts are ill equipped to engage in *post hoc* substantive review of business decisions, the business judgment rule "operates to preclude a court from imposing itself unreasonably on the business and affairs of a corporation." *In re The Walt Disney Co. Derivative Litig.* Consol. C.A. No. 15452, 907 A.2d 693 (Del. Ch. 2005).

<sup>2</sup> ת"צ (ת"א) 26809-01-11 כהנא נ' מכתשים אגן תעשיות בע"מ (פורסם בנבו, החלטה מיום 15.5.2011).

<sup>3</sup> שרון חנס, "כלל שיקול-הדעת העסקי", עיוני משפט לא(2) 313 (2009).

לגבי כלל ההגינות המלאה<sup>4</sup>. יש בעמדה זאת מחד גיסא כדי למזער את הפגיעה בעניינו של המיעוט כאשר ישנו ניגוד עניינים, ומאידך גיסא יש בה כדי למזער את הפגיעה בהתנהלות העסקית השוטפת של החברה. הפיתוי לתביעות סרק בהקשר התאגידי הוא פיתוי רב בשל ההשלכות הדרמטיות של החלטות עסקיות תאגידיות במונחים כספיים, ובהינתן כיסם העמוק של הנתבעים וחברות הביטוח שלהם. לפיכך, תגובה חד משמעית של בתי המשפט המאפשרת להם שלא לדון באריכות בתביעות אשר ככלל ההצדקה להן קטנה, משרתת היטב את טובתם של בעלי המניות. אין משמעות הדבר שאנשי עסקים חסינים מפני טעויות, אלא שהפורום המשפטי איננו הפורום היעיל למנוע אותן או לנתח אותן בהרחבה. מסיבה זאת מסתפק בית המשפט בבירור שהחלטה לא הייתה נגועה בניגוד עניינים ושהדירקטורים לקחו את תפקידם ברצינות.

עם זאת, המשפט הישראלי מגלה בעת האחרונה כי לעתים קיים קושי בסיווג של החלטות הדירקטוריון לאחת משתי הקבוצות האמורות – מקרים של ניגוד עניינים ומקרים שבהם אין ניגוד עניינים. כך למשל, בעניין פינרוס בחן בית המשפט מהלכים שונים של הדירקטוריון אשר התמודד עם איום למחיקת החברה מן המסחר<sup>5</sup>. החברה נקלעה לרשימת השימור של הבורסה (המהווה שלב לקראת מחיקה מן המסחר), ותחת חשש ממחיקה כפויה מן המסחר החליט המיעוט להיענות להצעת רכש מלאה שהגיש בעל השליטה בחברה. בירור מקדמי שביצעה השופטת רונן בשלב אישור התביעה הייצוגית העלה ספקות אם הדירקטוריון נקט את הצעדים המתאימים כדי שהחברה תינצל מרשימת השימור. אף ייתכן, כך קבע בית המשפט, כי הדירקטוריון תרם בהחלטותיו לכך שהחברה נאלצה להתמודד עם איום המחיקה מן המסחר ולכך שהמיעוט נאלץ למכור את חלקו במחיר מופחת. לאור זאת אישרה השופטת את התובענה כתובענה ייצוגית כנגד הדירקטוריון וכנגד בעל השליטה.

בהחלטתה מתלבטת השופטת ביחס לרף הביקורת השיפוטית שבה יש לבחון את התנהלות והחלטות הדירקטוריון במקרה זה. וכך היא קובעת:

"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."

המקור להתלבטות של השופטת הוא בקושי לסווג את החלטות אותן ביצע הדירקטוריון בתגובה לחשש למחיקת החברה מן המסחר לאחת משתי הקבוצות הקיימות. מצד אחד, נקבע שאין מדובר במקרה קלאסי של ניגוד עניינים בין בעל שליטה למיעוט, אשר השופטת קוראת לו "ניגוד עניינים ישיר" ואשר מצדיק את החלת כלל ההגינות המלאה. המקרה הקלאסי של ניגוד עניינים הוא מקרה שבו יש חשש לחלוקה לא הוגנת של משאבי החברה, במישרין או בעקיפין. בראש ובראשונה מדובר במקרים שבהם החברה סוחרת עם בעל השליטה או עם צד שלישי הקשור לבעל השליטה. בעניין פינרוס לא מצא בית המשפט כי התרחשה חלוקה לא הוגנת שכזאת של משאבי החברה, לפחות לא במישרין. עם זאת, בית

<sup>4</sup> אסף חמדני ושרון חנס, "הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות דירקטוריון וביקורת שיפוטית", משפט ועסקים ט' 75 (2008).

