



<p>גיוס חוב וחלוקת דיבידנד</p> <p>כעסקת בעלי עניין</p> <p>•</p> <p>אימוץ "כלל שיקול</p> <p>הדעת העסקי" על ידי</p> <p>בית המשפט העליון</p> <p>•</p> <p>חובת ההגינות של בעל</p> <p>השליטה</p> <p>•</p> <p>רכישה ממונפת -</p> <p>סטנדרט הביקורת</p> <p>המתאים</p> <p>•</p> <p>מהותו של מבחן יכולת</p> <p>הפרעון</p> <p>•</p> <p>אחריות דירקטורים</p> <p>לחלוקה אסורה</p>	<p>לקוחות וידידים נכבדים,</p> <p>בעדכון לקוחות זה נסקור בפניכם את עיקריהם של שני פסקי דין שניתנו לאחרונה ועניינם, בין היתר, חלוקת דיבידנד וחובותיהם ואחריותם של נושאי משרה בקשר עם החלוקה.</p> <ul style="list-style-type: none"> • פסק דינו של בית המשפט העליון (השופטים עמית, סולברג וברון) בעניין ורדניקוב - בפסק הדין, המשתרע על פני 139 עמודים, נדחה ערעור על החלטת בית המשפט המחוזי (המחלקה הכלכלית) בתל-אביב-יפו שדחתה בקשה לתביעה נגזרת נגד בעל השליטה והדירקטורים בחברת בזק בגין גיוס הון בהיקף של מיליארדי שקלים וחלוקת דיבידנדים על בסיסו. • פסק דינו של בית המשפט המחוזי בתל אביב (כב' השופט חגי ברנר) בעניין מלרג - בו הטיל בית המשפט של פירוק אחריות אישית על דירקטורים לחלוקה אסורה. <p>פסקי הדין בוחנים, אפוא, את סוגיית החלוקה בשני מישורים נפרדים - בעוד שבעניין ורדניקוב נבחנת סוגיית היות החלוקה עסקה עם בעל שליטה, דהיינו - מישור היחסים שבין בעלי מניות המיעוט לבין בעל השליטה, בעניין מלרג נבחנת היות החלוקה משום חלוקה אסורה, דהיינו - מישור היחסים שבין הנושים לבין בעלי המניות.</p> <p>כמנהגנו, בסיום הסקירה הבאנו מספר המלצות אופרטיביות ודגשים העולים מפסקי הדין.</p> <p><u>ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ ואח' (בית המשפט העליון, כב' השופטים עמית, סולברג וברון) (28.12.16)</u></p> <p><u>מבוא</u></p> <p>פסק הדין של בית המשפט העליון בעניין ורדניקוב הוא פסק דין תקדימי ומשמעותי ביותר בדיני חברות בישראל, בעיקר בשל העובדה שהוא ממפה ועורך דיון מעמיק בנושאים הנמצאים בליבת דיני החברות ואשר חלקם טרם זכו להתייחסות בית המשפט העליון. חשיבותו של פסק הדין היא בראש ובראשונה בכך שבית המשפט העליון מאמץ במסגרתו באופן רשמי את כלל שיקול הדעת העסקי כחלק מדיני החברות בישראל, ואף מתווה את האופן שבו יש ליישמו במצבים שונים, כמו גם את הדרך שבה יש לפסוק כאשר כלל שיקול הדעת העסקי נסתר. בנוסף, בית המשפט התייחס בהרחבה לעקרונות יסוד בסוגיית חלוקת דיבידנד בחברות, ואגב כך לשאלת כללי הממשל התאגידי ועסקאות בניגוד עניינים במצבי גיוס חוב, שינוי מבנה ההון של החברה וחלוקת דיבידנד.</p>
<p>מוזמנים לבקר אותנו : www.fbclawyers.com</p>	

תמצית עובדות פסק הדין

גרעין השליטה בחברת בזק נרכש בשנת 2010 על ידי חברת בי קומיוניקיישנס בע"מ ("בי-קום") שבעל השליטה בה הוא מר שאול אלוביץ. על פי המתואר בפסק הדין, לצורך רכישת בזק, בסכום כולל של כ- 6.5 מיליארד ש"ח, גייסה בי-קום הלוואות בסכום כולל של כ-5.1 מיליארד ש"ח. לאחר העברת השליטה לבי-קום, עד לשנת 2012, גייסה בזק בעצמה חוב בסך כולל של כ-7.41 מיליארד ש"ח ובמקביל חילקה דיבידנדים בסך כולל של כ-9.95 ש"ח, מתוכם סך של כ-2 מיליארד ש"ח בדרך של הפחתת הון באישור בית המשפט.¹

הטענה העיקרית של המבקשים בבקשה לאישור התביעה הנגזרת הייתה כי מדיניות גיוס החוב של בזק וחלוקת הרווחים בעקבותיו, הייתה בניגוד לטובת החברה וכל תכליתה הייתה לאפשר לבי-קום ולבעל השליטה בה לפרוע את ההלוואות שניטלו לצורך רכישת בזק, ומשכך הפרו הדירקטורים את חובות הזהירות והאמונים החלות עליהם ובעל השליטה הפר את חובת ההגיונות החלה עליו. בנוסף, נטען שלבעל השליטה היה עניין אישי בחלוקה ומשכך היה צורך לאשר אותה ב"אישור משולש" של ועדת הביקורת, הדירקטוריון והאסיפה הכללית.

