



## בבית המשפט העליון בשבתו כבית משפט לערעורים אזרחיים

ע"א 3417/16

לפני: כבוד המשנה לנשיאה (בדימי) ח' מלצר  
כבוד השופטת ד' ברק-ארז  
כבוד השופט ג' קרא

המערערים: 1. פינרוס החזקות בע"מ  
2. אומים ניהול ויעוץ בע"מ  
3. מרדכי וינקלר ז"ל  
4. אורי וינקלר  
5. אורלי גרינגאוס  
6. איתן נדן  
7. מרדכי גרונר  
8. אברהם סלומון

נ ג ד

המשיב: התובע הייצוגי דב גולדשטיין

ערעור על פסק דינו של בית המשפט המחוזי תל אביב-יפו  
(כב' השופטת ד' רונן) מתאריך 24.02.2016  
ב-ת"צ 7477-10-11

בשם המערערים: עו"ד גיורא ארדינסט; עו"ד ניר אמודאי; עו"ד  
דמיטרי סופוניצקי

בשם המשיב: עו"ד אהוד ארד; עו"ד רועי מיודובניק

### פסק-דין

המשנה לנשיאה (בדימי) ח' מלצר:

1. לפנינו ערעור על פסק דינו של בית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו (כב' השופטת ר' רונן) ב-ת"צ 7477-10-11 אשר במסגרתו התקבלה תביעה ייצוגית בשם בעלי מניות המיעוט במערערת 1 (בתקופה הרלבנטית), שהוגשה נגד המערערים, חברי הדירקטוריון ובעלי השליטה במערערת 1 (להלן: פסק הדין). במסגרת פסק הדין נקבע כי על המערערים

לפצות את חברי הקבוצה בסך של 1,139,883 ש"ח (כולל גמול לתובע הייצוגי ושכר טרחה לבאי כוחו).

להלן אביא את הרקע והנתונים הנדרשים להכרעה.

העובדות הצריכות לעניין

2. עניינו של ההליך שלפנינו בשאלת חבותם של המערערים – פינרוס החזקות בע"מ, בעלי השליטה בה וחברי דירקטוריון שלה (להלן: פינרוס, או החברה) בתקופה הרלבנטית, בפיצויים בגין הפרת חובת הזהירות וקיפוח בעלי מניות המיעוט, במכלול פעולות ומחדלים נטענים שבוצעו במשך תקופה ארוכה, ואשר הביאו בסופו של יום למכירת מניות המיעוט שהיו מצויות בידי קבוצת הייצוג – בהפסד, עקב החשש מפני מחיקתה של החברה מרישומי הבורסה לניירות ערך.

3. החברה, אשר התאגדה בשנת 1970 כחברה פרטית, פירסמה בשנת 1993 תסקיף ונרשמה כחברה ציבורית שמניותיה הונפקו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בפועל, החברה שימשה כחברת אחזקות העוסקת ביבוא ושיווק של חלקי חילוף לרכב באמצעות חברות בהן החזיקה ("אוטוורקס בע"מ", בה החברה החזיקה ב-37.5% מהון המניות, ו-"התפעלות בע"מ", בה החברה החזיקה במלוא הון המניות (להלן: התפעלות)).

4. בתאריך 31.01.2012 נמחקה פינרוס מהמסחר בבורסה, לאחר שנרכשה בהליך של הצעת רכש מלאה על ידי המערערת 2, אומים ניהול ויעוץ בע"מ, אשר היתה קודם לכן אחת מבעלי המניות בחברה (להלן: אומים). המערערים 3 ו-4, אב ובנו, שלטו בפינרוס במועדים הרלבנטיים לעניינו באמצעות שליטתם באומים וכן באמצעות אחזקה פרטית של המערער 4 (להלן: אורי וינקלר) במניות החברה. המערער 3, מרדכי וינקלר, שבינתיים הלך לבית עולמו (להלן גם: מרדכי וינקלר ז"ל) שימש כיו"ר דירקטוריון החברה ואורי וינקלר כיהן כדירקטור בחברה וכמנכ"ל שלה. המערערת 5 היא אחותו של אורי וינקלר, אשר כיהנה כדירקטורית בחברה מסוף שנת 1993 ועד תאריך 26.05.2011. המערער 6 כיהן כדירקטור בחברה וכיו"ר ועדת הביקורת שלה והמערערים 7-8 שימשו דירקטורים חיצוניים בחברה החל משנת 2005.

5. מסכת העובדות הרלבנטית לעניינו החלה בשנת 2001, שאז הודיעו רשויות הבורסה לניירות ערך לחברה כי היא איננה עומדת בדרישות שהיו קבועות אז בתקנון

הבורסה לשם רישומה ברשימת המסחר הראשית של הבורסה (להלן בהתאמה: כללי השימור ו-הרשימה הראשית).

דרישות אלה כללו שלושה תנאים מצטברים:

- א. שווי החזקות הציבור במניות החברה גבוה מ-5 מיליון ש"ח;
- ב. שיעור החזקות הציבור במניות החברה לא יפחת מ-15% מהון המניות של החברה (או 15 מיליון ש"ח);
- ג. ההון העצמי של החברה על פי כל אחד מארבעת הדו"חות הכספיים האחרונים שהוגשו על ידה לא יפחת מ-2 מיליון ש"ח (או שיעור החזקות הציבור עולה על 24 מיליון ש"ח).

6. בהתאם לתקנון הבורסה, אם אחת מהחברות הנסחרות ברשימה הראשית של הבורסה איננה עומדת בכללי השימור, רשאית הבורסה, לאחר הודעה מתאימה בעניין, להעביר את המסחר באותה חברה מהרשימה הראשית לרשימת השימור (להלן: רשימת השימור). משמעות העברתה של מניה לרשימת השימור, היא הגבלת המסחר במניה, כך שזו תתקיים רק בשני שלביו הראשוניים של יום המסחר בבורסה – שלב "טרנס הפתיחה" ושלב "הפתיחה". לאחר שניירות הערך של החברה מועברים לרשימת השימור עומד לרשות החברה פרק זמן של שנתיים, במהלכו על החברה לעמוד בתנאים מסוימים כדי לשוב להיסחר ברשימה הראשית. פרק הזמן האמור נחלק לשתי תקופות: בשנים עשר החודשים הראשונים על החברה לעמוד בתנאים מסוימים לשם העברתה מחדש לרשימה הראשית. אם לא הצליחה לעשות כן, קצובים לה 12 חודשים נוספים במהלכם התנאים להוצאתה מרשימת השימור מחמירים עוד יותר מהתנאים שחלו בשנה הראשונה לכניסתה לרשימת השימור. אם כשלה החברה לעמוד בתנאים הנדרשים בחלוף שנתיים – ניירות הערך שלה נמחקים מהמסחר בבורסה (אלה הכללים בתמצית, כפי שמופיעים בחלק הרביעי לתקנון הבורסה; להרחבה ראו: "מדריך לחברות – הפסקות מסחר וכללי השימור", כפי שהוא מופיע באתר הבורסה; ועיינו גם: סעיף 46(א)(4) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968; רע"א 839/12 אורן השקעות (א.א.א.) בע"מ נ' שיף הזנפרק נאמנים (2004) בע"מ (05.02.2012); רע"א 5598/12 אלרון (T.D.) נדל"ן בע"מ נ' הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ (05.08.2012)).

7. יצוין, כי על-פי רוב, המעבר לרשימת השימור איננו סימן חיובי ביחס למצבה ולעתידה של החברה, שכן הדבר עלול להוביל למחיקתה מהבורסה ובכך להשפיע על ערך מניותיה ונזילותן, וכן על היבטים אחרים של פעילותה (ראו בעניין זה: פר"ק (ת"א)

14-09-31111 סקילקס קורפוריישן בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (03.02.2015) ועיינו גם להלן בפיסקאות 60-63). לכן, השבתה של החברה לרשימה הראשית של הבורסה ניצבת, ככלל, כמטרה עיקרית של קברניטי חברה המצויה ברשימת השימור.

8. לאחר שפעולות שביצעה פה החברה לא הובילו לעמידתה בכללי השימור היא הועברה למסחר ברשימת השימור בחודש נובמבר 2002. בחודש נובמבר 2003, בעקבות פעולות שעשו מנהלי החברה לשם פיזור מניותיה והגדלת החזקות הציבור במניותיה – הוחזרה פינרוס למסחר ברשימה הראשית.

9. בחודש יולי 2008 הודיעה הבורסה לחברה כי שווי החזקות הציבור במניותיה נמוך (שוב) מהשווי שנקבע בכללי השימור, אולם לנוכח המשבר הכלכלי שפקד את שווקי ההון באותה העת – הבורסה פרסמה בתאריך 03.12.2008 הוראת שעה לפיה הבדיקה בדבר עמידתן של חברות ציבוריות בכללי השימור תידחה עד לחודש יוני 2009. בהמשך, דחתה הבורסה את מועד הבדיקה הנ"ל לחודש דצמבר 2009 וכן קבעה כי שווי החזקות הציבור המינימלי במניות הנדרש לשם סחירות המניה ברשימה הראשית יעמוד על 4 מיליון ש"ח בלבד (חלף סכום של 5 מיליון ש"ח, כאמור בפיסקה 5 שלעיל).

10. בין החודשים ספטמבר 2008 ואפריל 2009 ביצעה החברה ובעלי השליטה בה שורה של עסקאות מחוץ לבורסה, במסגרתן רכשו כמות משמעותית של מניות מידי הציבור. כך, בתאריך 28.09.2008 ובתאריך 11.12.2008 החברה רכשה, באמצעות אחת מחברות הבת שבבעלותה, התפעלות, 368,000 מניות מידי הציבור (להלן: מניות האוצר); בתאריך 02.02.2009 ובתאריך 07.04.2009 רכשה אומים כ-680,000 מניות נוספות מידי הציבור. כפי שיצוין בהרחבה בהמשך, בית המשפט מצא כי פעולות אלה, שעניינן ברכישת מניות מידי הציבור, עמדו בסתירה למגמה שהיתה צריכה להנחות את החברה שהיתה מצויה בסכנת מחיקה מן הבורסה, שכן באותה עת החברה נדרשה להגדיל את סחרותה בקרב הציבור, לשם הסרת האפשרות של מחיקתה מרשימת השימור.

11. בחודש יוני 2009 פרסמו בעלי השליטה בחברה מפרט הצעת רכש מלאה מותנית לרכישת מניות החברה מהציבור תמורת סכום של 2.01 ש"ח למנייה (להלן: הצעת הרכש הראשונה). 98.5% מבעלי מניות המיעוט לא נענו להצעת הרכש הראשונה ועל כן היא נדחתה.

12. החברה ביצעה מנגד בהמשך מספר פעולות שהביאו, לכאורה, להגברת הסחירות במניה והפצתה בקרב הציבור. כך, בתאריך 18.01.2010 אומים מכרה בעסקה מחוץ

לבורסה 125,000 ממניות החברה בהן החזיקה – לחברת רוסאריו שירותי חיתום א.ש. בע"מ (להלן: עסקת רוסאריו). בעקבות כך, בתאריך 28.01.2010 הודיעה הבורסה כי נתוניה של החברה השתפרו, ועל כן דירקטוריון הבורסה לא דן בהעברתה של החברה לרשימת השימור. ואולם, בתאריך 26.07.2010 רשויות הבורסה התריעו פעם נוספת בפני החברה כי היא איננה עומדת בכללי השימור, ולפיכך בתאריך 20.01.2011 הועברה החברה פעם נוספת למסחר ברשימת השימור.

13. בתאריך 11.08.2011 אומים ערכה עסקה מחוץ לבורסה עם משפחת קיסרי, לרכישת אחזקותיה של זו בהון המניות של החברה (שעמדו על 5.3% – בעלות של 3.2 ש"ח למנייה (להלן: משפחת קיסרי ועסקת קיסרי בהתאמה). בחלוף כשלושה חודשים, סמוך לכניסת החברה לשנה השנייה לרישומה ברשימת השימור (שאז מוחמרים, כאמור, תנאי החזרה לרשימה הראשית), אומים ביצעה שתי עסקאות לרכישת מניות החברה משני גופים מוסדיים: חברת ברק קפיטל בע"מ (להלן: ברק קפיטל ועסקת ברק קפיטל בהתאמה) וחברת אלומות בית השקעות (ספרינט) בע"מ (להלן: אלומות ועסקת אלומות בהתאמה). בשתי עסקאות אלה עמדה התמורה למנייה על 2.2 ש"ח למנייה.

14. בתאריך 05.01.2012 פירסמו בעלי השליטה הצעת רכש מלאה נוספת לרכישת מניות החברה מידי הציבור, הפעם תמורת סכום של 2.2 ש"ח למנייה, מחיר המייצג פרמיה של 2.8% על מחיר המנייה במסחר בבורסה באותה העת (להלן: הצעת הרכש השנייה). הצעת הרכש השנייה נענתה בחיוב על ידי 78% מבעלי מניות המיעוט בחברה, ומשכך התקבלה (בהתאם להוראות סעיפים 336-337 לחוק החברות, התשנ"ט-1999; להלן: חוק החברות). בתאריך 25.01.2012 פרסמה החברה דו"ח מידי ביחס לקבלת הצעת הרכש השנייה ובתאריך 31.01.2012 נמחקה מניית החברה מהמסחר בבורסה.

הבקשה לאישור התביעה הייצוגית

15. בתאריך 04.10.2011, עוד טרם שפורסמה הצעת הרכש השנייה ובטרם ביצוע עסקאות ברק קפיטל ואלומות, הגיש המשיב (להלן: גולדשטיין), בעל מניות מיעוט בחברה, בקשה לאישור תביעתו כתביעה ייצוגית (להלן גם: בקשת האישור), בגדרה התבקש כי בית המשפט המחוזי הנכבד יקבע כדלקמן:

(א) כי המערערים קיפחו, ביחד ולחוד, את זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט בחברה בכך שלא עשו די כדי למנוע את כניסת מניות החברה לרשימת השימור;

ב) כי בעלי השליטה (אומים, אורי וינקלר ואביו, המערער 3) הפרו את חובתם לנהוג בתום לב ובדרך מקובלת ופעלו לקיפוח המיעוט;

ג) כי המערערים 3-8, דירקטורים בחברה, התרשלו והפרו את חובת האמון וחובת הזהירות שהיו מוטלות עליהם כלפי בעלי מניות המיעוט, בכך שלא עשו די כדי למנוע את כניסתה של החברה – לרשימת השימור.

במסגרת בקשת האישור אף התבקש סעד שיוורה למערערים 1-4 לרכוש את מניות החברה המוחזקות על ידי הציבור תמורת סכום של 3.2 ש"ח למנייה, המשקף את הסכום ששולם עבור המניות בעסקת קיסרי, ולחלופין – כי בית המשפט יורה לכלל המערערים לנקוט בכל הפעולות הדרושות כדי להוציא את מניות החברה מרשימת השימור. לבסוף, ביקש גולדשטיין פיצוי עבור הנזק שגרמו המערערים, לטענתו, לחברי הקבוצה – בעלי מניות המיעוט – בגין הפגיעה בסחירות המניות, שהעמידו את בעלי המניות בפני הברירות של: הוצאת מניות החברה מהמסחר בבורסה, או מכירתן לבעלי השליטה.