<sup>5</sup> ת"צ (ת"א) 7477-10-11 דב גולדשטיין נ' פינרוס החזקות בע"מ (פורסם בנבו, החלטה מיום 18.3.2013).

המשפט סירב להתייחס לפעולות הדירקטוריון שננקטו בתגובה לחשש ממחיקת המניה מהמסחר כפעולות עסקיות הראויות להגנה של כלל שיקול הדעת העסקי. לפי בית המשפט, הסיבה היא שלמחיקה מהמסחר יש השפעה לא אחידה על בעל השליטה ועל בעלי מניות המיעוט. ראשית, בעל השליטה אינו סוחר תדירות במניותיו ועל כן הפגיעה בו מאירוע המחיקה קטנה יותר מהמיעוט. שנית, ייתכן שבעל השליטה ימצא דווקא באיום המחיקה מן המסחר שעת כושר כדי לרכוש את מניות המיעוט במחיר מופחת.

ניגוד עניינים זה, הקרוי בפי השופטת "ניגוד עניינים שאינו ישיר", מצדיק לדעת בית המשפט ביקורת מוגברת אך לא כזו המגיעה כדי עוצמתו של כלל ההגינות המלאה. הטעם לכך שאין זה ראוי להכביד יתר על המידה בעוצמת הביקורת השיפוטית על החלטות הדירקטוריון נעוץ בכוחו המשתק של כלל ההגינות המלאה: לעתים, אין מנוס ממחיקת חברה ממסחר. במקרים כאלה האפשרות של בעל השליטה או של החברה לרכוש את מניות המיעוט מהווה מזרז חלקי למיעוט, אשר לאחר המחיקה שוב לא יוכל למכור את מניותיו בבורסה. כלל משפטי אשר ירתיע מפני רכישה של מניות המיעוט במצבים אלה או ימנע פעולות אחרות העשויות לסייע למיעוט הוא כלל משפטי מזיק, ומכאן ההיגיון לנקוט כלל מקל יותר. מכל מקום, בית המשפט אינו מכריע סופית באשר לרף הביקורת השיפוטית הראוי ומסתפק בהשמעת ההתלבטות האמורה.

גם בארצות הברית, מכורתם של כלל שיקול הדעת העסקי וכלל ההגינות המלאה, נעשה לעתים שימוש בסוג ביניים של ביקורת שיפוטית. זו הביקורת המוגברת (enhanced scrutiny). ביקורת זו נהוגה בעת שנבחנת התנהלות הדירקטוריון בתגובה לניסיון השתלטות עוינת על החברה. בניסיון השתלטות עוינת הכוונה לניסיון של גורם מחוץ לחברה לרכוש מניות של החברה במידה שתבטיח לו שליטה, וזאת בניגוד לרצונה של הנהלת החברה והדירקטוריון שלה. דירקטוריונים יכולים לנקוט בצעדים שונים כנגד מהלך זה ובית המשפט במדינת דלוואר נדרש בשנות ה-80 של המאה שעברה להחליט על עוצמת הביקורת השיפוטית על החלטות הדירקטוריון אשר ניסה לחסום השתלטות מעין אלו. במקרים אלה, בית המשפט דחה את האפשרות להחיל את כלל ההגינות המלאה. החלטות הדירקטוריון בתגובה לניסיון השתלטות עוינת אינן מסיטות אל חברי הדירקטוריון משאבים של החברה, ועל כן אין לבחון אותן במבחן המחמיר של ההגינות המלאה. עם זאת, המציאות מלמדת כי סופה של השתלטות עוינת היוצאת אל הפועל היא בפיטורי ההנהלה והדירקטוריון. בנסיבות אלה, קבע בית המשפט, כי לא ניתן להתייחס להתנהלות הדירקטוריון לפי אמת המידה של כלל שיקול הדעת העסקי, המתאים להחלטות עסקיות שאינן נגועות בניגוד עניינים. אמנם אין מדובר בהחלטה הנגועה בניגוד עניינים רגיל, אך אין להתעלם מהאפשרות שהדירקטוריון דואג לעורר ולא לטובת החברה. חשש זה הוא כצל המרחף מעל החלטות הדירקטוריון ובלשון בית המשפט העליון בדלוואר: "There is an omnipresent specter that the board may be acting primarily in its own interest"<sup>6</sup>.