כאמור, בית המשפט המחוזי דחה את הבקשה לאישור התביעה הנגזרת, בקבעו כי אין לראות בחלוקת הדיבידנד עסקה שלבעל השליטה עניין אישי בה וכי על אף שגיוס החוב בהיקף רחב וחלוקת הדיבידנדים אגב כך היו חריגים בנוף העסקי הישראלי, החלטות אלה היו במסגרת שיקול הדעת העסקי של הדירקטוריון, וזאת אף תחת מבחן "שיקול הדעת העסקי המוגבר".

❖ רכישות ממונפות וניהול המבנה הפיננסי של החברה

בית המשפט העליון נדרש תחילת לתיאור הפעולה העסקית שעמדה בבסיס הבקשה לאישור תביעה נגזרת - רכישה ממונפת של בזק על ידי בי-קום. בית המשפט עמד על כך שרכישות ממונפות מלוות בסיכונים וחששות רבים, אך בצד אלו גם ביתרונות והזדמנויות רבים. **משכך, בית המשפט קבע כי החלטות הדירקטוריון של חברות בהן נרכשה השליטה בדרך של רכישה ממונפת, כמו כל החלטה אחרת בדבר המבנה הפיננסי של החברה, חוסות תחת כלל שיקול הדעת העסקי ככל שלא התקבלו בניגוד עניינים, בחוסר תום לב או באופן בלתי מיועד.**

❖ גיוס חוב וחלוקת דיבידנד כעסקת בעלי עניין

בחוות דעתו (אשר לחלקים ממנה הסכימה השופטת ברון וכנגד דעתו החולקת, במספר נושאים, של השופט סולברג), פרש השופט עמית יריעה רחבה בהתייחס לשאלה האם חלוקת דיבידנד יכולה להיחשב כ"עסקה" עם בעל השליטה של החברה, ומשכך להיות כפופה לכללי אישור העסקאות בניגוד עניינים הקבועים בסעיף 270(4) ו-275 לחוק החברות. בהקשר זה, הגיע השופט עמית למספר מסקנות:

- **חלוקת דיבידנד לעולם לא יכולה להיחשב כ"עסקה"** (ולא כל שכן "עסקה חריגה") כהגדרתה בחוק, וזאת הן בשל הפרשנות המילולית של הגדרת "עסקה" בחוק והן באופן מהותי בשל הכללים הנפרדים שקבע המחוקק באשר לחלוקת דיבידנדים.
- **לבעל השליטה גם לא יכול להיות "עניין אישי" בחלוקת הדיבידנד**, וזאת בעיקר בשל העובדה שהחוק מחריג מהגדרה זו "עניין אישי הנובע מעצם החזקת מניות בחברה" ובשל עקרון שוויוניות חלוקת הדיבידנד.
- משכך, קבע השופט עמית כי **ביקורת שיפוטית על חלוקת דיבידנד תופעל רק בשים לב למנגנונים הפרוצדורליים לחלוקת דיבידנד הקבועים בחוק** ובשים לב לחובות הכלליות החלות על הדירקטורים בחברה, ולא תיבדק לפי המנגנונים לאישור עסקאות עם בעלי עניין לפי החוק.

¹ הסכום הכולל שאושר לחלוקה במסגרת הפחתת ההון הוא 3 מיליארד ש"ח שחולקו ב- 6 מנות על פני 3 שנים.

- בנוסף, השופט עמית הבהיר כי על אף שגיוס חוב ונטילת הלוואות אמנם עשויים לעלות כדי "עסקה", **הרי שכאשר כל מטרתו של גיוס החוב היא חלוקת דיבידנד, גם גיוס החוב עצמו לא ייחשב כעסקה שלבעל השליטה יש בה עניין אישי.**

❖ חובת ההגינות של בעל השליטה

השופט עמית ביקש לקבוע את גבולותיהן של החובות השונות החלות על גורמים שונים בחברה, ופסק הדין כולל דיון מעמיק בטיבן של חובות הזהירות והאמונים של נושאי המשרה ושל חובת ההגינות של בעל השליטה.

באשר לחובת ההגינות של בעל השליטה, הסביר השופט עמית כי **זו מופנית רק כלפי החברה ולא כלפי יתר בעלי המניות, וזאת בניגוד לחובת תום הלב החלה על כל בעלי המניות בחברה.**

חובת ההגינות של בעל השליטה, לפי השופט עמית, נמצאת בתווך שבין חובת האמונים לבין חובת תום הלב ומחייבת את בעל השליטה לשקול את טובת החברה בפעולותיו תוך שמירת האפשרות לשקול גם את טובתו שלו. בנוסף, הבהיר השופט עמית כי בעל השליטה לא חב חובת זהירות כלפי החברה.

משכך, קבע השופט עמית כי **עצם תמיכתו של בעל השליטה בחלוקת דיבידנד לצורך קידום ענייניו הפרטיים אינה עולה כדי הפרת חובת ההגינות שלו כלפי החברה.**

השופט עמית נתן גם **דוגמות מפורשות לפעולות העלולות לעלות כדי הפרת חובת ההגינות על ידי בעל השליטה**: דוגמה אחת היא שינוי תקנון החברה כדי להבטיח שבעל השליטה ייוותר נושא משרה בחברה ולא ניתן יהיה להחליפו. דוגמה שניה היא תמיכה של בעל השליטה בהחלטת חלוקת של האסיפה הכללית כאשר בעל השליטה ידע שההחלטה תפגע באופן מהותי בפעילות החברה.