16. לאחר שבתאריך 31.01.2012 נמחקו מניות החברה מהמסחר בבורסה, התייתרו הסעדים הנוגעים לרכישת המניות ולהוצאת מניית החברה מרשימת השימור, ונותר הסעד של פיצוי בגין הנזק שנגרם לבעלי מניות המיעוט בגין פעולות המערערים, וכפי שהגדיר זאת בית המשפט המחוזי הנכבד: "ההפרש בין שווי המניה אלמלא היא היתה נסחרת ברשימת השימור, לבין שוויה במועד הצעת הרכש השנייה, קרי המחיר בו היא נרכשה בסופו של דבר מחברי הקבוצה".

17. בתאריך 18.03.2013 בית המשפט המחוזי הנכבד קיבל את בקשת האישור והורה כי זו תתנהל כתובענה ייצוגית (להלן: החלטת האישור). במסגרת החלטתו, קבע בית המשפט המחוזי הנכבד כי הדירקטורים בחברה חבו בחובת זהירות כלפי בעלי מניות המיעוט בהתאם להוראת סעיף 252(ב) לחוק החברות, אשר מכוחו היה עליהם לפעול באופן סביר כדי למנוע את הנזק שעלול היה להיגרם מהמעבר של המניות – למסחר ברשימת השימור. בית המשפט המחוזי הנכבד הוסיף ודחה את טענת המערערים לפיה הם חבו בחובת זהירות כלפי החברה בלבד, וכי לא חלה עליהם חובה מקבילה, או נפרדת כלפי בעלי מניות המיעוט, שכן הנזק שנגרם להם הוא משני בלבד, לעומת זה שנגרם לחברה. בהקשר זה בית המשפט המחוזי הנכבד קבע כי במקרה דנן נגרם נזק מסוים ובר-אבחנה לבעלי מניות המיעוט, שהרי ההשלכה של מעבר מניית החברה להיסחר ברשימת השימור השפיעה על מרחב התמרון שלהם. כפועל יוצא מכך, בית המשפט המחוזי הנכבד קבע כי לבעלי מניות המיעוט עילת תביעה ישירה כנגד הדירקטורים בעילה של הפרת

חובת הזהירות שלהם. עוד קבע בית המשפט המחוזי הנכבד כי ככל שיימצא כי בעלי השליטה לא פעלו באופן סביר כדי למנוע את מעבר המנייה למסחר ברשימת השימור, אזי עלה הדבר כדי פגיעה בציפיותם הלגיטימית של בעלי מניות המיעוט, ובקיומה של עילת תביעה בשל קיפוח.

18. בהתבסס על הקביעות הנ"ל – בית המשפט המחוזי הנכבד בחן האם המערערים הפרו, לכאורה, את חובותיהם בכך שלא מנעו את מעבר המניות לרשימת השימור.

בכל הנוגע לרכישה של המניות מידי הציבור בשלהי שנת 2008, קבע בית המשפט המחוזי הנכבד כי המסקנה המסתברת היא כי אלו נועדו להקל על הצעת הרכש הראשונה, אשר תסייע (בעקיפין) במניעת העברת המנייה לרשימת השימור. עם זאת, צויין כי המערערים לא הביאו ראיות, אשר מהן ניתן היה להסיק כי מטרת הרכישות היתה כפי שנטען, וכן כי לא הוסבר מדוע לא ננקטו דרכים נוספות להבטחת עמידת החברה בכללי השימור, דוגמת פיזור בקרב הציבור של מניות האוצר, אשר היו בבעלות חברת הבת התפעלות. עוד קבע בית המשפט המחוזי הנכבד כי משהעברת המסחר במנייה לרשימת השימור השפיעה באופן שונה על בעלי השליטה ועל בעלי מניות המיעוט ונועדה לכאורה להיטיב בעיקר על בעלי השליטה לקראת הצעות הרכש, הרי שהדירקטורים אינם יכולים ליהנות מכלל שיקול הדעת העסקי (להלן גם: The Business Judgement Rule, או: BJR), אשר לפיו בית המשפט ימנע, בדרך כלל, מלבחון את שיקול הדעת של נושאי המשרה בחברה באופן מהותי.

19. כאן המקום לציין כי החלטת האישור ופסק הדין של בית משפט המחוזי הנכבד, ניתנו טרם שנקבע היקף הביקורת השיפוטית על החלטות הדירקטוריון, כפי שזה הותווה בפרשת ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ' (28.12.2016) (להלן: עניין ורדניקוב), אולם בהתאם לפסיקה בנושא זה, כפי שהתפתחה בבתי המשפט המחוזיים, קבע בית המשפט המחוזי כי על אף שכלל שיקול הדעת העסקי נסתר כאן – אין להטיל על הדירקטוריון להוכיח את הגיונה העסקי הפנימי והמלא של התנהלותם בתקופה הרלבנטית (היינו, מבחן "ההגיונות המלאה"). זאת, לנוכח העובדה כי נסיבות המקרה לא עוררו "ניגוד עניינים" ישיר בין האינטרס של בעלי השליטה לבין זה של יתר בעלי המניות. עם זאת, בית המשפט מצא כי העובדה שהאינטרס בהפסקת סחירות המניה היטיבה עם בעלי השליטה, שכן פעולה זו הביאה אותם לעמדה טובה יותר בעת פרסום הצעות הרכש, הרי שיש בכך כדי להעמיד את בעלי השליטה (שהיו גם חברי דירקטוריון) בניגוד עניינים ומכאן שהם אינם יכולים ליהנות מחזקת שיקול הדעת העסקי באופן מלא. חלף זאת, בית המשפט המחוזי הנכבד קבע כי יש להעביר את נטל ההוכחה מכתפיו של גולדשטיין –

לכתפי המערערים, וכי רמת הביקורת אותה יפעיל (כתביעה הייצוגית עצמה) תותאם לנסיבות העניין, ולמידת ניגוד העניינים העולה מהנסיבות בכללותן.

לבסוף, בית המשפט המחוזי הנכבד קבע כי קבוצת התובעים הייצוגיים כוללת את כל בעלי מניות המיעוט ולא רק את אלה, אשר סירבו להצעת הרכש השנייה, וזאת מבלי להכריע בשאלת גובה הנזק שנגרם לבעלי המניות. בשולי הדברים, בית המשפט המחוזי דחה שורה של טענות שהעלו המערערים בנוגע לגודלה הקטן של הקבוצה הייצוגית, וכן השגות בדבר הבדלי הנזק בין חברי הקבוצה השונים בגינם אין להצדיק דיון מאוחד בעניינם של כל חברי הקבוצה במסגרת תביעה ייצוגית, לרבות טענות בדבר תום לבו של גולדשטיין.

20. ההליך בפני בית המשפט המחוזי המשיך להתנהל, ובתאריך 24.02.2016 ניתן פסק דינו של בית המשפט המחוזי (להלן: פסק הדין, או פסק הדין, נושא הערעור). במסגרת פסק הדין, הניח בית המשפט המחוזי את קיומה של חובת זהירות מצד חברי הדירקטוריון כלפי בעלי מניות המיעוט, וציין כי נקודה זו לא היתה במחלוקת, והצדדים לא טענו להפרכתה בסיכומיהם. מכאן, נדונה שאלת הפרתן של חובה זו בנסיבות העניין והאפשרות כי פעולותיהם של המערערים הביאו לנזק ממשי לקבוצת התובעים (יצוין כבר עתה, כי טענות העוסקות בקיפוח בעלי המניות, שנדונו כאמור במסגרת החלטת האישור – לא זכו להתייחסות מפורטת במסגרת פסק הדין).

21. טרם הדיון בדבר הפרת חובת הזהירות של המערערים, עמד בית המשפט על רף הביקורת השיפוטית המתחייב במסגרת ההליך, בהינתן שהמערערים לא עמדו בתנאי כלל שיקול הדעת העסקי, לבחינת פעולות נושאי המשרה בחברה. בהקשר לכך, בית המשפט קבע כי בנסיבות העניין, הרי שיש להעביר את נטל ההוכחה אל המערערים, וכי עליהם להוכיח כי הם פעלו כנדרש בהתייחס לכניסת החברה לרשימת השימור ולפעולות שהם עשו כדי למנוע זאת. עם זאת, בית המשפט המחוזי לא קבע מהו סטנדרט הביקורת המדויק שחל על המערערים, שכן לטעמו אף החלת סטנדרט ביקורת "רגיל" מוביל למסקנה כי המערערים לא עמדו בנטל המוטל עליהם בהקשר זה, ואלה היו דבריו:

"בהחלטת האישור לא נקבע מהי רמת הביקורת שתופעל על הנתבעים, והאם מדובר בסטנדרט ביקורת מחמיר (של "הגינות מלאה"), בסטנדרט "רגיל", או בסטנדרט "ביניים". כפי שיפורט להלן בפסק-דין זה, אני סבורה כי הנתבעים לא הרימו את נטל ההוכחה שהוטל עליהם. זאת, גם בהנחה שסטנדרט הביקורת שהיה מקום לבחון את התנהלותם לאורו הוא סטנדרט ביקורת "רגיל" ולא מחמיר.



לכן, אין הכרח גם במסגרת פסק-הדין הנוכחי לקבוע מהו סטנדרט הביקורת שיש להחיל על התנהלותם של הנתבעים. יחד עם זאת, נראה כי לאור העובדה שהשפעה של המעבר למסחר ברשימת-השימור על בעלי-השליטה בחברה היתה שונה מההשפעה של המעבר הזה על בעלי-מניות המיעוט בה, הסטנדרט שיש להחיל על התנהלותם של הנתבעים הוא מחמיר יותר מסטנדרט רגיל של סבירות" (פיסקאות 92-93 לפסק הדין).

22. בכל הנוגע להפרת חובות המערערים, בית המשפט המחוזי בחן שלוש קבוצות של פעולות בהקשר זה: פעולות שבוצעו על ידי המערערים, שהיה בהן לכאורה כדי להעמיק את בעיית השימור; פעולות שלא בוצעו על ידי המערערים ושהיו יכולות לכאורה לפתור את בעיית השימור ופעולות שבוצעו על ידי המערערים שלגישתם נועדו לפתור את בעיית השימור אלא שהן לא עלו יפה. בהמשך דברי יובאו קביעות בית המשפט קמא ביתר פירוט. די אם אציין כבר בשלב זה כי בית המשפט המחוזי הנכבד קבע כי המערערים ביצעו פעולות שהיה בהן כדי להעמיק את בעיית השימור, וכי לא עלה בידיהם להוכיח כי פעלו לשיפור מצבה של החברה באופן שהיה בו כדי לפתור את בעיית השימור. עוד נקבע כי לגבי חלק מהפעולות שננקטו – לא עלה בידי המערערים להוכיח כי אלה נועדו לפתור את בעיית השימור. מסקנתו של בית המשפט המחוזי הנכבד היתה, אם כן, כי המערערים לא הוכיחו כי פעלו באופן סביר כדי למנוע את מעבר החברה לרשימת השימור, ומשכך הם הפרו את חובותיהם כלפי חברי הקבוצה המיוצגת.

23. משמצא בית המשפט המחוזי הנכבד כי המערערים לא קיימו את החובות המוטלות עליהן, הוא פנה לבחון את שאלת הנזק שנגרם לקבוצה המיוצגת בגין הפרות אלו. בהקשר לכך, בית המשפט המחוזי בחן את האפשרויות השונות לאומדן הנזק (תוך השוואה לעניין שנדון בפרשת רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממן (28.08.2012) (להלן: עניין קיטאל)). בית המשפט קבע כי הנזק האמור שווה להפרש בין הסכום שקיבל כל בעל מניות בגין הצעת הרכש השנייה לבין השווי שהיה למניות אלמלא הן היו נסחרות ברשימת השימור. בהקשר לכך הובהר כי בניגוד לתביעות למתן סעד הערכה לפי סעיף 338 לחוק החברות ובשונה ממה שנקבע בעניין קיטאל – הנזק אותו יש לאמוד הוא זה אשר נבע מהמעבר של מניות החברה להיסחר ברשימת השימור, ובהתחשב במצבה הקונקרטי של החברה, הניצבת בפני סכנת מחיקה. בית המשפט המחוזי קבע כי מדובר בנזק מסוג שונה, וכי שאלת סחירות המניה היא בעלת משקל בהקשר זה, וזאת בניגוד לבחינה הנעשית בהערכת שווי הוגן (מבחן ה-DCF), אשר נעשית מנקודת המבט של שווי החברה על נכסיה ותזרים הכספים הקיים, כמו גם זה הצפוי לה.

בהינתן האמור, בית המשפט המחוזי בחן את ההשלכות שנודעו למעבר למסחר ברשימת השימור על שווי מניית החברה. מסקנותיו של בית המשפט המחוזי הנכבד התבססו על קביעתו בהחלטת האישור לפיה מעבר מנייה למסחר ברשימת השימור פוגע בערכה בשני אופנים: הוא פוגע בסחירות המניה, הואיל והמסחר בה אינו מתקיים בשלב המסחר הרציף; והוא גורם לחשש כי אם החברה לא תשכיל להחזיר את המסחר בניירות הערך שלה לרשימה הראשית תוך שנתיים, יימחקו המניות מהמסחר בבורסה לחלוטין, כאשר מתום השנה הראשונה מתעצם הקושי להחזרה של המנייה למסחר ברשימה הראשית. עוד הבחין בית המשפט המחוזי בין ההשפעה שיש למעבר למסחר ברשימת השימור על בעלי מניות מהציבור – שנפגעים ממנו – לבין ההשפעה על בעלי השליטה, שלא בהכרח נפגעים ממנו ואף עשויים להרוויח כתוצאה מהמעבר. בית המשפט הוסיף וקבע כי אין לראות במחיר ששילמו בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט במסגרת הצעת הרכש השנייה אינדיקציה לשוויה האמיתי של מניית החברה, הואיל וזו נחשבת להצעה "כופה" שנעשתה בצל המעבר לשנת המסחר השנייה ברשימת השימור, וכי שווי המנייה באותו זמן גילם בתוכו את ירידת הערך שנגרמה בגין הגבלת הסחירות והחשש מפני מחיקת המנייה ממסחר בבורסה.

24. אשר לאופן קביעת שיעור הנזק שנגרם לחברי הקבוצה, בית המשפט המחוזי קבע כי מבין החלופות האפשריות, יש להעדיף במקרה דנן את אמידת השווי לפי עסקאות אמת שבוצעו במניות החברה ובהשלכה שלהן על האפשרות להעריך את משמעות המעבר לרשימת השימור ושל המסחר במנייה ברשימה זו לאורך זמן. זאת, על פני אומדן שווי המנייה בהתאם לחוות הדעת שהוגשו הן על ידי גולדשטיין והן על ידי המערערים. בית המשפט בחן את שלוש העסקאות הרלבנטיות לשם כך – עסקאות קיסרי, ברק קפיטל ואלומות – וקבע כי יש ליתן משקל משמעותי לכל שלוש העסקאות במסגרת האומדן, בהינתן העובדה שמדובר בעסקאות שנערכו עם ניצעים מתוחכמים. בהקשר זה בית המשפט קמא דחה את טענות גולדשטיין לפיהן יש להתעלם מעסקאות ברק קפיטל ואלומות, אשר שווי המנייה בהן עמד על 2.20 ש"ח, ובמקביל דחה את טענות המערערים לפיהן עסקת קיסרי (בה שווי המנייה עמד על 3.20 ש"ח) היתה בעלת מאפיינים ייחודיים, אשר בגינם אין להתחשב בה.