בתגובה לחשש זה נקבע בדלוואר מבחן ביניים לביקורת שיפוטית במקרים אלה. זהו מבחן ביניים (intermediary standard) בין כלל שיקול הדעת העסקי לבין כלל ההגינות המלאה,

<sup>6</sup> "Because of the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders, there is an enhanced duty which calls for judicial examination at the threshold before the protections of the business judgment rule may be conferred." (Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985)).

שבמסגרתו נדרש הדירקטוריון להראות כי הוא פעל נגד איום על טובת החברה ובעלי מניותיה וכי הייתה מידתיות (proportionality) בין האיום לבין הפעולה שנקט. מבחינת עוצמת הביקורת השיפוטית מדובר בביקורת מוגברת (enhanced scrutiny). המציאות מלמדת כי אין מדובר בכלל תובעני במיוחד ודירקטוריונים עומדים בו בארה"ב כמעט כדבר שבשגרה, אך עם זאת מדובר במבחן מחמיר ביחס לכלל שיקול הדעת העסקי. בית המשפט נכנס במקרים אלה לעובי הקורה ולשיקולים שהנחו את הדירקטוריון הרבה יותר מאשר כשמדובר בהחלטות דירקטוריון אחרות, הזכות להגנת כלל שיקול הדעת העסקי.

אם כן, ניתן להבין את ההחלטה בעניין פינרוס ככזאת שעונה על חשש דומה לזה שהניב מבחן הביניים בארצות הברית. בשני המקרים מדובר בנסיבות שבהן קיים חשש לשיקולים חיצוניים המעיבים על התנהלות הדירקטוריון ובשני המקרים אין מדובר בשיקולים חיצוניים המצדיקים את החלת כלל ההגינות המלאה. במקרה של ניסיון השתלטות עוינת החשש הוא להחלפת הדירקטוריון והנהלת החברה. במקרה של מחיקה מן המסחר החשש הוא שהדירקטוריון מושפע מכך שבעל השליטה אינו נפגע מהמחיקה כפי שנפגע המיעוט, ואולי אף טמונה באיום המחיקה הזדמנות לבעל השליטה להיפטר מן המיעוט במחיר מופחת. מכל מקום, בשני המקרים אין זה ראוי להכביד יתר על המידה על הדירקטוריון בביקורת שיפוטית. הכבדה יתרה עלולה לשתק את הדירקטוריון ולמנוע ממנו להתנגד להשתלטות עוינת גם כאשר פעולותיו נחוצות לתועלת בעלי המניות, ובאותה נימה היא עלולה לגרום לדירקטוריון ולבעל השליטה להימנע מפרסום הצעת רכש מלאה למניות החברה גם כאשר אי אפשר להציל את החברה ממחיקה.

בנקודה זאת מוביל אותנו הדיון לפסיקה בעניין פרטנר<sup>7</sup>. בעוד שעניין פינרוס עסק בסוגיה שולית יחסית מבחינת השפעתה על ההתנהלות העסקית במשק, הרי שעניין פרטנר עוסק בסוגיה מרכזית של חלוקת דיבידנד לאחר רכישה ממונפת. השיטה המקובלת בארץ לרכישה ממונפת של שליטה בחברה ציבורית היא רכישת דבוקת שליטה תוך מינוף רב (מימון רב בעזרת חוב). החוב כאן הוא חובו של בעל השליטה ועל מנת לשרת את החוב בעל השליטה נזקק לתשלום דיבידנד מוגבר מהחברה הציבורית. ייאמר מיד כי תשלום מוגבר זה של דיבידנד נחשב לאחד היתרונות הגדולים של רכישה ממונפת<sup>8</sup>, שכן הוא מכריח את החברה להתייעל ולעמוד בתשלומי ריבית לטובת כלל בעלי מניותיה. למרות זאת, השאלה שנשאלה בעניין פרטנר היא אם לבעלי המניות מן הציבור מגיעה בכל זאת הגנה מיוחדת כנגד חלוקה מוגזמת של דיבידנד. הנחת המוצא היתה כי מדובר בחלוקה אשר עמדה בהגנות המוקנות לנושים בנסיבות אלה, לרבות אישורו של בית המשפט להפחתת הון, ככל שנדרש הדבר.