חשוב להדגיש שקביעותיו של השופט עמית בנוגע לחובות הגורמים השונים בחברה נותרו בגדר דעת יחיד, שכן השופטת ברון, שהצטרפה לחלקים נרחבים מחוות דעתו של השופט עמית, ביקשה להותירן בצריך עיון.

❖ סטנדרט הביקורת על החלטות עסקיות בחברה

כללי

השופט עמית הסביר שלפי הדין במדינת דלאוור, אומצו שלושה סטנדרטים של ביקורת על החלטות החברה -

- **כלל "שיקול הדעת העסקי" (Business Judgement Rule)**, המקנה לנושא המשרה מעין "חסינות" מפני הפעלת ביקורת שיפוטית מהותית על תוכן ההחלטה שנתקבלה, בהתמלא שלושה תנאים: (1) ההחלטה התקבלה שלא מתוך ניגוד עניינים; (2) ההחלטה התקבלה בתום לב (סובייקטיבי); ו - (3) ההחלטה היתה "מיודעת", קרי לאחר עיון בנתונים ושקילת השיקולים הרלוונטיים.

- **כלל "ההגינות המלאה" (Entire Fairness)**, לפיו כאשר מדובר בעסקה בה בעל השליטה עומד משני צדי המתרחס (self-dealing), לא יחול כלל שיקול הדעת העסקי ובית המשפט יתערב בהחלטה, אלא אם יעלה בידי **הנתבעים** להוכיח שני אספקטים לגביה: (1) הגינות פרוצדורלית, דהיינו - הליך אישור הוגן; (2) הגינות מהותית, דהיינו - תנאיה המהותיים של העסקה היו הוגנים (והיו התנאים הטובים ביותר שניתן היה להשיג).

- **כלל "הבחינה המוגברת" (Enhanced Scrutiny)**, סטנדרט ביניים המופעל בנסיבות בהן קיים ניגוד עניינים פוטנציאלי בקרב נושאי המשרה, אף אם הם עצמאיים ונטולי עניין אישי.

השופט עמית קבע, לראשונה, כי **כלל שיקול הדעת העסקי נקלט בדין הישראלי** והוא חלק מדיני החברות של מדינת ישראל, **אם כי אין הכרח שיישומו יהיה זהה ליישום הכלל במדינת דלאוור.**

נסיבות בהן לא תחול הגנת כלל שיקול הדעת העסקי

בצד זאת, הבהיר השופט עמית כי כלל שיקול הדעת העסקי הוא חזקה הניתנת לסתירה וציון כי שלושת המצבים הרגילים בהם כלל שיקול הדעת העסקי ייסתר הם כאשר ניתן להראות שהחלטת נושא המשרה התקבלה בחוסר תום לב סובייקטיבי, מתוך ניגוד עניינים או באופן בלתי מיועד.

השופט קבע כי לא מדובר ברשימה סגורה של מצבים, והוסיף במפורש מצב רביעי בו **כלל שיקול הדעת העסקי ייסתר**, והוא **כאשר הדירקטורים נמנעו מהפעלת שיקול דעת עצמאי** (למשל כאשר אימצו בלא הפעלת שיקול דעת את רצונו של בעל השליטה לחלק דיבידנד בעקבות רכישה ממונפת).

במקרה של סתירת כלל שיקול הדעת העסקי, הכלל שיחול ישתנה ממקרה למקרה ויהיה תלוי בשאלה האם הסתירה נובעת מפעולה הקרובה לעולם הרשלנות או לעולם דיני הנאמנות וניגוד העניינים.

בהקשר זה, הסביר השופט עמית כי **דינה של החלטה שהתקבלה באופן בלתי מיועד שונה מדינה של החלטה שהתקבלה בניגוד עניינים או מתוך עניין אישי**. כך, כאשר התקבלה החלטה בלתי מיועדת, יהיה על נושאי המשרה להוכיח שהחלטה שקיבלו הייתה סבירה בהתאם לנסיבות ולמידע שהיה יכול להיות מונח לפנייהם באותו מועד. לא כך כאשר מדובר בהחלטה בניגוד עניינים, אשר לעתים תוביל לבטלות החלטה. עם זאת, השופט עמית הדגיש כי יש להשאיר בצריך עיון את האפשרות לפיה לעתים מצבי ניגוד עניינים לא יהוו בהכרח הפרה של חובת אמונים ולכן לא ישללו בהכרח את תוקף החלטה.

ספקות לגבי תחולת כלל "ההגינות המלאה" בישראל

באשר לכלל ההגינות המלאה, החל בדין בדלאור במצבים בהם נסתר כלל שיקול הדעת העסקי והסתבר שהחלטת החברה התקבלה מתוך ניגוד עניינים, הסביר השופט עמית (באמרת אגב) שככלל, אין מקום לאמץ כלל זה בדין הישראלי. זאת, כיוון שבניגוד לדין בדלאור שאינו מסדיר בחקיקה הליך לאישור עסקאות בניגוד עניינים, בישראל החוק קובע מנגנון מפורש לאישור עסקאות כאמור ואף קובע שלעסקאות שלא אושרו בהתאם למנגנון זה לא יהיה תוקף.

בהקשר זה, קבע השופט עמית כי חוק החברות מותיר לבית המשפט מרווח להפעיל ביקורת שיפוטית גם ביחס לעסקאות אשר קיבלו את האישורים הפרוצדוראליים (לאור הדרישה כי העסקה תהיה "לטובת החברה"), עם זאת, ככלל, בית המשפט יימנע מלבחון לגופן עסקאות שאושרו כדון, ומדובר בסמכות השמורה למקרים **חריגים ביותר**. לדבריו - **הנטל המוטל על המבקש לתקוף עסקה שאושרה כדון הוא נטל כבד ביותר**.