בהמשך, בית המשפט בחן את הפרש בין שווי המנייה בין העסקאות השונות, וקבע כי הוא נבע מהמועד בו הן בוצעו: עסקת קיסרי בוצעה בחודש אוגוסט 2011, כשבעה חודשים לאחר כניסת המנייה לרשימת השימור, ואילו עסקאות ברק קפיטל ואלומות בוצעו ארבעה חודשים מאוחר יותר, בחודש דצמבר 2011, בסמוך להצעת הרכש השנייה. מסקנתו של בית המשפט המחוזי (אשר אף התבססה על עדויות ונתונים שונים

שהובאו בפניו) היתה כי הפרש זה נגרם בשל חלוף הזמן שבו מניות החברה הוסיפו להיסחר ברשימת השימור מה שהוביל את ברק קפיטל ואת אלומות להחלטה למכור את מניותיהם לידי המערערים במחיר נמוך יותר מזה שבו בוצעה עסקת קיסרי. על כן, בית המשפט המחוזי קבע כי: "ניתן להניח כי לו היתה הצעת הרכש השנייה מוצעת לבעלי המניות בסמוך לאחר תחילת המסחר ברשימת השימור, היתה ההצעה משקפת את המחיר שהתקבל במסגרת העסקה הסמוכה שנערכה עם ניצע מתוחכם - עסקת קיסרי" (פיסקה 197 לפסק הדין). נוכח האמור, בית המשפט קמא העמיד את אומדן הנזק על סך של שקל אחד לכל מניה, ובסך הכל 1,139,883 ש"ח לכלל חברי הקבוצה. בית המשפט המחוזי הנכבד הוסיף וקבע כי הגמול לגולדשטיין יעמוד על סכום של 45,000 ש"ח ושכר הטרחה לבאי כוחו יעמוד על סכום של 175,000 ש"ח, אשר ישולמו מתוך הסכום הכולל של הפיצוי.

25. בתאריך 10.03.2016 החליפו המערערות את בא-כוחן וביום 13.03.2016 הגישו בקשה לעיכוב ביצוע פסק הדין על להכרעה בבקשה לעיכוב ביצוע שיגישו לבית משפט זה יחד עם הערעור. ביום 27.03.2016 הורה בית המשפט המחוזי על עיכוב ביצוע בכל הנוגע לתשלום הפיצויים לחברי הקבוצה, אך דחה אותה בכל הנוגע לתשלום הגמול לתובע הייצוגי ושכר הטרחה לבאי כוחו.

26. בתאריך 21.04.2016 הוגש הערעור על פסק הדין לבית משפט זה, ועמו בקשה לעיכוב ביצוע התשלום שנפסק לחברי הקבוצה. בתאריך 03.05.2016 השופט י' עמית קיבל את הבקשה בחלקה, והורה על תשלום כספי הפיצויים תוך 30 יום, אך קבע שאלה יוחזקו בנאמנות על-ידי באי-כוח המערערים עד להכרעה בערעור.

27. בדיון בערעור, שנערך בפנינו, הצענו לצדדים, לאחר שמיעת טענותיהם, כי בית המשפט יפסוק על דרך הפשרה בהתאם להוראת סעיף 79 א לחוק בתי המשפט [נוסח משולב], התשמ"ד-1984, אולם הדבר לא הסתייע.

בנסיבות אלה, הגיעה עת ההכרעה בערעור.

טענות הצדדים

28. המערערים טוענים כי פסק הדין שגוי לכל אורכו, על קביעותיו העובדתיות ומסקנותיו המשפטיות.

ראשית לכל, המערערים טוענים כי בית המשפט שגה עת קבע כי הם חבו חובת זהירות כלפי בעלי מניות המיעוט וכי זו חייבה אותם לפעול כדי למנוע את מעבר מניות החברה לרשימת השימור. בהקשר זה נטען עוד כי בית המשפט המחוזי לא ציין מהו המקור לאותן חובות שייחס להם, ואף לא הבחין בין המערערים השונים – בעלי השליטה והדירקטורים – ובין החיובים שהחיל עליהם.

זאת ועוד. המערערים סבורים כי בית המשפט המחוזי שגה כאשר קבע כי לא היתה מחלוקת בין הצדדים בדבר עצם קיומן של חובות כאמור, ומפנים בהקשר זה לאמור בכתב ההגנה מטעמם, בו צוין במפורש כי הם מכחישים את קיומן של אותן חובות.

29. המערערים מוסיפים וטוענים כי אף אם קיימת חובה שלהם כלפי בעלי מניות המיעוט, הרי שגגה בית המשפט המחוזי עת בחן את פעולותיהם דרך האספקלריה הצרה של חובה כזאת, ולא שקל במסגרת שיקוליו את טובת החברה ואת השאלה האם המערערים פעלו לשם הגשמתה. המערערים סבורים כי בכך פסק הדין סותר את ההלכה לפיה על נושאי משרה בחברה להעמיד את טובת החברה מעל לאינטרסים של בעלי המניות השונים.

30. טענה נוספת אותה מעלים המערערים כנגד הקביעה לפיה הפרו את חובתם לבעלי מניות המיעוט היא כי בית המשפט המחוזי שגה כאשר קבע כי בנסיבות המקרה לא חל כלל שיקול הדעת העסקי, אשר מקים חזקה כי פעולת הדירקטוריון היתה תקינה, וכי חלף כך העביר את נטל ההוכחה לכתפי המערערים, באופן אשר עולה, לגישתם, להחלת מבחן "ההגינות המלאה".

31. אשר לפעולות הדירקטוריון להשבתה של החברה לרשימה העיקרית – המערערים סבורים כי נקיטת פעולות אלה היתה סבירה בנסיבות העניין, ועל כן הם לא הפרו את דיני הרשלנות, ככל שחבות זו חלה עליהם. המערערים אף משיגים על קביעות בית המשפט המחוזי בכל הנוגע להפרת חובת הזהירות בשל רכישה עצמית של מניות החברה בשנת 2008 ויוצאים נגד קביעת בית המשפט כי בהעדר ניסיונות משמעותיים למכור מניות אלה – הפרו המערערים את חובת הזהירות המוטלת עליהם. באופן דומה, המערערים טוענים כי בית המשפט המחוזי לא נתן משקל ראוי לכך שהצעת הרכש השנייה נועדה להגן על בעלי מניות המיעוט מיירידת ערך המנייה בשל כניסתה הצפויה של החברה לשנה שנייה ברשימת השימור ובשל הסכנה למחיקתה מהמסחר, וכן לכך שמחיר המנייה במסגרת הצעת הרכש השנייה היה גבוה משווי מניית החברה בבורסה באותה העת.

32. אשר לחובות בעלי השליטה, המערערים טענו כי בית המשפט המחוזי הנכבד כלל לא דן בפסק הדין בתחולתן של חובות אלה בנסיבות העניין, ועל כן לא ברור כיצד נקבע כי כל המערערים הפרו את חובותיהם כלפי חברי הקבוצה המיוצגת. עוד טוענים המערערים בהקשר זה, ו"למען הזהירות בלבד", כי בעלי השליטה לא פגעו בציפיותיהם הלגיטימיות של בעלי מניות המיעוט ומשכך לא ארעה כל הפרת חובה מצידם.

33. בנוסף, המערערים סבורים כי נפלו שגגות בפסק הדין ביחס לאופן חישוב הנזק שנגרם לחברי הקבוצה כתוצאה מהפרת החובות הנטענות. בהקשר זה נטען על-ידם כי התבססות בית המשפט על מחיר המנייה בעסקת קיסרי היה שגוי מיסודו, הואיל ומדובר בעסקה חריגה עם "משקיע סחטן", וכי יתר העסקאות שהתבצעו בתקופה זו ייחסו למניית החברה שווי דומה, או נמוך מזה, שהוצע בהצעת הרכש השנייה. עוד נטען כי בית המשפט התעלם בפסק דינו מעסקאות נוספות, אשר נערכו באותה התקופה במחירים דומים להצעת הרכש ולעסקאות ברק קפיטל ואלומות, וכי העדפת מחיר המנייה בעסקת קיסרי על פני מחירה בעסקאות ברק קפיטל ואלומות היתה שגויה. לבסוף נטען, כי בית המשפט המחוזי לא התייחס לעובדה כי אף השווי בו המנייה נסחרה בבורסה לאורך השנים שקדמו להצעת הרכש, היה בסביבות הערך שבו נמכרו לבסוף מניות המיעוט בעסקת הרכש.

34. המערערים מוסיפים וטוענים כי היה על בית המשפט המחוזי להסתמך על הערכות שווי החברה לפי שיטת ה-DCF (שיטת הערכת שווי לפי היוון תזרים מזומנים), שחישובן נעשה על-ידי מומחים מטעם המערערים והתובע הייצוגי, וכי בהתעלמו מהערכות אלה – בית המשפט המחוזי סטה מההלכה שנקבעה על ידי בית משפט זה לפיה שיטה זו היא הדרך להערכת שוויין של מניות בזמן נתון. המערערים סבורים, כי הערכת שווי בשיטה זו מובילה למסקנה לפיה שוויה ההוגן של המנייה היה נמוך ממחירה במסגרת הצעת הרכש השנייה ומשכך לא נגרם כל נזק לחברי הקבוצה בשל מעבר המסחר במנייה לרשימת השימור.

35. עוד טוענים המערערים כי בקבעו את גובה הנזק לקבוצה – בית המשפט המחוזי התעלם מהירידה בשווי המנייה שהיתה נגרמת לו היתה החברה מוכרת את מניות האוצר, וכי בית המשפט שגה בהחלטתו להעביר את נטל הראייה להוכחת הנזק לכתפי המערערים. לבסוף נטען כי לא הוכח קיומו של קשר סיבתי בין התנהלות המערערים לבין העברת מניות החברה לרשימת השימור וממילא לא הוכח קשר סיבתי בין התנהלות זו לבין הנזק שנגרם לכאורה לחברי הקבוצה.

36. גולדשטיין סומך ידיו, מנגד, על פסק דינו של בית המשפט קמא וגורס כי יש לדחות את הערעור. לעמדתו, פסק הדין מבוסס, לטענתו, על חומר הראיות שהוצג בפני בית המשפט המחוזי, וכי מרבית הטענות בערעור מופנות כלפי קביעות עובדתיות, אשר לא קמה כל עילה להתערבותה של ערכאת הערעור בהן.

אשר לעצם קיומן של חובות כלפי בעלי מניות המיעוט, גולדשטיין טוען כי בדין קבע בית המשפט המחוזי כי המערערים לא כפרו בסיכומיהם בקיומן, ומשכך אין כל צורך לדון בסוגיה זו במסגרת הערעור דנן. גולדשטיין טוען עוד בהקשר זה, כי עיון בהחלטת האישור מעלה כי הוסברו במסגרתה חובות נושאי המשרה ובעלי השליטה, וכי אין עילה להתערב באשר נקבע שם. המשיב אף סומך ידיו על קביעות בית המשפט ביחס לאי-סבירות החלטת הדירקטוריון, ולעמדתו לא נפלה כל טעות באופן שבו נבחנו פעולות הדירקטוריון בהקשר זה.

37. אשר לטענות המערערים בנוגע להחלת כלל שיקול הדעת העסקי ולסטנדרט הביקורת שיש לנקוט בנוגע לפעולות המערערים – גולדשטיין סומך את ידיו על קביעות בית המשפט המחוזי לפיהן לא עלה בידי המערערים להרים את הנטל המוטל עליהם גם בהנחה שסטנדרט הביקורת החל עליהם הוא סטנדרט ביקורת רגיל, כך שאין כל צורך להכריע בשאלה מהו סטנדרט הביקורת שצריך לחול בהקשר זה. באופן דומה, גולדשטיין סבור כי אין כל עילה להתערבות בקביעות בית המשפט לפיה במקרה דנן המערערים היו במצב של ניגוד עניינים ביחס לשאלת המעבר לרשימת השימור, ומשכך לא קמה להם החזקה הקבועה בכלל שיקול הדעת העסקי והנטל להוכיח כי פעלו כנדרש לשם מניעת כניסת החברה לרשימת השימור היה מוטל עליהם. לתפיסתו של גולדשטיין, החברה אמנם פעלה בעבר לשם מניעת המעבר לרשימת השימור, אולם בשלב מסוים הפסיקה לפעול כיאות בהקשר זה, ואף ביצעה פעולות שהיה בהן כדי להעמיק את בעיית השימור. מכלול פעולות אלה, מלמד, כפי שבית המשפט המחוזי קבע, כי נושאי המשרה בחברה, כמו גם בעלי השליטה, הפרו את החובות החלות עליהם מתוקף תפקידיהם ומעמדם.

38. אשר לעילת הקיפוח, גולדשטיין טוען כי בדין נקבע כי חובה זו הופרה בכך שנפגעו הציפיות הלגיטימיות של חברי הקבוצה (תוך הסתמכות על אשר נקבע בהחלטת האישור). כמו כן, צויין כי חיובם ביחד ולחוד של נושאי המשרה בחברה נבע מכך שהמערערים עצמם לא הבחינו בינם לבין עצמם בסיכומיהם.

39. ביחס לשיטת חישוב הנזק, גולדשטיין סבור כי בית המשפט המחוזי הבהיר היטב מדוע נתן משקל רק לאותן עסקאות, אשר בוצעו עם משקיעים מתוחכמים, בהיותן

עסקאות אשר משקפות את מחיר המנייה, ומדוע יש לקבוע את הנזק לקבוצה על-סמך הפער בין מחיר המנייה בו בוצעה עסקת קיסרי לבין מחירה בעסקאות ברק קפיטל ואלומות, אשר אירעו לאחר חלוף כארבעה חודשים נוספים בהם נסחרה המנייה ברשימת השימור ולקראת כניסתה לשנת המסחר השנייה ברשימה זו. גולדשטיין אף סבור כי בדין קבע בית המשפט המחוזי כי לא עלה בידי המערערים להוכיח כי מחיר המנייה בעסקת קיסרי נבעה מפעולות "סחיטה" בהן נקט, כביכול, מול בעל השליטה.

40. לבסוף, בכל הנוגע להחלטת בית המשפט המחוזי שלא לחשב את הנזק שנגרם לחברי הקבוצה על סמך שיטת ה-DCF, גולדשטיין סבור כי בדין קבע בית המשפט המחוזי כי המדובר בשיטה בה נעשה שימוש במסגרת סעד הערכה, ואילו בענייננו עסקינן בנזק שנגרם לבעלי מניות המיעוט, כך שממילא אין מדובר בשיטה המתאימה לנסיבות העניין. כן נטען, כי אף אם היה מקום לחשב את הנזק לפי שיטת ה-DCF, הרי שבמקרה דנן קבע בית המשפט המחוזי כי עסקת קיסרי היא האומדן המהימן ביותר לנזק שנגרם, ועל כן קיימת הצדקה לסטייה משיטה זו.