בתשובה לשאלה זאת השיב השופט כבוב כי אין הוא רואה בחלוקת דיבידנד כ"עסקה", ועל כן אין צורך לשקול אם חלים לגביה כללי האישור המיוחדים של עסקאות עם בעלי עניין. הכרעה זאת, המוצדקת בעיניי (אך הדיון בה חורג מגבולות רשימה זאת), משאירה את הזירה לבירור הרלוונטי בענייננו – מהי עוצמת הבקרה השיפוטית על החלטת הדירקטוריון לחלק דיבידנד בנסיבות אלו?

<sup>7</sup> תנ"ג (ת"א) 48081-11-11 ראובן רוזנפלד נ' אילן בן דב (פורסם בנבו, ניתן ביום 17.3.2013).

<sup>8</sup> ראו Michael C. Jensen, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, 76 Am. Econ. Rev. 323 (1986).

בית המשפט קבע כי לעתים חריגות תיחשב חלוקת דיבידנד כפעולה הנגועה בניגוד עניינים. משמעות הדברים היא כי חלוקת הדיבידנד תיבחן, באותן נסיבות חריגות, באמצעות כלל ההגינות המלאה המכביד. ברור כי ניגוד העניינים בנסיבות אלה אינו ניגוד עניינים רגיל המצדיק את החלתו של כלל ההגינות המלאה. חלוקת דיבידנד היא חלוקה שוויונית בין כל בעלי המניות של החברה, רוב ומיעוט כאחד, ומכאן שאין בה חלוקה לא הוגנת או לא מאוזנת של משאבי החברה. אם יוכרז ניגוד עניינים בנסיבות אלה, הרי הוא נעוץ במוטיבציה שונה של בעל השליטה. צרכי הנזילות המוגברים של בעל השליטה הם אשר לכאורה יוצרים את ניגוד העניינים שלו.

בדלוואר, הכיר בית המשפט בצרכי הנזילות של בעל השליטה ככאלה היכולים ליצור "עניין אישי" בהקשרים מסוימים. בפרט, דובר במקרה שבו בעל השליטה ביקש למכור את השליטה שלו בחברה על דרך של מיזוג בשל צרכי נזילות מוגברים, ובכך בעצם התכוון לכפות מכירה על המיעוט.<sup>9</sup> לעומת זאת, באחת ההלכות הוותיקות של בית המשפט העליון בדלוואר, בעניין סינקלייר, נקבע כי חלוקת דיבידנד איננה כפופה לכלל ההגינות המלאה אף נוכח צרכי נזילות מוגברים של בעל השליטה.<sup>10</sup> את הזהירות המופלגת של בית המשפט העליון בדלוואר יש לייחס לתועלת הרבה הצומחת לכל בעלי המניות מחלוקת דיבידנד ומהרצון להימנע מגיבוש כללים שיצננו את המוטיבציה של הדירקטוריון ובעל השליטה לחלוקת דיבידנד או לביצוע רכישה ממונפת מלכתחילה. יש לזכור כי בעל השליטה המחלק דיבידנד מוותר למעשה על חלק ממשאבי החברה שהיו בשליטתו עד אותו רגע, ומכאן נטייתו הטבעית של בעל השליטה לקמץ בחלוקת דיבידנד. את הטיפול המשפטי בהחלטות על חלוקת דיבידנד יש על כן לעשות בכפפות של משי.