יוער, כי קביעה זו של השופט עמית נותרה בדעת יחיד, שכן השופטת ברון ביקשה להשאיר בצריך עיון.

סטנדרט ביניים - כלל "הביקורת המוגברת"

לשיטתו של השופט עמית, יש צורך בקליטה של סטנדרט ביניים שיהיה מחמיר יותר מכלל שיקול הדעת העסקי במקרים בהם ההחלטות העסקיות הנתקפות אינן עולות כדי הפרת חובת אמונים או ניגוד עניינים מוחלט, אך ניכר בהן מתח פוטנציאלי בין טובת החברה לבין טובת נושאי המשרה או בעל השליטה.

השופט עמית השאיר את גבולותיו של כלל הביקורת המוגברת פתוחים, וקבע כי יש להתאימם לנסיבותיו של כל מקרה ומקרה.

❖ סטנדרט הביקורת המתאים במקרה של רכישה ממונפת

השופט עמית קבע כי שינוי מבנה ההון של החברה אגב רכישה ממונפת עשוי להיות כפוף לסטנדרט ביקורת מסוג של **"בחינה מוגברת"**, וזאת בשל החשש שהחלטה על שינוי זה התקבלה אך ורק לאור האינטרס של בעל השליטה.

- הנטל הראשוני במקרה זה מוטל על התובע שנדרש להוכיח שני רכיבים :
 - א. קיים חשש שלבעל השליטה הייתה השפעה ניכרת על תהליך קבלת ההחלטה. השופט מונה מספר אינדיקציות להשפעתו של בעל השליטה על הליך קבלת ההחלטות :
 - מספר הדירקטורים הקשורים לבעל השליטה וטיב הזיקה ביניהם.
 - האם ההחלטה התקבלת בסמוך לאחר רכישת השליטה או בסמוך למועד פירעון ההלוואה ששימשה לרכישת השליטה?
 - האם התקיים דיון רציני בטרם קבלת ההחלטה שכלל גם חוות דעת של גורם מקצועי?
 - ב. מדובר בשינוי משמעותי של מבנה ההון של החברה. לעניין זה, הציע השופט עמית לבחון את הפרמטרים הבאים :
 - מה שיעור הדיבידנד שחולק מתוך רווחי החברה?
 - האם מדובר במדיניות חלוקה חדשה או ביישום מדיניות קיימת?
 - האם מדובר בחלוקה שאינה מקיימת את מבחן הרווח ומה היקפה במקרה זה?
- ככל שיצלח בכך התובע, הנטל יועבר לכתפי נושאי המשרה שידרשו להראות כי :
 - א. בעל השליטה לא היה נתון בקשיי נזילות חריגים שהצריכו את שינוי מבנה ההון. השופט מציין דוגמות למשתנים שיכולים ללמד על מצב הנזילות של בעל השליטה, וביניהם :
 - גובה הסכום הדרוש לבעל השליטה.
 - מידת הדחיפות.
 - היקף ההון העצמי של בעל השליטה והחלופות העומדות לרשותו לגייס את ההון.
 - האם בעל השליטה ערב באופן אישי לחובות שלשמשם ההון נדרש?
 - ב. ההחלטה שהתקבלה היא בעלת היגיון עסקי סביר
 - ככל שמצבה הפיננסי של החברה איתן יותר, ניתן להסביר את היגיון ההחלטה.
 - ככל שההחלטה מתקבלת סמוך לפני רפורמה בשוק בו פועלת החברה, על נושאי המשרה להביא בחשבון את ההשלכות שעלולות להיות לכך על רווחיותה.

השופט מציין עוד, כי תמיכתם של בעלי מניות מיעוט מהווה אינדיקציה חזקה לכך שההחלטה על החלוקה לא התקבלה כל כולה על מנת להיטיב עם בעל השליטה.

❖ יישום סטנדרט הביקורת בנסיבות מקרה בזק

חלוקות הדיבידנד

על בסיס זאת, בנסיבות המקרה קבע השופט עמית כי ביחס לשני סוגים של חלוקות דיבידנד, אשר בוצעו בהתאם למדיניות הדיבידנד של בזק (חלוקת הדיבידנד השוטף וחלוקת רווחים הנובעים מהפסקת איחוד חברת הבת Yes) לא עלה בידיהם כדי לסתור את כלל שיקול הדעת העסקי של נושאי המשרה בחברה.

קביעה זו נסמכה על מספר שיקולים מרכזיים :

- **דירקטוריון בזק ערך דיון מעמיק** עובר לכל החלטה בדבר חלוקת הדיבידנד, הכולל הצגת תחזיות בנוגע להכנסות, רווחים וצרכים עתידיים, גם אם לא נערך דיון ייעודי שעסק רק בהמשך מדיניות החלוקה של החברה.

- **אופן קבלת ההחלטות בדבר החלוקה** - מרבית ההחלטות בדבר חלוקות הדיבידנד התקבלו בטרם רכישת השליטה על ידי אלוביץ וההחלטות שהתקבלו בתקופתו כבעל שליטה עברו גם את אישורה של ועדת המאזן של בזק **שהורכבה מדירקטורים שאינם תלויים בבעל השליטה**.
- **החלוקות הינן המשך של מדיניות חלוקת רווחים קיימת**, שאושרה תחת בעל השליטה הקודם.
- **איתנותה הפיננסית של בי-קום והחלק הקטן יחסית של הדיבידנד אותו קיבלה ביחס לחוב שגייסה לצורך רכישת בזק** (700 מיליון ש"ח מתוך 6.5 מיליארד ש"ח) - נקבע כי שוויה של בי-קום היה גבוה דיו כדי לעמוד בהתחייבויותיה גם ללא החלוקה, ועצם ההתבססות על דיבידנד כחלק מתכנית מימון הרכישה של בזק אינה פסולה כשלעצמה במצב זה.