41. בסיכומי התשובה מטעמם, המערערים התמקדו בטענותיהם בדבר התעלמותם של בית המשפט המחוזי מעסקאות נוספות שבוצעו במניית החברה בסמוך לעסקת קיסרי, ובפרט לעסקה שנערכה בחודש יוני 2011 מחוץ לבורסה בה נמכרו 61,000 ממניות החברה בין צדדים שאינם קשורים בחברה (להלן: עסקת יוני 2011). וכן לכך שבית המשפט קמא לא נתן משקל להערכות השווי לפי שיטת ה-DCF שנערכו על ידי הצדדים. מטעמם של המערערים, הנימוקים העומדים בבסיס הבחירה בשיטת ה-DCF לשם הערכת שווי הוגן של מניות במסגרת סעד הערכה נכונים ויפים גם לבחינת הנזק הנגרם במקרה דנן, ומשכך היה על בית המשפט קמא לכלל הפחות ליתן משקל לנתונים הבאים לידי ביטוי בחוות הדעת מטעמם, מהם עולה כי כלל לא נגרם נזק לחברי הקבוצה. לבסוף, בכל הנוגע להוכחת קיומו של קשר סיבתי בין המעבר למסחר ברשימת השימור לבין הנזק שנגרם לחברי הקבוצה – המערערים מציינים כי סוגיה זו כלל לא נדונה בפסק הדין, וכי הפניותיו של גולדשטיין בהקשר זה אינן נכונות, ומשכך לא עלה בידיו להרים את הנטל המוטל עליו בהקשר זה.

דיון והכרעה

42. פסק-דינו של בית המשפט המחוזי הנכבד מגולל פרשיה בה מתואר כיצד במהלך של 'תנועת מלקחיים' הובאו בעלי מניות המיעוט למכור את אחזקותיהם בחברה במחירים נמוכים, במהלך של הצעת רכש. זאת, במסגרת כרוניקה של מחדלים ופעולות,

שנעשו בעיקר מצד חברי הדירקטוריון (בשנים שקדמו להצעת הרכש השנייה), העומדים בניגוד למגמה שהיתה אמורה להנחות את החברה. בסופו של דבר, פעולות ומחדלים אלו הביאו לירידת סחירות המניה, והכניסו את החברה לבעיית שימור שסופה בהכללתה ברשימת השימור, בואכה מחיקת החברה ממסחר בבורסה.

האפשרות החלופית, אשר נדחתה בפסק דינו של בית המשפט המחוזי הנכבד, היא כי הצעת הרכש לבעלי מניות המיעוט לא נועדה לקפח את זכותם והיא איננה תוצאה של התרשלות, או פעולה מכוונת מצד הדירקטורים בחברה. כזכור, המערערים טענו בהקשר זה כי הצעת הרכש היתה בבחינת 'גלגל הצלה' לבעלי מניות המיעוט שהוצע מצד בעלי השליטה לאחר שקברניטי החברה הבינו כי אבד אמון המשקיעים בחברה, וכי למעשה מחיקתה מהבורסה הייתה ממילא רק עניין של זמן.

43. מבין שתי הפרשנויות הללו, אני נוטה להעדיף את עמדת גולדשטיין. דהיינו, שוכנעתי כי פעולותיהם ומחדליהם של המערערים 3-8 בכובעם כדירקטורים הביאו להפרת חובת הזהירות החלה עליהם בנסיבות העניין. אחת הפעולות העיקריות המובילה למסקנה האמורה, היא החלטת הדירקטוריון לבצע רכישות עצמיות של מניות החברה (באמצעות חברה-בת של החברה), שעה שנדרש דווקא פיזורן, דבר שהביא להכללת החברה ברשימת השימור ולירידה בסחירות מניית החברה. הטענות לפעולות יזומות שננקטו מצד מי מקברניטי החברה – לא זכו לתיעוד מספק, כמו גם ישיבות הדירקטוריון הקריטיות בהן אמורות היו להידון הדרכים שבהן ניתן להוציא את גלגלי החברה מהבוץ. מצב עניינים זה פגע לבסוף בציפייה של בעלי מניות המיעוט (בכך שחברי הדירקטוריון לא פעלו כמצופה מהם למנוע את כניסתה של החברה לרשימת השימור ולהוציאה מרשימה זו לאחר מכן), והעמיד אותם בפני שתי ברירות רעות: מכירת מניותיהם, או נטילת סיכון שהחברה תימחק מרישום בבורסה, ובכך יקטן מאוד הסיכוי למכירת מניותיהם. כפי שיובהר להלן, סבורני כי בכך הפרו הדירקטורים בחברה את חובת הזהירות החלה עליהם, בנסיבות המקרה, כלפי בעלי מניות המיעוט.

כפי שיובהר בהמשך – הנני סבור איפוא כי הוכח שפעולותיהם של המערערים הביאו להפרת חובת הזהירות החלה עליהם גם כלפי בעלי מניות המיעוט, ובנסיבות העניין מתקיימים כל רכיבי עוולת הרשלנות, לרבות גרימת נזק לחברי הקבוצה המיוצגת. על כן, דעתי היא כי דין הערעור להידחות.

44. הבסיס להכרעה בהליך שלפנינו טמון בעובדה כי שוכנעתי שהאפשרות לכניסתה של חברה לרשימת שימור, קל וחומר כניסתה לרשימה זו ועננת המחיקה מהמסחר הרובצת



עליה במצב זה – מהווה רגע מכונן בחייה של חברה ציבורית. מדובר, לעמדתו, בפרשת דרכים, המחייבת את חברי הדירקטוריון לנקוט במשנה זהירות בעת שהם מבצעים פעולות הנתפסות "רגילות" בחיי היום-יום של חברה ציבורית, וודאי שחלה עליהם חובה מוגברת לנהוג ללא מראית עין של ניגוד עניינים, ולקבל החלטות באופן מיועד, שקוף ומתועד.

45. הדרך להכרעה כרוכה בליבון מספר סוגיות המתעוררות בנסיבות העניין שיתוארו בפרקים הבאים: אופי החובות החלות על נושאי המשרה (ובעלי השליטה) בחברה המקימים עילת תביעה בנסיבות העניין; שאלת קיומה של חובת זהירות של חברי דירקטוריון החברה כלפי בעלי מניות המיעוט; תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי והחריגים לו; וקיומם של יתר רכיבי עוולת הרשלנות בהתאם לסעיפים 35-36 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש] (להלן: פקודת הנזיקין), לרבות שאלת קיומו של נזק ממשי שנגרם לבעלי מניות המיעוט.

על חובותיהם של המערערים בנסיבות העניין

46. כפי שיתואר להלן, השאלה המרכזית בה עסקינן היא בשאלת אחריותם של נושאי המשרה בחברה בשל הפרת חובת הזהירות המוטלת עליהם מכוח סעיף 252-253 לחוק החברות כלפי בעלי מניות המיעוט. ואולם, לצד האמור, יש לברר את מעמדן של טענות נוספות שנטענו מטעם הצדדים – ביחס לאי-תחולת סעיף 191 לחוק החברות, העוסק בקיפוח בעלי המניות, וביחס להפרת חובת האמונים מצד נושאי המשרה בחברה.

47. כפי שתואר לעיל, בין הצדדים ניטשה מחלוקת בכל הנוגע להוכחת קיומו של קיפוח מצד בעלי השליטה (המערערים 2-4), כלפי בעלי מניות המיעוט. בקצרה ייאמר, כי במסגרת בחינת טענה לקיומו של קיפוח, מוקנה לבית המשפט שיקול דעת רחב ליתן סעד מקום בו בוצעה חלוקת משאבים בלתי הוגנת בין בעלי המניות בחברה, או כאשר הופרו ציפיותיהם הסבירות מפעילות החברה וקברניטיה (ראו: יוסף גרוס חוק החברות, 367-369 (מהדורה חמישית, 2016) (להלן: גרוס, חוק החברות)).

48. על פניו, צודקים המערערים כי טענה זו לא זכתה לדיון נרחב במסגרת פסק הדין של בית המשפט המחוזי (אף שהעניין נזכר בהרחבה במסגרת החלטת האישור, בפסקאות 41-45). פסק הדין עסק בעיקרו בהפרת חובת הזהירות כפי שזו חלה בנסיבות העניין על נושאי המשרה בחברה, ואילו טענות להפרת חובותיהם של בעלי השליטה בחברה, מכוח עילת הקיפוח, או חובות אחרות החלות עליהם – לא זכו לניתוח מעמיק במסגרתו.

בנסיבות העניין, נפקותה של טענה זו רלבנטית רק ביחס למערערת 2, אומים, שהיותה חלק מגרעין השליטה בחברה ביחד עם המערערים 3-4, אולם בניגוד אליהם היא איננה נושאת משרה בחברה, ושאלת הפרתה של חובת הזהירות כלפי בעלי המניות שתידון להלן – איננה רלבנטית לגביה.

49. יחד עם זאת, על אף שניתוח מפורט בדבר הפרת חובות האחריות של אומים כבעלת שליטה, או כמי שגרמה לקיפוח בעלי מניות המיעוט, נעדר מפסק הדין – אינני סבור שיש בכך כדי לגרוע ממסקנתו של בית המשפט לכך שהיא חבה באחריות כלפי המשיב והקבוצה המיוצגת, ביחד עם יתר המערערים. למקרא פסק הדין עולה כי בית המשפט המחוזי ראה באומים, שהיא כזכור חברה פרטית שמלוא מניותיה הוחזקו על-ידי המערערים 3-4, משום אמצעי להגשמת מטרותיהם של האחרונים (כך למשל, נקבע ביחס לרכישות המניות על-ידי אומים בחודשים פברואר ואפריל 2009, כי אלה "הגבירו את בעיית השימור של החברה, וגם ביחס אליהן לא הוכח כי הן היו סבירות ואף לא כי הן נעשו באופן מושכל" (ראו בפסקאות 114-115 לפסק הדין)). זו, כפי הנראה, הסיבה לכך שבית המשפט לא ערך בירור נבדל לגבי שאלת אחריותה של אומים, אולם בסופו של יום מכתלי דבריו של בית המשפט בפסק הדין עולה תמונה שאיננה משתמעת לשני פנים, לפיה אומים נטלה חלק פעיל במהלך "תנועת המלקחיים" המתואר, דבר שהביא לבסוף לפגיעה בציפיותיהם של בעלי מניות המיעוט. נוכח האמור, אינני סבור שיש להבחין בנסיבות העניין בין אחריותה של אומים בתור בעלת שליטה, לבין אחריותם של יתר נושאי המשרה (שענינם יפורט להלן).

יש לציין, כי המערערים לא טענו דבר בנוגע לאחריותה הנבדלת של אומים כבעלת שליטה, אלא העלו טענות כלליות בכל הנוגע להיעדר אבחנה בפסק הדין בין הפרת חובותיהם של בעלי השליטה בחברה בתור שכאלה, לבין הפרת חובותיהם של נושאי המשרה בה. לעמדתי, יש לזקוף לחובת המערערים (ובהקשר זה – לחובתה של אומים) את העובדה כי הם בחרו לנקוט בעמדה אחידה, מבלי לטעון להחרגה, או הפחתה של היקף האחריות לגבי מי מביניהם.

עוד יוער, כי על אף שניתן, עקרונית, לנתח את שאלת היקף אחריותם של נושאי המשרה בחברה (ביחס לבעלי המניות) מכוח עילת הקיפוח, הניתוח שלהלן יתמקד בגדרי חובת הזהירות. חובה זו מחילה לטעמי סטנדרט מוקפד יותר והיא מבוססת יותר מבחינה דוקטרינרית. זאת ועוד. הפסיקה מורה כי שימוש בעילת הקיפוח שלפי סעיף 191 לחוק החברות, איננו דרך המלך לבירור תביעות הדורשות סעד כספי, ודאי בהינתן תחולה מקבילה של חובה אחרת החלה על אותם גורמים (ראו בפסקה 2 לחוות דעתו של המשנה

לנשיא א' ריבלין ב-ע"א 2718/09 "גדיש" קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ (28.05.2012) (להלן: עניין גדיש); וראו גם: גרוס, חוק החברות, בעמ' 374-375).

50. על אותה הדרך, אין בידי להידרש לטענות שהועלו מטעם המשיב במסגרת ההתדיינות בפני בית המשפט המחוזי, לגבי הפרתה של חובת האמונים בנסיבות העניין שלפנינו. כזכור, גולדשטיין טען כי בפעולותיהם, הפרו נושאי המשרה בחברה אף את חובת האמונים החלה עליהם, בנסיבות העניין, כלפי בעלי מניות המיעוט. כידוע, בשונה מחובת הזהירות המסתעפת מדיני הנזיקין, חובת האמונים נועדה למנוע ניצול כוחו של הדירקטור לטובתו שלו, וביסודה מונח העיקרון כי נושא המשרה, בקבלו על עצמו תפקיד זה, מתחייב כלפי החברה כי יפעל לטובת החברה בלבד, ינהג בתום לב, ויעדיף אותה אף על-פני טובתו האישית (ראו: ע"א 610/94 זוסמן נ' כונס הנכסים הרשמי כמפרק בנק צפון אמריקה, פ"ד נז(4) 289, בפסקה 74-75 (2003)). מקובל לומר, כי חובת האמונים מבוססת בעיקרה על דיני עשיית עושר ולא במשפט, המתמקדים בהתעשרותו העצמית של המפר והמניע הסובייקטיבי שלו להפיק רווח אישי מן הפעולה, על חשבון החברה עצמה, ואין צורך להוכיח קיומו של נזק כדי לבסס עילה להפרת חובה זו (עניין ורדניקוב, בפסקה 46, אירית חביב-סגל דיני חברות, 505 (כרך א', 2007) (להלן: חביב-סגל); עמיר ליכט "יחסי אמונות בתאגיד – חובת האמון" משפט ועסקים יח 237 (2014); יהודית קורן "דוקטרינת ההזדמנות העסקית – אמצעי להגנת עסקיה של החברה" הפרקליט מה 350 (תש"ס-תשס"א)).

ואולם, בהינתן העובדה כי טענה זו איננה עומדת עוד במרכז ההתדיינות בין הצדדים, ובשים לב לתוצאה שאליה הגעתי – לא ראיתי מקום לברר את תחולתה המקבילה של חובת האמונים במסגרת הערעור שבפנינו (על האפשרות לתחולת חובה זו מצד נושאי המשרה גם כלפי בעלי המניות, ראו: גרוס, דיני חברות, בעמ' 609-611).

51. לבסוף ייאמר, כי קביעת בית המשפט ביחס לחבותה של החברה (היא המערערת 1) באחריות נזיקית כלפי בעלי מניות המיעוט, מבוססת, כך נדמה, על הוראת סעיף 53(א) לחוק החברות, המורה כי: "חברה חבה במישרין באחריות בנזיקין על עוולה שבוצעה בידי אורגן שלה". מכאן, ששאלת אחריותה של החברה נגזרת משאלת אחריותם בנזיקין של יתר נושאי המשרה בה. אמנם, ייתכן שניתן להעלות ספקות לגבי תחולת הסעיף הנ"ל לגבי נסיבות המקרה שלפנינו – אולם בהינתן שטענות המערערים אינן עוסקות כלל באחריותה האישית של החברה, ובהינתן מבנה הבעלות הנוכחי בה – אינני רואה מקום להתערב אף בממצא זה.