יתר על כן, הכרזה על צרכי הנזילות של בעל השליטה כמצדיקים שימוש בכלל ההגינות המלאה עומדת בסתירה מסוימת להלכת פינרוס. בעניין פינרוס כזכור עסק בית המשפט בניגוד עניינים עקיף. ניגוד עניינים עקיף זה נבע מכך שהשפעת המחיקה מן הבורסה לא השפיעה בצורה סימטרית על בעל השליטה ועל המיעוט. על אף ההשפעה הלא סימטרית קבע בית המשפט כי אין לבקר את החלטות הדירקטוריון בעזרת כלל ההגינות המלאה אלא בביקורת קלה יותר. בשונה מעניין פינרוס, בעניין פרטנר מדובר בפעולה שהשפעתה על המיעוט ועל בעל השליטה היא השפעה אחידה, אף כי המוטיבציה של בעל השליטה בחלוקה היא מוטיבציה מוגברת בשל צרכי הנזילות שלו. מדובר אפוא בניגוד עניינים עקיף אף יותר מאשר בעניין פינרוס, כך שהעמדה לפיה אין להשתמש בכלל ההגינות המלאה בנסיבות אלה מקבלת משנה תוקף. אם אין מקום להשתמש בכלל ההגינות המלאה בעניין פינרוס, ספק אם ראוי להשתמש בו כדי לבקר פעולה בניגוד עניינים עקיף עוד יותר, כבעניין פרטנר.

מכל מקום, בחינת החלטת השופט כבוב בעניין פרנטר מלמדת כי הוא פעל בהתאם להגיון המתואר ברשימה זאת, אף אם ההחלטה לא נקטה את הלשון שבה בחרתי לתאר את הדברים. מהברור בו נקט בית המשפט ומהחלטתו עולים שני העקרונות הבאים: מצד אחד, על בית המשפט להימנע מקביעת רף מחמיר מדי לביקורת שיפוטית על החלטה לחלוקת

<sup>9</sup> ראו NJ Carpenters Pension Fund v. infoGROUP, Inc., C.A. No. 5334-VCN (Del. Ch. Sept. 30, 2011). לעומת זאת, בעניין אחר בית המשפט קובע כי לא ניתן לטעון כנגד בעל השליטה, אשר מסרב להצעה למכור את החברה מהסיבה שלכאורה הוא אינו זקוק לכסף, כי הוא מזניח את טובת המיעוט בשל הסיכון למכור מטעמים אישיים. ראו In re Synthes, Inc. S'holder Litig., C.A. No. 6452 (Del. Ch. Aug. 17, 2012) (Strine, C.).

<sup>10</sup> Sinclair Oil Corporation v. Levien, Del. Supr., 280 A.2d 717 (Del. 1971).

דיבידנד, גם כאשר לבעל השליטה יש צורך דוחק במזומנים (למעט מצבי קיצון נדירים). שנית, בית המשפט אינו מחויב להיצמד לד' אמותיו של כלל שיקול הדעת העסקי. ניסוח הכלל גמיש דיו כדי שבית המשפט יוכל לברר כיאות כי החלטת הדירקטוריון הייתה מושכלת בהינתן מצבו הדוחק של בעל השליטה. למעשה, באימוץ שני עקרונות אלה הפעיל בית המשפט בפועל ביקורת מוגברת על החלטת הדירקטוריון. אחת היא, אם ביקורת זו מהווה חלק מכלל שיקול הדעת העסקי, או שהיא מהווה כלל ביניים בין כלל ההגינות המלאה לבין כלל שיקול הדעת העסקי.

כאשר מדובר, אם כן, בהחלטה על חלוקת דיבידנד יש לצפות לביקורת מוגברת של בית המשפט על התנהלות הדירקטוריון. במסגרת זאת, בית המשפט יכול לבחון אם החברה ויתרה על תכניות השקעה לצורך חלוקת דיבידנד, אם החברה סבלה מנפילה משמעותית בדירוג האשראי שלה כתוצאה מן החלוקה, אם הייתה לה תכנית מימונית להמשך דרכה, ועוד כהנה וכהנה. בירור מסוג זה אשר כדוגמתו ערך בית המשפט בעניין פרטנר הוא בירור מעמיק יותר מן הבירור הרגיל על פי כלל שיקול הדעת העסקי, ויש לו טעמים מוצדקים.