הפחתת ההון

ביחס להפחתת ההון קבע השופט כי התובעים עמדו בנטל הראשוני הרובץ לפתחם, וזאת לנוכח מספר שיקולים מרכזיים:

- **הפחתת ההון היתה בגדר שינוי משמעותי במבנה ההון של החברה**. מדובר בסכום עתק במונחי המשק הישראלי, שהיווה נתח משמעותי משווי החברה.
- **ההחלטה על הפחתת ההון התקבלה לאחר העברת השליטה לידי בי-קום ואלוביץ**.
- **מעורבות בעל השליטה בקבלת ההחלטה** - להעברת הצעת ההחלטה לדירקטוריון על הפחתת ההון קדמו דיונים בין הנהלת בזק לבין נציגי יורקום שבשליטת אלוביץ, בכובעה של יורקום כיועצת לבזק, מבלי שנוהלו פרוטוקולים של דיונים אלה.
- **זהות היועץ הפיננסי לדירקטוריון** - ליועץ הפיננסי אשר נתן חוות דעת בדבר העמידה במבחן יכולת הפרעון לאחר הפחתת ההון היה, על פני הדברים, אינטרס בהצלחת המהלך של רכישת השליטה מכיוון שהוא סייע לאלוביץ ולבי-קום לבנות את תכנית המימון לרכישת השליטה בבזק.

עם זאת, נושאי המשרה הנתבעים הצליחו להראות כי בעל השליטה לא היה נתון לקשיי נזילות וכי ההחלטה לגופה הייתה בעלת היגיון עסקי סביר, זאת - בהתחשב בין היתר במצבה העסקי האיתן של בזק במהלך התקופה, ההיגיון העסקי בהגדלת רמת המינוף של בזק, מצב השוק והתקופה הנוחה לבצע גיוסי חוב, התימוכין לביצוע המהלך על ידי מספר מומחים, מבנה הפחתת ההון (6 מנות בצמוד לדיבידנד השוטף) והתמיכה הגורפת מצד 99% מבעלי המניות בכל פעם.

פר"ק 38141-09-10 מלרג - הנדסה וקבלנות בע"מ נ' כונס נכסים רשמי תל אביב ואח' (כב' השופט ברנר) (17.12.2016)

תמצית עובדות פסק הדין

מלרג - הנדסה וקבלנות בע"מ ("מלרג") היתה חברה ציבורית אשר עסקה בפרויקטים של תשתיות תחבורה. בשנת 2010 נקלעה מלרג למצב של חדלות פירעון ובתחילת שנת 2011 אושר הסדר נושים למלרג ומונה לה נאמן. לטענת בעל התפקיד, שלוש חלוקות דיבידנד אשר בוצעו על ידי מלרג בשנים 2007 - 2008 לא עמדו במבחן יכולת הפירעון ועל כן יש לחייב את הדירקטורים בנזק שנגרם למלרג בעקבות כך.

בית המשפט קבע כי החלוקה השנייה והשלישית אכן לא עמדו במבחן יכולת הפירעון, ולפיכך הטיל חבות אישית על הדירקטורים אשר כיהנו במועד אישור חלוקות אלו, בגובה סכום החלוקות, לרבות ריבית והצמדה.

יוער כבר כעת, כי לשיטתנו בפסק הדין בעניין מלרג אין משום חידוש ביחס למצב המשפטי, ומדובר ככלל ביישום הדין הקיים.

❖ מהותו של מבחן יכולת הפירעון

כרקע מקדים לדיון **בעניין מלרג**, דן בית המשפט במהותו העקרונית של מבחן יכולת הפירעון. על פי מבחן זה, די לתובע להראות **חשש סביר בלבד** שהחלוקה תגרום לחברה לא לעמוד בפירעון התחייבויותיה, ולא נדרשת הוכחה ברמת וודאות של קרוב לוודאי. השופט ברנר מדגיש את ההבדל בין חדלות פירעון **תזרימית** (העומדת ביסוד מבחן יכולת הפירעון) לבין חדלות פירעון **מאזנית** (כאשר מצבת נכסיה של חברה קטנה ממצבת התחייבויותיה), תוך שהוא עומד על כך כי חשש סביר למצב של חדלות פירעון תזרימית (אשר בהתקיימו אין לבצע חלוקה) יכול לקום גם כאשר מצבת הנכסים של חברה עולה על התחייבויותיה (קרי, אין חשש לחדלות פירעון מאזנית).

❖ אחריות דירקטורים במקרה של חלוקה אסורה

בית המשפט חוזר ומדגיש כי הדירקטורים הינם שומרי הסף של התאגיד ותפקידם הוא להגן על נושי החברה מפני חלוקות דיבידנד העשויות לפגוע בהם. משכך, על הדירקטורים לנקוט באמצעים סבירים לברור כדאיות הפעולה המובאת לאישורם ולהיות בקיאים במצבה הכלכלי של החברה ונכסיה.