52. בנסיבות העניין, המסגרת הנורמטיבית שבה ראויה התנהלותם של נושאי המשרה ובעלי השליטה להתברר היא, איפוא, מכוח חובת הזהירות, החלה על נושאי משרה בחברה לפי סעיפים 252-253 לחוק החברות. שאלת החלתה של חובה זו בנסיבות העניין תיבחן מיד ובסמוך.

קיומה של חובת זהירות כלפי בעלי מניות המיעוט 53. תחילה, בטרם אפנה לשאלת היקף חובת הזהירות החלה במקרה שלפנינו כלפי בעלי מניות המיעוט, יצוין, כי בירורה של שאלה זו נפקד מפסק הדין (אם כי שאלה זו נדונה בהרחבה בהחלטת האישור). בהקשר לכך, בית המשפט המחוזי הנכבד ציין כי הצדדים: "לא העלו בסיכומים מטעמם טענות לפיהן חובות כאלה אינן קיימות, ולכן לצורך הדיון במסגרת פסק-דין זה, נניח [את] קיומן" (סעיף 82 לפסק הדין).

בתגובתו לערעור, גולדשטיין התבסס על קביעתו זו של בית המשפט המחוזי הנכבד, וטען כי בשים לב לאמור, אין מקום לברר בשלב הערעור את קיומה של חובת זהירות כלפי בעלי מניות המיעוט. ואולם, עיון בסיכומי הצדדים בבית המשפט המחוזי מגלה כי טענה זו אכן נטענה, אף אם בלשון רפה, בידי המערערים. מכאן, כי בניגוד לטענת גולדשטיין ולדבריו האמורים של בית המשפט המחוזי הנכבד, הרי ששאלת קיומה של חובת זהירות היתה חלק מההתדיינות בפני בית המשפט המחוזי בעת מתן פסק הדין.

54. כך או כך, כפי שאראה להלן, אני מסכים למסקנה שאליה הגיע בית המשפט המחוזי בעניין זה, ולפיה קמה חובת זהירות בנסיבות העניין שלפנינו מצד דירקטוריון החברה כלפי בעלי המניות בה, ואבאר הדברים להלן.

55. כידוע, חוק החברות, המייחד חובת זהירות סטטוטורית לנושאי משרה כלפי החברה – איננו מטיל חובת זהירות מפורשת כלפי בעל המניות, זאת לנוכח הוראת סעיף 252 לחוק החברות, המורה כי:

"(א) נושא משרה חב כלפי החברה חובת זהירות כאמור בסעיפים 35 ו-36 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש].  
(ב) אין בהוראת סעיף קטן (א) כדי למנוע קיומה של חובת זהירות של נושא משרה כלפי אדם אחר" (ההדגשות הוספו – ח"מ).

כפי שצוין, חובת הזהירות המעוגנת בסעיף זה התפתחה כענף של האחריות הנזיקית, והיא ממוקדת ביסודות עוולת הרשלנות, המחילה מבתן אובייקטיבי של סבירות (ראו: ע"א 610/94 בוכבינדר נ' כונס הנכסים הרשמי בתפקידו כמפרק בנק צפון אמריקה,

פ"ד נז(4) 289 (2003) (להלן: עניין בוכבינדר). חוק החברות מטיל איפוא חובת זהירות עצמאית וייחודית על נושא משרה החלה כלפי החברה, מכוח ההכרה כי על הדירקטור: "לנקוט את כל אותם אמצעי זהירות שדירקטור סביר היה נוקט בנסיבות העניין" (ראו סעיף 253 לחוק החברות ואת דברי הנשיא א' ברק בעניין בוכבינדר, עמ' 310-311)). חובה זו הוכרה אף קודם לחקיקת חוק החברות בנוסחו העדכני, מכוח דיני הרשלנות שחלו על נושאי משרה בחברה לפי דיני הנזיקין הכלליים (ראו למשל: ע"א 333/59 דוטלוי נ' ברשאי, פ"ד יד 1156, 1160 (1960); ע"א 817/79 קוטוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח(3) 253, 278 (1984); צפורה כהן "חובת הזהירות של הדירקטור בחברה הרשומה" מחקרי משפט א 134 (התשמ"ם); לבחינת ההצדקות לקיומה של חובת הזהירות כחובה עצמאית בדיני החברות, ראו: יורם דנציגר ועמרי רחום-טוויג "עלייתו של שיקול הדעת העסקי ונפילתה של חובת הזהירות של דירקטורים" ספר גרוס 24 (2015)). לצד סעיף 252(א) לחוק החברות הנושא אופי כללי ומחיל אף לגבי נושאי משרה את יסודות עולת הרשלנות שבפקודת הנזיקין, סעיף 253 הסמוך לו נושא אופי שונה, מפורט יותר, המותאם למאפייני עבודתו של נושא המשרה:

"נושא משרה יפעל ברמת מיומנות שבה היה פועל נושא משרה סביר, באותה עמדה ובאותן נסיבות, ובכלל זה ינקוט, בשים לב לנסיבות העניין, 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".

56. העובדה כי המחוקק בחר שלא לקבוע חובת זהירות סטטוטורית של נושא משרה כלפי בעלי המניות – מובנת מעצם טבעו של מבנה הממשל התאגידי. הדירקטורים, בתור שכאלה, נושאים באחריות להשאת רווחי החברה, ולא למיצוי רווחיהם של בעלי מניות כולם, או חלקם. למעשה, לעתים קרובות עלולים האינטרסים של החברה ושל בעלי המניות לעמוד בסתירה אלו עם אלו. העקרון הכללי של חובת נושאי משרה ודירקטורים נובע מחובות האמון הכלליות הנכונות לכל מערכת שבה אדם פועל מכוחו של זולתו, אולם הטלת אחריות כללית ברשלנות על דירקטורים ונושאי משרה בגין נזק שנגרם לבעלי המניות בירידת שווי אחזקותיהם, תהווה שינוי משמעותי במשולש היחסים שבין קברניטי החברה, בעלי המניות שלה ושל החברה. הכרה זו עלולה להביא להרתעת יתר של דירקטורים, לשנות את כללי המשחק ואת ניהול הסיכונים של נושאי המשרה, לעוות את מערך התמריצים הפועל על גורמים שונים בחברה, ולעצב מחדש את דפוסי ההתנהגות וכללי הזהירות הננקטים מצד הדירקטוריון והמנהלים הבכירים בה. בכך, הכרה בחובת זהירות גורפת כלפי בעלי המניות עלולה לשתק פעילות יעילה של החברה

והיא אף חותרת תחת הרציונל של מוסד התובענה הנגזרת (וראו עוד ב-ע"א 3051/98 דרין נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פ"ד נט(1) 673, פסקה 31 לפסק דינו של הנשיא א' ברק (2004) (להלן: עניין דרין); עיינו גם: גרוס, חוק החברות, 555-556. לגבי תובנות דומות שעולות מן המשפט המשווה, ביחס להכרה בחובת זהירות כאמור; וראו גם: ע"א 7657-17 ר"ח חן ברדיצ'ב בתפקידו כנאמן על הסדר הנושים של פויכטונגר תעשיות בע"מ נ' פויכטונגר, בפסקאות 103-117 (18.06.2020), שם דן בית המשפט בשאלת החלתה של חובת זהירות על בעלי השליטה במקרים של "רכישה חובלת").

נקל להבין, איפוא, כי החלת חובת זהירות גורפת על דירקטורים כלפי בעלי המניות בחברה עלולה לחתור תחת מושכלות יסוד של ממשל תאגידי, כפי שאלה עולים מלשון החוק ומתכליותיו, לפיהם נושאי המשרה בחברה נושאים באחריות לפעול בכל מאודם לשם מימוש האינטרסים של החברה כישות נבדלת מבעליה.

57. עם זאת, חוק החברות איננו שולל את האפשרות להחיל חובת זהירות שכזו במקרים פרטניים. למעשה, מבחינה מהותית: "חובת זהירות מושגית היא ענין למדיניות משפטית מהותית [...] 'והדירקטור אינו שונה ממעוולים פוטנציאליים אחרים, במובן זה שהתנהגותו נבחנת באופן אובייקטיבי תוך התחשבות בנסיבות העניין'". (ראו: עמיר ליכט "קורבן חגיגה – שיקול דעת עסקי וחובות הזהירות של נושא משרה ובעל שליטה" נקודה בסוף משפט (25.1.2017)). ואכן, ס"ק 252(ב) לחוק החברות מורה כי נושא משרה בחברה עשוי לחוב בחובת זהירות כלפי גורמים אחרים, וזאת בהתאם לדיני הרשלנות הכלליים. הסעיף אמנם לא מונה את זהותם של אותם גורמים כלפיהם עשוי לחוב נושא המשרה בחובת זהירות, או את הקריטריונים ואמות המידה שלאורם ניתן להחיל ביקורת שיפוטית, אולם ההלכה הפסוקה קבעה כי יש לראות בסעיף משום מקור נורמטיבי להחלת חובת זהירות כלפי בעל המניות בנסיבות המתאימות. בעבר אף נעשו ניסיונות שונים לטעת סימנים במשמעותה של חובת זהירות זו, בהתאם לנסיבות המשתנות (ראו: חביב-סגל, בעמ' 552; ע"א 741/01 קוט נ' עיזבון ישעיהו איתן ז"ל, פ"ד נז(4) 171 (2003) (להלן: עניין קוט)).

כך, למשל, קבע בית משפט זה בעניין דרין:

"מוצא אני לנכון – כפי שעשיתי בפרשת רוטברד – להותיר גם כעת בצריך עיון את האפשרות שבנסיבות מיוחדות ביותר תוכר בכל זאת עילת תביעה אישית של בעל מניות כלפי מי שהזיק לחברה, ולו עקב ירידת שווי המניות שבידיו. ניתן להעלות על הדעת מצבים חריגים, שבהם האמצעים הקיימים לפיקוח ולבקרה על יוצרי סיכונים

כלפי חברות אינם מעוררים הרתעה מספקת, או אינם יוצרים את התמריץ הראוי להגשת תביעה נגזרת, במידה כזו שיהיה ראוי להטיל אחריות אישית כלפי בעלי המניות. כן ניתן להזכיר בהקשר זה את החריגים שמנתה השופטת שטרסברג-כהן בפרשת מגן וקשת (בעמ' 326) לעקרון התביעה הנגזרת. זאת, אף שהדוגמאות הנמנות שם עוסקות במידה רבה בנוק ישיר וייחודי שנגרם לבעל המניות התובע, עד כי ספק אם ניתן להגדירן כחריגים להלכה הכללית" (שם, בפיסקה 30).

בעניין גדיש הוכרה האפשרות להכיר בעילת תביעה ייצוגית נגד נושאי משרה בחברה בגין קיפוח בעלי מניות המיעוט, בעסקה שממנה נדף ריח של ניגוד עניינים במכירת מניות. באותה פרשה, המשנה לנשיא א' ריבלין (שאליו אף הצטרפה הנשיאה (בדימ') ד' ביניש), מצא להכיר בעילת תביעה עצמאית, אף בגין הפרת חובת הזהירות כלפי בעלי המניות (ראו בפיסקה 49 לפסק דינה של הנשיאה (בדימ') ד' ביניש, ולעמדתו של המשנה לנשיא א' ריבלין; וראו גם עניין קוט שם הוכרו חובות כלפי בעלי מניות בחברה פרטית).

58. נסיבות העניין שלפנינו, בגדרן אנו נדרשים להכריע בשאלת קיומה של חובת זהירות בין בעלי המניות והדירקטורים בחברה, אינן מהוות, איפוא, משום "פנים חדשות" בפסיקה בישראל, אולם בכל הנוגע לקיומה של חובת זהירות שכזו, מקום בו מניית החברה נקלעה לקשיי סחירות עקב היכנסה לרשימת שימור, הרי שמדובר בסיטואציה ייחודית שלגביה יש לבחון את מערך החובות בין הגורמים השונים בחברה. לכן, ההכרה באחריות העקרונית של הדירקטורים בענייננו, היא בגדר "חובת זהירות חדשה", שיש להגדירה בהתאם לכללי מדיניות רחבים, כפי שציין השופט נ' הנדל בפרשת ע"א 3521/11 עו"ד דניאל וגנר נ' עבדי, פ"ד סז(1) 84, בפיסקה 9 (2014):

"נוסח שאלת החובה צריך להיות ברמת הפשטה כללית, באופן דומה לבחינת חובת הזהירות המושגית. זאת כדי לנסות לגזור את התשובה לה מעקרונות של צדק ומדיניות ומהאינטרסים העומדים על הפרק. הכרעה בשאלת החובה ברמה העקרונית עשויה לעתים לחסוך את הדיון העובדתי, במקרה שנראה על פני הדברים כי לא רצוי להטיל חובה".

59. האפשרות העקרונית להכיר בחובת זהירות כלפי בעלי המניות בחברה נובעת מהתפיסה כי נושאי המשרה בחברה פועלים כנאמנות כלפי בעלי המניות בחברה. עמדה על כך המלומדת חביב-טגל בספרה, בציינה כך:

“עם השנים הסתבר שמיקודן של חובות האימון [חובת האמונים וחובת הזהירות – ח”מ] בטובתה של החברה בלבד עלול להיות פשטני מדי, ולהתעלם מן המציאות הכלכלית המסתתרת מאחורי הקמתה והפעלתה של הישות המסחרית: החברה נוצרת וקיימת מכוחה של ההסכמה שבין בעלי מניותיה. אלה הוסיפו והשקיעו בחברה ממשאביהם הפרטיים על מנת לקדם את הפרוייקט העסקי המשותף.

[...]

מכאן, שהחברה קיימת ופועלת לקידום האינטרסים של בעלי המניות (ואולי אף של משקיעים אחרים בה). אין היא דומה לפרט הטבעי, במובן זה שאין היא “נהנית” במובן המקובל ממשאביה, וצורכת אותם; אלא היא מחזיקה במשאבים אלה על מנת לקדם את הפרוייקט העסקי המשותף של המשקיעים כולם. כתוצאה מכך, במקרים מסויימים, עלול צמצומן של חובות האימון - לחובות החלות לטובתה של החברה בלבד – להיות בבחינת צמצום מלאכותי, המביא לתוצאות לא רצויות” (שם, בעמ’ 552-551; ההדגשות הוספו – ח”מ).