על פי השופט ברנר, הדירקטורים שאישרו חלקה אסורה יחובו בנזק הישיר שנגרם כתוצאה מהחלוקה האסורה, שהינו סכום החלוקה, אולם במקרים מסוימים הם אף עלולים לחוב בנזק תוצאתי נוסף (למשל ככל שקיים קשר סיבתי בין החלוקה האסורה לבין קריסתה של חברה).

❖ עקרונות כלליים בנוגע למבחן יכולת הפירעון

לאחר הדיון הכללי במהותו של מבחן יכולת הפירעון ואחריות הדירקטורים במסגרתו, עובר בית המשפט לבדוק האם הדירקטורים במלרג בחנו את מבחני החלוקה עת אישרו את החלוקות.

בהסתמך על פרוטוקולי הדירקטוריון בהם לא נמצא דיון במבחני החלוקה (או שנמצא דיון קצר בלבד), קובע בית המשפט כי מבחן יכולת הפירעון לא נידון כלל על ידי הדירקטורים, תוך שהוא מדגיש כי הפרוטוקולים הם הראיה הטובה ביותר לנושאים שנידונו בדירקטוריון.²

לאחר שהגיע למסקנה כי כלל לא נבחן מבחן יכולת הפירעון, מעביר השופט את הנטל לדירקטורים להוכיח כי בזמן אישור החלוקות לא היה חשש סביר שהחלוקות ימנעו ממלרג את היכולת לעמוד בהתחייבויותיה. לצורך הקביעה האם הרימו הדירקטורים את הנטל המוכח עליהם או לאו, בוחן בית המשפט לגופו של עניין האם מלרג עמדה במבחן יכולת הפירעון בכל אחת מבין החלוקות.

במסגרת בחינה זו פורט השופט ברנר קווים מנחים לעניין מבחן יכולת הפירעון:

- **אין להסתפק בבחינת תזרים מזומנים חזוי לתקופה של שנתיים בלבד.** מבחן יכולת הפירעון מחייב את הדירקטורים לבצע הערכה כלכלית אמיתית של החבויות וההכנסות הצפויות, ולא להסתפק רק בנתונים החשבונאיים כפי שמופיעים בדוחות, וכן לבקש מסמכים ומידע נוסף בהתאם לצורך. בית המשפט מדגיש כי הבחינה אינה תחומה בזמן ואין להסתפק בבדיקת תזרים המזומנים החזוי לתקופה של שנתיים בלבד אלא נדרשת בחינת יכולת הפירעון לגבי מלוא התקופה אשר לגביה יש לתאגיד התחייבויות (הגם שככל שמועד התזרים הולך ומתרחק ישנו קושי להעריכו).

² בעמדה זו חוזר בית המשפט על קביעות קודמות לעניין חשיבות הפרוטוקולים כראיה. ראו לדוגמה תנ"ג 02-11-01221-11-02 **גיא ניומן נ' פיננסיטק בע"מ ואח'** (24.5.2015) ותנ"ג 12-09-10466 **אוסטרובסקי נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ** (9.8.2015). להרחבה בעניינים אלו, ראו עדכונים קודמים שפרסמו בחדש **יוני 2015** ובחודש **אוקטובר 2015**. וראו גם עמדת בית המשפט בעניין **ודניקוב** המתוארת לעיל.

- **יש להימנע מהנחות אופטימיות יתר על המידה.** במסגרת בחינת מבחן יכולת הפירעון יש להימנע מהנחות אופטימיות יתר על המידה אשר אינן עולות בקנה אחד עם ניסיון העבר ותוצאות פעילותה של החברה בתקופה שקדמה למועד אישור החלוקה.
- **עיתוי ההכנסות העתידיות (ולא רק הצפי לקבלתן) מצוי במוקד מבחן יכולת הפירעון.** השופט ברנר מדגיש כי מבחן יכולת הפירעון עוסק בפירעון ההתחייבויות **במועדן** ועל כן במסגרת הערכת ההכנסות הצפויות יש לקחת בחשבון לא רק את עצם קיומם של חובות לקוחות לחברה, אלא גם את **עיתוי** ההכנסות והוודאות בקבלתן (האם למשל הן כפופות לתנאים שונים שאין וודאות שיתקיימו).
- **גיוס חוב כבסיס לחלוקה מחייב משנה זהירות בהחלטת החלוקה.** ככלל, מציין בית המשפט, אין מניעה עקרונית לגייס חוב לצורך חלוקת דיבידנד, אך ככל שהדיבידנד ממומן מאשראי חדש, ולא מתזרים שוטף, נדרשים הדירקטורים למידה גבוהה יותר של זהירות באישור החלוקה.
- **אין להסתמך על האופן בו נתפסת החברה על ידי השוק או חברת הדירוג.** לעמדתו של השופט ברנר, העובדה כי חברה נתפסת בשוק כחברה מבוססת או כי דירוג האשראי שלה גבוה, אינה מהווה ראייה של ממש לצורך ביסוס סבירות ההחלטה לאישור החלוקה. זאת מהטעם שלדירקטורים (להבדיל מהציבור או חברת הדירוג) נגישות למידע מלא ומפורט אודות מצבה של החברה העולה על המידע המצוי בידי הציבור.
- **חובת זהירות מוגברת באישור חלוקה בחברה שבה בעל השליטה מכהן גם כדירקטור.** בית המשפט קבע כי כאשר מדובר בחברה ציבורית שבה בעל השליטה הוא גם דירקטור ומנכ"ל, מוטלת חובת זהירות מוגברת על הדירקטורים, בתור שומרי הסף, על מנת להמנע מקבלת החלטות שתכליתן העיקרית היא לשרת את האינטרס של בעל השליטה (כמו במקרה של חלוקת דיבידנד).

❖ האם עומדת לדירקטורים הגנת שיקול הדעת בגין ביצוע חלוקה אסורה?

השופט ברנר דן בשאלת תחולת כלל שיקול הדעת העסקי במקרה של חלוקה אסורה. לשיטתו, החלת כלל זה תרוקן מתוכן את קביעתו הנורמטיבית של המחוקק המצויה ביסוד סעיף 311 לחוק החברות, לפיה אם בוצעה חלוקה אסורה רואים את הדירקטור כמי שהפר את חובות הזהירות והאמונים, לפי העניין.³ השופט מציין כי אינו משוכנע כי כלל שיקול הדעת העסקי יכול להוות הגנה מפני חלוקה אסורה, אך אינו נדרש להכריע בשאלה לגופה שכן לשיטתו, ממילא **בעניין מלרג** לא התקיימו התנאים להחלה של כלל שיקול הדעת העסקי.

❖ הטלת אחריות אישית בגין חלוקה המהווה הפרה של התחייבות "תשקיפית"

במסגרת שטר הנאמנות מול מחזיקי אגרות החוב (סדרה ב') התחייבה מלרג שלא לחלק יותר מ- **60% מהרווח השנתי** שלה על פי הדוחות המבוקרים **השנתיים**. בית המשפט קבע כי מלרג הפרה את התחייבותה זו, שכן סכום החלוקה השנייה היה גבוה מ- **60% מהרווח השנתי של מלרג לשנת 2007** (לאחר הצגה מחדש של הדוחות הכספיים לשנת 2007) והחלוקה השלישית בוצעה על פי דוחות חציוניים.

³ למעט אם התקיימו החריגים המנויים בסעיף האמור אשר הינם: (1) אם התנגד הדירקטור לחלוקה ונקט את האמצעים הסבירים על מנת למנעה; (2) אם הדירקטור הסתמך בתום לב הסתמכות סבירה על מידע שאילולא היה מטעה היתה החלוקה מותרת; (3) אם הדירקטור לא ידע ולא היה עליו לדעת על החלוקה.

בית המשפט מתייחס להתחייבות זו של מלרג כהתחייבות תשקיפית וקובע כי התחייבות תשקיפית היא התחייבות חוזית לכל דבר ועניין והאחריות בגין הפרתה היא **אחריות מוחלטת** (גם במקרה בו לא נפל אשם בהתנהגות המפר, וגם במקרה בו החלוקה בוצעה בהתאם להתחייבות תשקיפית על פי דוחות כספיים אשר היו נכונים לאותה עת).⁴

בהתאם, לעמדת בית המשפט, גם ככל והיו עומדות החלוקות במבחן יכולת הפירעון היה מקום להטיל חבות אישית על הדירקטורים בגין הפרת ההתחייבות התשקיפית.

❖ הטענה בדבר הקשר הסיבתי בין החלוקות האסורות לקריסתה של מלרג

הגם שבית המשפט מקבל באופן עקרוני את קיומה האפשרי של עילה החורגת מסכום החלוקה האסורה עצמה ונוגעת למלוא הנזק התוצאתי שגרמה, לגופו של עניין דוחה בית המשפט את טענת בעל התפקיד כי היה קשר סיבתי בין קריסת מלרג לחלוקות האסורות וכי על כן יש לחייב את הדירקטורים במלוא החוב שלא נפרע לנושי מלרג.

דגשים בעקבות פסקי הדין

- **פסק הדין בעניין ורדניקוב - דיון מקיף של בית המשפט העליון בסטנדרט ההתערבות בהחלטות הדירקטוריון.** בית המשפט מבהיר מהם הסטנדרטים שיחולו בדיני החברות בישראל בכל הנוגע לבחינת החלטותיהם העסקיות של דירקטורים. אימוץ מפורש של כלל שיקול הדעת העסקי ודחייה, כמעט מוחלטת, אמנם בדין יחיד, של כלל ההגנות המלאה צפויים להגביר את הוודאות בתחום זה בדין הישראלי. אימוץ סטנדרט "הביקורת המוגברת" הוא חשוב, וצפוי להתוות את החלטותיהם של בתי המשפט המחוזיים במקרים רבים בעתיד ולעצב את גבולותיו של סטנדרט זה שנותרו פתוחים בפסק דינו של בית המשפט העליון.
- **התערבות בית המשפט בעסקה שאושרה כדין - בנסיבות קיצוניות בלבד.** לקביעתו של השופט עמית בעניין ורדניקוב בדבר אי תחולת כלל "ההגנות המלאה" עשויה להיות משמעות רבה בדיני החברות בישראל. מדברי השופט עמית, עולה כי כאשר עסקה שלבעל השליטה יש עניין אישי בה אושרה באישור המשולש הנדרש לפי החוק, ניתן יהיה לתקוף אותה רק במקרים חריגים ותוך עמידה בנטל כבד ביותר. לכך מצטרפת קביעתו של השופט עמית כי בעל השליטה לא חב בחובת הגינות כלפי בעלי המניות בחברה, וזאת בניגוד לעמדת בית המשפט המחוזי בעניין **מכתשים-אגן**.⁵ משכך, וככל שתאומץ עמדתו של השופט עמית בעתיד (שכן בפסק הדין מדובר באמרת אגב ודעת יחיד), ייתכן שהשלכות רבות הנובעות מהקביעות בעניין **מכתשים-אגן**, ואולי אף הצורך בוועדות מיוחדות כתנאי מוקדם לאישור עסקה שלבעל השליטה עניין אישי בה, תתבטלנה.
- **החשיבות שבקיום דיון מקיף ותייעוד מלא.** משני פסקי הדין, ובאופן עקבי עם גישת הפסיקה, שבה ועולה החשיבות שבקבלת החלטה המבוססת על מידע ונתונים מלאים בנוגע למצבה הכלכלי של חברה, בקיומו של דיון מפורט ובתייעוד מדויק של הדיון.
- **נסיבות אשר עשויות להפחית את הסיכון לאי-החלת כלל שיקול הדעת העסקי לגבי החלטות הדירקטוריון.** בהתבסס על הקביעות בפסק הדין בעניין ורדניקוב, נראה שככל שהדירקטוריון ייעזר בחוות דעת מקצועית עצמאית, וככל