60. כפי שעולה מלשון החוק והפסיקה – נקודת האיזון בין מכלול השיקולים הנ”ל, היא כי במצב הדברים הרגיל אין להכיר בחובת זהירות מושגית של נושאי משרה כלפי בעלי המניות בחברה, וככלל יש להעדיף את טובת החברה במקרה של התנגשות בין האינטרסים של החברה לבין האינטרסים של בעלי המניות. ואולם, האפשרות להכיר בעילת תביעה נפרדת של בעלי המניות, שלא במסגרת בקשה לאישור תובענה נגזרת, תינתן רק כאשר ניתן לקבוע כי הנזק שאותו סובלים, או עלולים לסבול, בעלי-מניות המיעוט, הוא נזק בלתי תלוי וישיר, השונה במהותו מהנזק שאותו סבלה החברה. האבחנה האם הנזק שנגרם לבעלי המניות הוא נזק ישיר, או משני איננה קלה לבירור במקרים רבים, ולעתים האבחנה ביניהם נעשית באופן מלאכותי (ראו בעניין זה, למשל: ת”צ 26809-01-11 כהנא נ’ מכתשים אגן תעשיות בע”מ (15.05.2011) (להלן: עניין מכתשים אגן)). בנוסף, ניתן להכיר בעילת תביעה נפרדת כאשר מדובר בנזק שאותו סופגים רק חלק מבעלי המניות בחברה, או כאשר מתקיים יחס מיוחד בין הדירקטורים לבין בעלי המניות, דבר שעשוי להקים חובת זהירות לנושאי המשרה בפעולתם מול בעלי המניות (למשל, כאשר הדירקטוריון מיעץ לבעלי המניות בחברה כיצד לפעול, או נמנע מלדווח להם כראוי; ראו: חביב-סגל, בעמ’ 554-556, שם מופיעות דוגמאות נוספות; יוסף גרוס דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי, בעמ’ 260-262 (2018) (להלן: גרוס, דירקטורים)).

61. הרציונל לאבחנות הנ”ל נובע מהתובנה הפשוטה כי מקרים בהם נגרם לבעל מניות נזק מובחן מזה שנגרם לחברה, או שגורמים אלה מקיימים קשר מיוחד – מלמדים על זיקה ישירה, בלתי מתווכת, בין נושא המשרה לבין בעל המניות.



לעמדת, המקרה שלפנינו אכן בא בגדר אחת מהקטגוריות שצוינו לעיל, המצדיקה הטלת חובת זהירות מצד חברי הדירקטוריון כלפי בעלי מניות המיעוט בחברה. כפי שקבע בית המשפט המחוזי כממצא עובדתי, הסיכונים הנובעים מהעובדה כי חברה הנסחרת בבורסה עלולה להיכנס לרשימת השימור, רובצים בעיקרם על בעלי מניות המיעוט. מחיקתה של החברה מהרישום עלולה להותיר את בעלי מניות המיעוט עם מניות שאינן סחירות, ולהביאם לעמדת נחיתות מול בעל השליטה (השוו: ע"א 667/76 גליקמן בע"מ נ. ברקאי חברה להשקעות בע"מ, פ"ד לב(2) 281 (1976)). מנגד, הנזק ככל שנגרם, איננו נוגע לחברה במישרין, והשלכתו הישירה היא על ערך אחזקותיהם של בעלי המניות. במצב עניינים זה, נוצרת מערכת יחסים ייחודית בין בעלי מניות המיעוט לנושאי המשרה בחברה, בגדרה עולה ציפיתם של בעלי מניות המיעוט מהדירקטוריון כי יעשה כל שביכולתו כדי להביא להחזרתה של החברה לרשימה העיקרית של הבורסה. דומני כי יש טעם בהכרה זו גם מטעמי מדיניות כללית, שכן הקמת חובת זהירות בנסיבות יש בה, מטבע הדברים, כדי לתמרץ את חברי הדירקטוריון לנווט את החברה כך שלא תיכנס אל רשימת השימור, וגם משנכנסה אליו – יהיה בחובתם כלפי בעלי המניות משום תמריץ למלא אחר אחריותם ביתר שאת.

מבחינה פרוצדורלית יש לציין, כפי שציין זאת בית המשפט המחוזי, כי העובדה שבפני גולדשטיין לא עומדת האלטרנטיבה של הגשת תביעה נגזרת, שכן מניות בעלי המיעוט נרכשו במסגרת הצעת הרכש השנייה, ואין בתביעה כזו כדי להועיל לבעלי המניות לשעבר – היא בעלת משקל מסוים במסגרת קיומה של עילת תביעה כלפי נושאי המשרה בחברה (ראו בפסק הדין, בפסקה 43).

62. המסקנה שאליה הגעתי מבוססת, איפוא, על ההנחה כי כניסתה של חברה לרשימת השימור של הבורסה, היא תרחיש שמירע את מצבם של בעלי מניות המיעוט באופן מובחן ממצבה של החברה, ואף ממצבם של בעלי השליטה, ובנסיבות העניין פעילותם בכובעם כדירקטורים היתה נגועה בחשש לניגוד עניינים (השוו לפסק הדין ממדינת דלאוור המוזכר אף בהחלטת האישור: Hamilton v. Nozko, 1994 WL 413299, (Del Ch. 1994)).

זו אף עמדתה של רשות ניירות ערך ביחס למשמעות הכניסה לרשימת השימור, כפי שזו הוגשה לבית המשפט המחוזי בירושלים ב-ת"א 13560-06-11 ב. יאיר חברה קבלנית לעבודות בנייה 1988 בע"מ נ' גולדפון בע"מ, שם נכתב, בין היתר, כך:

"לעמדת הרשות אבדן הסחירות והנזילות מהווה פגיעה קשה בהרבה עבור בעלי המניות מן המיעוט על פני בעלי השליטה בחברה, זאת מאחר ומידת החשיבות שמקנים בעלי מניות המיעוט לאלמנט הסחירות והנזילות של המניות עולה לאין שיעור על מידת החשיבות המוקנית לו על ידי קבוצת השליטה. ונסביר. אמנם גם בעלי השליטה בחברה מייחסים חשיבות לנזילות ולסחירות במניה, אך עבורם אלו אינם הפרמטרים היחידים המשפיעים על שווי המניות. הם, בניגוד לבעלי מניות המיעוט מחזיקים במניות לאורך זמן תוך ניצול מעמדם כבעלי שליטה בחברה וביתרונות הנובעים ממנה. החזרה ארוכת טווח כאמור היא לרוב זו המאפשרת השאת ערכה "האמיתי" של חברה, לרבות ככל שאינו מתבטא במחירה במהלך המסחר בבורסה, באמצעות יכולת השפעה מהותית על קבלת ההחלטות בחברה ועל זהות מנהליה [...] לפיכך, בעוד ביצוע המחיקה מן המסחר יביא לירידה דרסטית בשווי שייראו לנגד עיניהם בעלי מניות המיעוט, בעלי השליטה לא צפויים להיפגע באותו היחס מהיעדר הנזילות במניותיהם. לשון אחר, ערך הסחירות והנזילות של המניות לבעלי מניות המיעוט עולה משמעותית על ערכן בעיני קבוצת השליטה. משכך ברי כי האינטרסים של בעלי השליטה ובעלי המניות מהציבור בסוגיה זו אינם זהים" (שם, בפסקאות 15-20).

63. על כן, סבורני כי במקרים שבהם קיימת אפשרות ממשית לכניסתה של חברה לרשימת השימור (וקל וחומר כאשר החברה כבר מצויה ברשימה זו), וכאשר מבנה הבעלות של החברה מעורר חשש לניצול מצב זה לרעה מצד בעלי השליטה – תקום חובת זהירות בין הדירקטורים לבין בעלי מניות המיעוט. חובה זו תחול כחובה משנית לחובת הזהירות שחבים נושאי המשרה לחברה והיא תהיה כפופה לה, כך שכאשר תביעה נגזרת עומדת על הפרק לתביעת נזיקה של החברה, יש להעדיף את אינטרס החברה בקבלת החלטות שיביאו להחזרתה לרשימה העיקרית של הבורסה. בנסיבות העניין שלפנינו ובמקרים אחרים, בהם עילת התביעה במסגרת של תובענה נגזרת נשללה עם השלמת הצעת הרכש – תקום חובת הזהירות כלפי בעלי מניות המיעוט לבדם כעילת תביעה מצד בעלי המניות (השוו גם לעניין מכתשים אגן). יחד עם זאת, אין די כמובן בקיומה של חובת זהירות מכוח כניסתה של החברה לרשימת שימור, כדי להצביע כי אכן נפל פגם ממשי בהתנהלות נושאי המשרה (השוו לנסיבות שנדונו ב-ת"צ (ת"א) 24526-09-18 בן-שטרית נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ (09.12.2019)).

64. בטרם אפנה להמשך הניתוח, אציין, בבחינת למעלה מן הצורך, כי אינני משוכנע כי זיקתם של כל אחד מהמעוררים במקרה שלפנינו היתה שווה בעוצמתה בהיקף אחריותם ובתרומתם לגרימת הנזק. מעבר לאמור לעיל ביחס להפרת חובותיה של אומים

כבעלת שליטה, ולמעמדה של החברה כאחראית בנזקי נושאי המשרה שלה, סבורני כי הנחת המוצא בדבר חלוקת האחריות ביחד ולחוד בין נושאי המשרה בחברה, איננה חפה מקשיים. בעיניי, קיימת בעייתיות בדרך בה מתבררות בדרך כלל תובענות ייצוגיות, או נגזרות, כנגד נושאי משרה בחברה, המטילות אחריות קולקטיבית על כל חברי הדירקטוריון כאחד. אף אם נמצא כי חברי הדירקטוריון התרשלו, הרי שיש לאתר מסגרת דיונית מתאימה לבחינת אחריותו של כל דירקטור ודירקטור על-פי חלקו בגרימת הנזק. היבטים אלה נוגעים למושכלות יסוד של דיני החברות בדבר היות הדירקטוריון אורגן הומוגני מחד גיסא, ומאידך גיסא, מצופה מחברי דירקטוריון לפעול על-פי תחום מומחיותם האישי, ולהפעיל שיקול דעת באופן עצמאי. מטבע הדברים, סוגיה זו גוררת אחריה שאלות עומק בדבר יחסי הכוחות בתוך הדירקטוריון והתמריצים השונים שיש לעודד במסגרת ממשל תאגידי רצוי. מכיוון ששאלות אלה לא התעוררו במסגרת ההליך לפני בית המשפט המחוזי (אם כי בהחלט נקבעו ממצאים שונים ביחס לחלקם של אי-אילו מבין המערערים, בכובעם כדירקטורים, או בעלי שליטה בחברה), אינני רואה מקום לדון בהן לגופן, אולם אציין כי לעמדתי יש לבחון בעין ביקורתית יותר את פעילותם של בעלי השליטה ונציגיהם בדירקטוריון, בבואנו לקבוע את שאלת חלוקת האחריות בין נושאי המשרה בתאגיד (ראו בעניין זה: רע"א 4024-14 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כהן, בפיסקאות 44-53 לפסק דינו של השופט י' עמית (26.04.2015) (להלן: עניין אפריקה ישראל); גרוס, דירקטורים, בעמ' 262-264;

Asaf Eckstein & Gideon Parchomovsky, *Toward a Horizontal Fiduciary Duty in Corporate* (Law, 104 CORNELL L. REV. 803 (2019)).

כלל שיקול הדעת העסקי והתנהלות נושאי משרה שבמחודל

65. סוגיה מרכזית נוספת העולה מההליך שלפנינו, נוגעת לתחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי בנסיבות העניין שלפנינו, וכן לסטנדרט הביקורת השיפוטית הראוי לנוכח סתירתו של כלל זה בנסיבות העניין. לצד האמור, יש לדון בשאלה המתעוררת במסגרת ההליך שבפנינו, הנוגעת לאפשרות כי כלל שיקול הדעת העסקי יחול גם על מחדלים שנעשו מצד חברי הדירקטוריון.

66. בהתאם לפסיקתו של בית משפט זה, הביקורת השיפוטית על פעולותיהם של נושאי משרה בחברה כפופה לכלל שיקול הדעת העסקי והחלופות לו, כווריאציה מקומית

של כלל דומה (BJR) החל במשפט דיני החברות שבמדינת דלאוור, ארצות הברית. כלל שיקול הדעת העסקי התפתח וקנה לו אחיזה בדין הישראלי במרוצת השנים האחרונות, עד לפסק הדין המנחה בסוגיה זו שניתן בעניין ורדניקוב (ראו: שם, בפסקה 74; על ההתפתחות הדוקטרינה ככלל "אי-התערבות" שיפוטי, ראו והשוו: עמיר ליכט "שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושא-משרה" משפט ועסקים יט 475 (2015) (להלן: ליכט, שם הוורד); וכך: ע"א 4857/16 מנשה נ' יוודין אייר בע"מ (24.04.2018) (להלן: עניין יוודין); לפרשנות הרואה בהוראות סעיף 253 לחוק החברות הנזכר לעיל, משום מקור סטטוטורי לתחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי, ראו: עמיר ליכט דיני אמונאות, בעמ' 140 (2013) (להלן: ליכט, אמונאות); מנגד, ראו: חביב-סגל, בעמ' 524).

סיכם את הכלל פרופ' גרוס בציינו כך:

"בתביעה נגד דירקטור בטענה כי הפר את חובותיו מכוח דיני החברות - אם בהחלטה, אם בפעולה ואם במחדל - תעמוד לדירקטור חזקה כי פעולתו היתה תקינה כל עוד נהג בתום-לב, לא היה נגוע בניגוד עניינים בהקשר הרלוונטי והפעולה ננקטה באופן מיועד, לאחר דיון ועיון בשיקולים הרלוונטיים, שאז הפעולה לא תיבחן לגופה על-ידי בית המשפט" (גרוס, חוק החברות, בעמ' 570; ההדגשה הוספה - ח"מ).

על-פי כלל דיוני זה, לנושא המשרה בחברה קמה מעין "חסינות", שלפיה שיקול דעת עסקי של נושאי משרה בחברה, ככלל, איננו מושא לביקורת שיפוטית, אם הוא עומד בדרישות של רציונליות הליכית. כפי שמתאר זאת ליכט: "כל עוד הליך איסוף המידע רציונלי, אף אם ההחלטה עצמה טיפשית לכאורה, האמונאי יוצא ידי חובתו" (ראו: ליכט, אמונאות, 143). בהתאם לכך, בית המשפט לא ידון בעניין הנוגע לביקורת שיפוטית בתביעות נגד נושאי משרה בתאגיד בעקבות פעולות עסקיות שביצעו, מקום בו פעולות אלה אינן נגועות במראית עין בפגם הליכי שנפל בהחלטתם.

בהקשר לענייננו יוער עוד, כי ההתייחסות לכלל שיקול הדעת העסקי בפסיקתו של בית משפט זה נעשתה על רקע חובת הזהירות אותה חב נושא משרה כלפי החברה ולא כלפי גורמים אחרים, לרבות בעלי המניות. עם זאת, ברי כי הטעמים העומדים בבסיס הכלל - בכללם שיקולים שבמדיניות מוסדית והחשש מפני הרתעת יתר של נושאי משרה - נכונים גם במערכת היחסים שבין נושא משרה לבין אדם אחר לו הוא חב חובת זהירות, וכך הם יבחנו גם בנסיבות העניין שלפנינו, בהן טענות המשיב הופנו כלפי הפרת חובות מצד חברי דירקטוריון החברה, כלפי חלק מבעלי המניות (עיינו והשוו: ליכט, שם הוורד, בעמ' 513; עניין דרין בפסקה 31 לפסק דינו של הנשיא א' ברק).