⁴ ראוי לציין כי מסקנה זו של בית המשפט מצויה ביסוד סעיף 52(א) לחוק ניירות ערך, הקובע כי מנפיק יהיה אחראי כלפי מחזיקי ניירות ערך בגין נזק שנגרם להם כתוצאה מכך שהמנפיק הפר את הוראות חוק ניירות ערך או תקנות על פיו, או את הוראות שטר הנאמנות שלפיהן חלה חובה על המנפיק כלפי הנאמן. סעיף 52(ב) קובע כי אחריות זו תחול גם לגבי הדירקטורים במנפיק, המנהל הכללי שלו ובעל השליטה במנפיק. ודוק - אומנם בעניין מלרג התייחס בית המשפט להתחייבות על פי שטר הנאמנות כהתחייבות תשקיפית, אך לכאורה, גם בהיעדר ההקבלה כאמור, לאור הוראות סעיף 52(א) לחוק ניירות ערך, הפרת התחייבות על פי שטר הנאמנות אשר גורמת נזק לחברה, תטיל אחריות, בנוסף למנפיק, גם על הדירקטורים, המנכ"ל ובעל השליטה.

⁵ ת"צ (כלכלית) 26809-01-11 כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ (15.5.2011).

שהחלטה תתקבל על ידי דירקטוריון שאינה מייצג בעיקרו את בעל השליטה או על ידי רוב בלתי תלוי בדירקטוריון או בוועדה מוועדות המשנה, יגבר הסיכוי להחלטת כלל שיקול הדעת העסקי על ההחלטה.

יצוין, כי בית המשפט אף מעיר, כי מקום בו נושא משרה מוצא עצמו פועל באופן העלול לעלות כדי הפרת אמונים, לרבות בנוגע להחלטה על חלוקה או הפחתת הון, החברה יכולה "לנטרל" את הפרת חובת האמונים מבעוד מועד על ידי אישור "יזום" העומד בתנאי סעיף 255 לחוק (אישור פעולות בניגוד עניינים, וכאשר מדובר בניגוד עניינים של בעל שליטה - במנגנון האישור המשולש).

- **עמדת רשות ניירות ערך בעניין מבחן יכולת הפרעון.** השיקולים אשר סוקר בית המשפט בעניין מלרג בנוגע למבחן יכולת הפרעון, וביניהם תזרים מזומנים חזוי לתקופה של יותר משנתיים והימנעות מהערכות אופטימיות, עולים בקנה אחד עם דוח ריכוז ממצאים בנושא חלוקת דיבידנד ורכישה עצמית של מניות אשר פורסם על ידי רשות ניירות ערך (ראו קישור [כאן](#)), והן עם הדין הקיים. במילים אחרות - אין בפסק הדין משום חידוש משפטי משמעותי ביחס לדין הנוהג בנוגע לאחריות דירקטורים לחלוקה אסורה.
- **בהחלטה על חלוקה יש לתת את הדעת גם על מגבלות אחרות החלות על החברה בנוגע לחלוקה, בנוסף על בחינת מבחני החלוקה.** מגבלות אלו יכולות להיות אמות מידה בהן מחויבת החברה בקשר עם ביצוע חלוקה או מגבלות על סכום החלוקה המותר. שכן, על פי עניין מלרג, גם במקרה בו החלוקה עומדת במבחני החלוקה אך ביצועה מפר התחייבויות תשקיפיות של החברה ייתכן ותוטל על הדירקטורים חבות אישית (אשר יכולה לעלות, כתלות בהפרה, גם למלוא סכום החלוקה).

נשמח להשיב על כל שאלה שתתעורר.

ב ב ר כ ה,

פישר בכר חן וול אוריון ושות'*

* כותבי עדכון זה: עו"ד אברמי וול, עו"ד ורד אורן, עו"ד עמרי רחום-טוויג, עו"ד ניצן סנדור

למידע נוסף ניתן לפנות אל אנשי הקשר שלכם במשרדנו, או אל:

03-6944131

awell@fbclawyers.com

אברמי וול

03-6944249

bnoiman@fbclawyers.com

בועז נוימן

03-6944131

nsandor@fbclawyers.com

ניצן סנדור

03-6944166

voren@fbclawyers.com

ורד אורן

הכלול באגרת מידע זו הוא מידע כללי בלבד, הוא אינו חוות דעת משפטית או ייעוץ משפטי ואין להסתמך עליו. כל הזכויות שמורות לפישר בכר חן וול אוריון ושות'.

להירשם למייל זה או להסרה מרשימת התפוצה: <mailto:newsletter@fbclawyers.com>