67. האינדיקציות המקימות עילה לסתירת כלל שיקול הדעת העסקי, ולבחינה מוגברת של טיב החלטת נושאי המשרה בחברה, גדורות בדרך כלל למקרים בהם עלה בידו של התובע להראות כי לגבי הסוגיה הפרטנית – שיקול דעתם של נושאי המשרה היה נגוע בחוסר תום לב סובייקטיבי, או בניגוד עניינים, או שהחלטה שהתקבלה היתה בלתי מיודעת (וראו גם חריג שהוסף בעניין ורדניקוב – "אי הפעלת שיקול דעת עצמאי" של נושאי המשרה בחברה, בפסקה 115 לחוות דעתו של השופט י' עמית). "בדרך כלל" אמרנו, משום שעל-פי עניין ורדניקוב, ובשונה מפסיקת בית המשפט בדלאוור, שיטתנו מכירה באפשרות כי לעתים יש להידרש לגופה של ההחלטה העסקית, גם מקום בו לא התעורר אחד מחששות אלה, בהתאם לנסיבות העניין (ראו בעניין זה: עניין ורדניקוב, בפסקה 88; גרוס, דירקטורס, בעמ' 281-282; תנ"ג (ת"א) 13663-03-14 ניומן נ' פיננסיטק בע"מ (24.05.2015)).

כאשר כלל שיקול הדעת העסקי נסתר, מחמת אחד הפגמים שתוארו לעיל – משמעות הדבר היא כי בית המשפט יבחן את החלטת נושאי המשרה לגופה, ויביע עמדתו אם הופרה חובת הזהירות, או חובת האמונים של אותו נושא משרה (לגישה המצמצמת את תחולתה של חובת הזהירות של נושאי משרה ל"חובה תהליכית" בלבד, ראו: ליכט, אמונאות, 139-140). מקובל לומר כי במקרים אלה רשאי בית המשפט לבחון את טיב ההחלטה שקיבלו נושאי המשרה בסטנדרט מחמיר יותר. כך למשל, במקרים רבים תביא סתירתו של כלל שיקול הדעת העסקי להעברת הנטל אל נושאי המשרה להראות כי החלטתם היא ראויה, ואיננה מצדיקה עריכת ביקורת שיפוטית (ואולם, אין הכרח כי סתירת כלל שיקול הדעת העסקי תביא בהכרח להעברת הנטל; ראו: עניין ורדניקוב, בפסקאות 75, 123; כן ראו שרון חנס "כלל שיקול הדעת העסקי" עיוני משפט לא 313, 315, 321 (2009)).

לצד העברת הנטל, יבחן בית המשפט את מעשיהם של נושאי המשרה בזכוכית מגדלת, ובמסגרת זו ישקלו אף היבטים הנוגעים להגיונה הפנימי של ההחלטה וסבירותה (ראו: חביב-טגל, 503).

68. למעשה, אופייה והיקפה של הבחינה המוגברת לעריכתה של ביקורת שיפוטית, משתנה ממקרה למקרה, בהתאם לעוצמת וטיב העילות שהביאו לסתירתו של כלל שיקול הדעת העסקי, וכן אופי הפעולות, או המחדלים של נושאי המשרה הנתקפים במסגרת התביעה, וכדברי השופט י' עמית בעניין ורדניקוב:

"כשלעצמי, הייתי נזהר מקביעה כי כל אימת שנסתר כלל שיקול הדעת העסקי, גורר הדבר תוצאה אחת שאין בלתי. 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" (שס, בפיסקה 97).

69. הטיפולוגיה בה נוקטת הפסיקה, מחלקת בין שתי אמות ביקורת שאותן עורך בית המשפט, בהתאם לנסיבות העניין שלפניו, כמפורט להלן:

אמת המידה האחת היא סטנדרט ביניים, הניצב בין עקרון שיקול הדעת העסקי לבין כלל ההגינות המלאה, המכונה: "בחינה מוגברת" של כלל שיקול הדעת העסקי (Enhanced Scrutiny); או בשמותיו החלופיים: "כלל שיקול דעת עסקי מוגבר"; "שיקול דעת עסקי סביר"; וכלל הסבירות ה"מחמיר מעט יותר מזה של שיקול הדעת העסקי"; או סטנדרט הביניים; ראו: עניין ורדניקוב, בפיסקה 94). מקורו של סטנדרט ביקורת זה בפסיקת בית המשפט בדלאוור, אשר דן באופני הפעולה של דירקטוריון כתגובה לניסיון השתלטות עוינת על החברה. בית המשפט מצא שם כי על אף שאין מדובר בהחלטה הנגועה בניגוד עניינים במשמעותו הרגילה, עדיין מתעורר חשש כי הדירקטוריון ישקול שיקולים זרים במסגרת קבלת ההחלטה – ומכאן שיש לערוך בחינה מהותית יותר לגבי שיקול הדעת שמפעילים נושאי המשרה (ראו: שרון חנס "ביקורת שיפוטית על החלטות הדירקטוריון: בין שיקול הדעת העסקי להגינות המלאה" 148-147, 141, 199 גרוס 141, 147-148 (2015) (להלן: חנס "ביקורת שיפוטית").

במסגרת בחינה זו, מוצא בית המשפט "להסיט" מעט את מחט הביקורת, ולהורות כי בנסיבות העניין מוצדק לערוך ביקורת שיפוטית מעמיקה מעט יותר מזו החלה ברגיל בגדר כלל שיקול הדעת העסקי. זאת, בשם לב לטיב החלטות והפעולות של נושאי המשרה שלגביהן נסובה התביעה, לפי מצבה של החברה באותה עת, וקיומו של חשש לכך שנפלו אי-אילו פגמים בתנאים הצורניים של כלל שיקול הדעת העסקי, או התעורר חשד אחר המצדיק בחינה מעמיקה יותר של החלטות ופעולות נושאי המשרה בחברה.

70. מקובל לומר כי ההצדקה לשימוש בכלל זה היא במקרים בהם מתעורר חשש כי נפל פגם בפעולות נושאי המשרה בחברה, אולם ההיבטים הדיוניים המרכיבים את כלל

**שיקול הדעת העסקי** – העדר תום-לב, החלטה שאיננה מיודעת, וניגוד עניינים – אינם נסתרים באופן מובהק (לאופן התפתחותו של "כלל הבחינה המוגברת" בשיטתנו, ראו: עניין ורדניקוב, בפסקה 88; ליכט, שם הוורד, בעמ' 222). בקווים כלליים יותר, ציין השופט י' עמית בעניין זה כדלקמן:

"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 החלטת כלל שיקול הדעת העסקי, עלולה "לפספס" הפרת חובות אמונים מצד נושאי המשרה, נוכח קיומו של ניגוד עניינים פוטנציאלי הנובע מהדינמיקה של קבלת ההחלטה [...] מטרתו היא לתת בידי בית המשפט כלים להפעיל ביקורת שיפוטית מוקפדת יותר, במצבים בהם הסתפקות בהחלטת 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" (עניין ורדניקוב, בפסקה 95).

לצד האמור, במרבית המקרים מורה בית המשפט כי נטל ההוכחה מועבר אל כתפי נושאי המשרה להראות כי עמדו בחובה המוגברת וכי לא נפל פגם בהחלטתם (והשוו בעניין זה את דברי בית המשפט המחוזי הנכבד בפסק הדין, בפסקה 63, כמו גם עמדתו של בית משפט זה בעניין ורדניקוב).

71. דוגמה מובהקת למקרים שבהם ראוי להחיל כלל ביקורת זה, היא במצבים בהם מתעורר חשש כי שיקולים חיצוניים מעיבים על התנהלותם של נושאי המשרה בחברה, אך לא במידה המצדיקה להחיל את כלל ההגינות המלאה (שאותו ניתן להחיל, למשל, במצבים של עסקה שמבצעת החברה עם בעל השליטה, או בעל עניין אחר). פסק הדין בעניין ורדניקוב, שניתן לאחר מתן פסק הדין נושא הערעור, מונה מספר מקרים בהם מתעורר חשש לניגוד עניינים שאיננו אינהרנטי בפעולתם של נושאי המשרה, ובין היתר מתוארות שם כדוגמה נסיבות העניין שבפנינו, בהן על אף שהחלטות הדירקטוריון אינן מערבות במישרין את האינטרסים של בעלי השליטה בחברה, הרי שלנוכח החשש מפני שיקולים זרים שהיו מעורבים בהחלטת הדירקטוריון בזמן אמת, קיימת הצדקה להחלטת ביקורת שיפוטית מהותית יותר בנסיבות העניין (עניין ורדניקוב, בפסקה 89).

באופן פרטני, נקבע בעניין ורדניקוב כי הפער הפוטנציאלי המובנה בין טובתו של בעל השליטה לבין טובת החברה, במצבים של שינוי משמעותי במבנה ההון של החברה אגב רכישה ממונפת, מחייב "בחינה מוגברת" מצד בית המשפט, שעיקרה

בהעברת נטל ההוכחה אל כתפי נושאי המשרה בחברה, בגדרה יהיה עליהם להוכיח כי בעל השליטה לא היה נתון בקשיי נזילות חריגים שהצריכו נקיטת מהלך של שינוי מבנה ההון של החברה, וכי ההחלטה היתה בעלת היגיון עסקי סביר, הנלמד ממצבה הפיננסי של החברה בעת קבלת ההחלטה ומידת תמיכתם של בעלי מניות המיעוט בהחלטה. זאת, אף שמבחינה צורנית, לכאורה, לא התעוררו אינדיקציות לניגוד עניינים מובנה בין האינטרס של בעל השליטה לבין טובת החברה ובעלי מניות המיעוט (שכן, צרכי הנזילות של בעל השליטה סופקו שם באמצעות חלוקה שוויונית של דיבידנד).

72. לצד הנחת המוצא כי "הבחינה המוגברת" מוסיפה אמות מידה שונות לכללים הדיוניים-פורמאליים שבגדר כלל שיקול הדעת העסקי ולעתים מעבירה את נטל ההוכחה אל כתפי הנתבעים, הרי שאף עוצמת הביקורת השיפוטית משתנה ממקרה למקרה. כפי שציין בית המשפט בעניין ורדניקוב, לעתים יידרש בית המשפט לבחינה מדוקדקת של אופן פעולתם של נושאי המשרה (בקרבת מה ל"כלל ההגינות המלאה"), ולעתים יסתפק בבדיקה מעמיקה פחות, כדי לוודא שזו נושאת הגיון כלכלי-עסקי כלשהו, הנופל בתחומי הסיכון הסביר שעל נושאי משרה ליטול.

כך או כך, במסגרת הבחינה המוגברת, נכון בית המשפט לערוך ביקורת שיפוטית רחבה יותר מזו החלה בהתאם לכלל שיקול הדעת העסקי. כפי שצוין, במסגרת בחינה זו בית המשפט מציב אבני בוחן נוספות להצדקת הביקורת השיפוטית על החלטות הדירקטוריון, הנושאות אופי מהותי יותר בדבר סבירות פעולות נושאי המשרה (על ההצדקות והביקורות לעריכת בחינה של 'סבירות' לגבי החלטות של נושאי המשרה – ראו: חנס, ומנגד: ליכט, שם הוורד, בעמ' 535; ליישום הבחינה המוגברת בפסיקה, ראו: עניין ורדניקוב בפסקה 89).

73. לצד הבחינה המוגברת של כלל שיקול הדעת העסקי ניצבת הבחינה המלאה של החלטת החברה – כלל "ההגינות המלאה" (Entire Fairness). במסגרת זו, בית המשפט בוחן את "קרביה של העסקה", היינו – ההיגיון הכלכלי-עסקי שבבסיסה ויחסה למימוש תכליות החברה וטובתה. זאת חלף בדיקת ההליך שבו ההחלטה התקבלה בהתאם לכלל שיקול הדעת העסקי, או מנעד רחב יותר של סבירות המוקנה לנושאי המשרה במסגרת "הבחינה המוגברת" (עיינו והשוו לנסיבות עניין גדיש).

74. ההצדקות לעריכת בחינה מהותית של החלטות החברה, תתקיימנה במצבים בהם קיימת "סתירה חזיתית" של אחת מאמות המידה לקיומו של כלל שיקול הדעת העסקי. המקרה הנפוץ ביותר הוא, כאמור, כאשר החלטת נושאי המשרה נגועה בניגוד עניינים



מובנה, מהותי וחריף, המקים עניין אישי לבעל השליטה. דוגמה לכך הן עסקאות בהן ענייניו של בעל השליטה מצויים משני עברי המתרס של העסקה, או כאשר החברה מבקשת לבצע עסקה עם אחד מנושאי המשרה בה (ראו: חנס "ביקורת שיפוטית", 142). יחד עם זאת, וכפי שצוין, לא כל ניגוד עניינים מביא להחלה אוטומטית של כלל ההגיונות המלאה (ראו חביב-סגל בעמ' 512; להרחבה בעניין זה ראו אף בעניין ורדניקוב, בפסקה 79).

קיצורם של דברים, מקום בו מתעורר פגם גלוי על-פני ההחלטה שקיבלו נושאי משרה בחברה – מוקנה לבית המשפט שיקול דעת רחב לקבוע את היקף הבחינה השיפוטית של ההחלטה העסקית הרצויה, ולאחר מכן ליישמה בנסיבות העניין.

75. בהערה מוסגרת יצוין, כי קשה לראות כיצד "הבחינה המוגברת" שונה במהותה מבירור רכיב ההתרשלות הנזיקי כפי שהוא חל בדיני הרשלנות הכלליים ומהי הרבותא בקיומו של מבחן זה.

כידוע, במסגרת בירור אחריותו של אדם בנזיקין, מוטל על הניזוק להראות כי המזיק חרג מסטנדרט התנהגות סביר לשם מניעת גרימת הנזק. כפי שתואר בהרחבה לעיל, כאשר עסקינן בביקורת שיפוטית על סבירות הפעילות העסקית של נושאי המשרה – נוהג בית המשפט בריסון, בהתאם לכלל שיקול הדעת העסקי. הריסון השיפוטי במקרים אלה הוא מוצדק כמובן, וככלל, מסגרת הביקורת השיפוטית כפי שהותוותה בעניין ורדניקוב נכונה בעיניי בהקשר זה, ככל שהיא נוגעת לתחולת הכלל באופן עקרוני ולהעברת נטל הראיה במצבים בהם הוא נסתר.

חוסר הבהירות מתעורר ביחס לאותם מצבים בהם בית המשפט רואה שלא להחיל את חזקת כלל שיקול הדעת העסקי. כפי שתואר בהרחבה לעיל, בתי המשפט נוקטים בלשון עמומה בכל הנוגע להיקף הביקורת השיפוטית שראוי להחיל לגבי סבירות פעילותו של נושא המשרה במצבים אלה. כך למשל, קשה בעיניי לזהות מהו התוכן הקונקרטי שניתן לצקת לסטנדרט ה"בחינה מוגברת"; מהי המשמעות הקוהרנטית של מבחן שהוא מחמיר יותר מ"מסטנדרט רגיל של סבירות", כפי שביקש, למשל, בית המשפט המחוזי להציע בענייננו; ובאיזה מובן מבוצעת במקרים אלה "ביקורת שיפוטית מוקפדת יותר" (עניין ורדניקוב, פסקה 95). בתי המשפט מבקשים, כמובן, לעצב בכל מקרה ומקרה מבחן ביקורת עצמאי התפור למידותיו של התיק המובא בפניהם, אולם לעמדתי אין בכך כל רבותא, ומדובר למעשה ביישום שאלת התרשלותו של מזיק במסגרת גבולות האחריות המותוות לו בגדרי חובת הזהירות הקונקרטית שחלה בעניינו.

אכן, המצבים המשתנים המובאים לפתחו של בית המשפט מקום בו נטען להפרת חובת הזהירות, או חובת האמונים של נושאי משרה (בהם נמצא כי כלל שיקול הדעת העסקי אינו חל) – מחייבים מטבעם החלתו של סטנדרט ביקורת גמיש, הבוחן ככלל את סבירות פעילותו של נושא המשרה. כשלעצמי, קשה, איפוא, למצות מהפסיקה מסקנה המורה באיזה מובן (אם בכלל) הביקורת השיפוטית על סבירות פעולתו של דירקטור תהיה מחמירה יותר מזו שחלה בדיני הרשלנות הכלליים, מעבר לעצם החלתם של כללי שיקול הדעת העסקי (השוו למשל לפסק דינו של השופט י' דנציגר בעניין יוויז'ן, אשר על מצא לנכון לבחון, בסופו של יום, את "סבירותה של ההחלטה" שקיבל הדירקטוריון).

עיון באופן שבו בתי משפט נוהגים לערוך את אותה "בחינה מוגברת" מגלה כי באופן מעשי המדובר בבחינת התנהלותו של נושא המשרה בשים לב למעמדו ולנסיבות העניין. דהיינו, השאלה העומדת על הפרק היא אחת – האם דירקטור סביר היה נוהג, כפי שנהגו חברי הדירקטוריון במקרה הנדון (ראו למשל את דרך הניתוח של פרופ' חנס "ביקורת שיפוטית", בהתייחסותו לפרשה שלפנינו, ואת מה שנדון ב-תנ"ג (ת"א) 48081-11-11 רחנפלד נ' בן-דב (17.03.2017); וכן דברי השופט י' עמית בעניין ורדניקוב, שם נקבע כי הנטל הראשוני מוטל על הדירקטורים, הנדרשים להראות כי החלטתם נופלת "במתחם הסבירות" (שם, פסקה 103); ראו גם: חביב-סגל, בעמ' 504-506, המכירה בהטלת אחריות על נושאי משרה במקרים של "רשלנות רבתי").

76. על כן, לעמדתי, בבואו של בית המשפט לבחון את פעולתו של נושא משרה, אשר לא עמד בתנאי כלל שיקול הדעת העסקי בגין הפרת חובת הזהירות הקבועה בסעיף 252 לחוק – עליו להיצמד לדוקטרינות המקובלות בדיני הנזיקין הכלליים בדבר התרשלות וחריגה מסטנדרט התנהגות סביר. משמעות הדבר היא, כי מקום בו נמצא כי החלטה של נושאי משרה בחברה לא נתקבלה מתוך יידוע מלא, תום לב והעדר ניגוד עניינים – יבחן בית המשפט את טיב ההחלטה לפי מבחני "הדירקטור הסביר", בנסיבות העניין ובהתאם לגבולות האחריות החלות לגביו מכוח חובת הזהירות שחלה בעניינו (להרחבה בנוגע להחלת סטנדרט של "נושא המשרה הסביר", ראו: גרוס, חוק החברות, בעמ' 560-556).

אשר למבחן "ההגינות המלאה", הרי שלעמדתי מבחן זה, אשר במקורו נועד להעריך את שוויה ההוגן של עסקה פרטנית שבוצעה עם בעל עניין, איננו נוגע כלל לביקורת שיפוטית הנעשית במקרים בהם הופרה חובת הזהירות שלפי סעיף 252 לחוק, ככל שטענות אלה נוגעות לפעולות ומחדלים שבוצעו עובר לעסקה. כך למשל, ייתכן

שראו להחיל את מבחן ההגינות המלאה במסגרת ביקורת שיפוטית על פעולות הדירקטוריון הנגועות בניגוד עניינים מובנה, כמו אישור עסקאות של החברה עם בעלי עניין, לפי הוראות הפרק העוסק בכך בחוק החברות, או במסגרת מקרים מובחנים קטגורית בהם נדרש "סעד הערכה" בעסקאות אשר תוצאתן היא רכישה מניית המיעוט בחברה בידי בעל השליטה (ראו בעניין זה בדברי השופט ד' קרת-מאיר בעניין ת"צ (ת"א) 36881-09-14 שביט נ' מלון רג'נסי ירושלים בע"מ (21.02.2016); וכן דברי השופט י' דנציגר בעניין קיטאל, בפסקה 54; ראו גם ביקורתו של ליכט, הטוען כי יש לפרש את השימוש במושג "הגינות מלאה" כפי שהוחל בפסיקה בישראל כ"שימוש חופשי" ולא כהחלת הדוקטרינה האמריקאית, שכן זו במקורה כלל אינה מתאימה להקשר של קיפוח המיעוט (ליכט, אמונאות, בעמ' 116)). ואולם, במקרה שלפנינו איננו נדרשים לבחון את התרשלות נושאי המשרה בחברה לנוכח טענות להצעת רכש שאינה מגלמת מחיר הוגן של המניות, אלא לבחון את טיב מעשיהם, במחדל ובפעולה, אשר הובילו להצעת רכש השנייה (שבהחלט ייתכן כי היא משקפת את המחיר הראוי למניה במועד שבו היא הוצעה לבעלי מניות המיעוט, בסמוך למועד מחיקתה של החברה מהמרשם; לאבחנה בין מקרים, דוגמת המקרה שלפנינו, לבין אישור עסקה עם בעלי עניין בחברה והיקף הביקורת השיפוטית שראוי להחיל במצבים אלה, ראו: אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה: עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים" משפטים מז 761, בה"ש 1 (2018)).

77. סיכומם של דברים, כאשר עסקינן בהפרת חובת הזהירות, ראוי לפעול על-פי דיני הנזיקין המקובלים, ולבחון את התנהלותו של הדירקטור בהתאם למבחנים הכלליים הנהוגים, כאשר בעת קביעת רכיב ההתרשלות יבואו, כמובן, הטעמים שהביאו לסתירת כלל שיקול הדעת העסקי, כגון: קיומו של ניגוד עניינים, או חוסר תום לב בעת קבלת ההחלטה ומכלול נסיבות העניין הנוגע לאופי פעילותה של החברה. למעשה, כך דומני, אין הבדל ממשי בין "סטנדרט הבחינה המוגברת", שאותו אימץ בית המשפט במספר מקרים, לבין בחינת סבירות התנהגותו של נושא המשרה בחברה (כפי שאף בית המשפט המחוזי עצמו מציין בנסיבות העניין שלפנינו).

78. ומהתם – להכא. במקרים בהם נטען לקיומו של מקרה מן הטיפוס שלפנינו – כניסתה של חברה לרשימת השימור – יש לבחון את מכלול הפעולות והמחדלים שנעשו מצד חברי הדירקטוריון כדי להוציא את החברה מהתסכוכת שאליה נקלעה. בהקשר לכך, יש לבחון את הפעולות שבוצעו וההחלטות שהתקבלו לגופן ולמצות מהן "היגיון תאורטי", המגלה כי הן עולות בקנה אחד עם טובת החברה, וזאת על רקע הפרוטוקולים של הישיבות ותדירותן, בהן התקבלו ההחלטות לביצוע, כאשר חברי הדירקטוריון,

המודעים למצבה של החברה, מעלים דרכי פתרון אפשריים להוצאתה מהבוץ, על-פי מומחיותם, כישוריהם, ותפקידם.

כלל שיקול הדעת העסקי ופעולות שבמחדל

79. המקרה שלפנינו שונה במידת-מה מן המקרים שלגביהם נבחן כלל שיקול הדעת העסקי ברגיל, מכיוון שהוא איננו תוקף עסקה, או החלטה ספציפית של דירקטוריון החברה, המעוררת חשש אינהרנטי להפרת אחת מהאינדיקציות לסתירת כלל שיקול הדעת העסקי. טענות המשיב כווננו (בין היתר) כלפי שורה של מחדלים של נושאי המשרה בחברה (מסיבה זו, למשל, קשה להלום כיצד ניתן לבחון את הגינותם המלאה של מחדלי ופעולות הדירקטוריון). יחד עם זאת, ההליך בו עסקינן איננו מתמקד ב"מחדל טהור" של חברי הדירקטוריון. כפי שתואר לעיל, במוקד ההליך ניצבות מספר פעולות מעוררות תמיהה שביצעו חברי הדירקטוריון בתקופה שקדמה לכניסת החברה לרשימת שימור, ובהחלט ייתכן כי די היה בפעולות אלה לבדן, אשר נעשו מתוך ניגוד עניינים מסוים ובחוסר ידוע מלא, כדי לשלול את תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי בנסיבות העניין.

על כן, אין בידי לעסוק בהרחבה בנושא זה. עם זאת, אציין כי אינני רואה סיבה שלא להחיל, עקרונית, את כלל שיקול הדעת העסקי גם על טענות למחדלים בפעולותיהם של נושאי המשרה בחברה. הטעמים הנכבדים לריסון הביקורת השיפוטית על פעולות נושאי משרה בחברה – יפים אף מקום בו מועלית טענה למחדל שנפל בתפקודו של הדירקטוריון. סוף סוף, החשש מפני הרתעת יתר של דירקטורים ואפקט מצנן לנועזות עסקית וליצירתיות במסגרת פעילותם של נושאי המשרה – יפה גם כשמועלית טענה למחדלים שנעשו מצד נושאי המשרה.

80. הקושי בהחלת כלל שיקול הדעת העסקי על מחדליהם של נושאי משרה, קיים, כך נדמה, ברמה היישומית. העובדה כי עסקינן במחדלים, דהיינו – שאין בפנינו החלטה עסקית פוזיטיבית, שניתן לומר לגביה כי זו התקבלה בחוסר תום-לב, או בניגוד עניינים – מקשה על האפשרות לקבוע מעין כלל שיקול דעת עסקי למקרים מסוג זה, מה גם שמתעוררת מורכבות באפיון קטגורי של מקרים טיפוסיים מובחנים בסיטואציה כזו.

לעמדת, ברי כי יש להכיר באפשרות כי נושאי משרה בחברה יחובו באחריות כלפיה, אף בגין מחדליהם (כפי שנקבע, כאמור, בעניין בוכבינדר, שם מצא בית משפט זה כי נושאי המשרה בחברה חבו באחריות נזיקית לאחר שלא נטלו חלק במידה מספקת

בישיבות הדירקטוריון, אצלו את מרבית סמכויות הדירקטוריון בלא לפקח על פעולות החברה, ולא הכירו כלל את מצבה העסקי). יחד עם זאת ומבלי לקבוע מסמרות בדבר, על-מנת לבסס עילת תביעה בנסיבות אלה, סבורני כי יהיה על התובע להראות, על-פי נסיבותיו העובדתיות של אותו עניין, כי נושאי המשרה היו יכולים להפעיל את שיקול דעתם העסקי, אולם הם בחרו שלא למלא אחר חובתם כנדרש, או האצילו את סמכותם שלא כדין (ראו: עניין אפריקה ישראל). במקרים מסוג זה, לא תחול הגנה כלפי נושאי המשרה, משום שבכך יראו אותם כמי שלא קיימו את חובת תום-הלב המוטלת עליהם (ראו בעניין זה בפסיקת בית המשפט העליון במדינת דלאוור: Stone v. Ritter - 911 A.2d (Del. 2006) 362; תנ"ג 14-03-13663 ניומן נ' פיננסיטק בע"מ 24.05.2014); גרוס, דירקטורים, בעמ' 248-250).

תחולת כלל שיקול הדעת העסקי בנסיבות העניין

81. במקרים מהסוג שלפנינו (כניסתה של חברה לרשימת השימור, ושוני במערך התמריצים החל על נושאי המשרה בחברה להביא להוצאתה) מתעורר החשש כי הפעלת כלל שיקול הדעת העסקי עלולה להחטיא בעייתיות שהיתה גלומה בפעולות דירקטוריון החברה. העובדה כי החלטות נושאי המשרה בחברה במצבה האמור הגבירו את הסיכון על בעלי המניות כך שזה חל באופן שונה לגבי בעלי השליטה ובעלי מניות המיעוט, מעוררות את האפשרות כי דרך קבלת ההחלטות על אופן פעולתם ביחס להוצאת החברה מרשימת השימור – היתה מלווה בניגוד עניינים בין האינטרסים של בעלי השליטה, אשר מלבד המערערת 2, אומים, כולם היו גם חברי דירקטוריון, לבין האינטרסים של בעלי מניות המיעוט. בהתאם לכך, סבורני כי מן הדין היה להטיל חובת הוכחה על המערערים להראות כי לא נפל פגם בהחלטותיהם ועליהם היה להראות כי הם נקטו בפעולות מהסוג שעשוי היה להביא, בגבולות מתחם הסבירות, להוצאת החברה מרשימת השימור.

82. בהקשר לכך, אין בידי להתערב בקביעת בית המשפט המחוזי הנכבד אשר קבע, כעניין שבעובדה, כי העברת מניות החברה לרשימת השימור השפיעה על מערך יחסי הכוחות והאינטרסים של בעלי מניות המיעוט ובעלי השליטה, וכי עלה בידו של המשיב להראות כי חזקת התקינות נסתרה, וזאת בשל הימצאות הדירקטורים במצב של ניגוד עניינים בהקשר לכניסתה של החברה לרשימת השימור. כמתואר לעיל, בית המשפט קבע כי מעבר המסחר במניית החברה לרשימת השימור השפיע באופן שונה על בעלי השליטה ועל בעלי מניות המיעוט בשני היבטים:

ראשית, המעבר לרשימת השימור הוביל לפגיעה ביכולת המסחר של בעלי מניות המיעוט במניותיהם. זאת, בעוד בעלי השליטה, ככלל, יכולים לבצע עסקאות בגרעין השליטה שברשותם גם מחוץ לבורסה.

שנית, מעבר למסחר ברשימת השימור עלול היה להוביל (כפי שיובהר בהמשך) לירידת ערך המנייה באופן אשר יקטין את עלות ביצועה של הצעת רכש להפיכת החברה לחברה פרטית.

מקובלת עלי, איפוא, קביעתו של בית המשפט המחוזי הנכבד כי במצב זה, שבו קיימת אבחנה בין השפעת המעבר לרשימת השימור על בעלי מניות המיעוט לבין השפעתה על בעלי השליטה, קם חשש להימצאות הדירקטורים במצב של ניגוד עניינים בקבלתם החלטות בהקשר זה, אשר מוביל לסתירת כלל שיקול הדעת העסקי והחלת "סטנדרט מוגבר".

מכאן, יש לדון באפשרות כי המערערים אכן נהגו באופן שאיננו סביר במסגרת פעילותם בחברה בתקופה הרלבנטית. לעמדתי די בממצאיו של בית המשפט המחוזי הנכבד בעניין זה, כדי ללמד הלכה למעשה כי מעשיהם אף עולים כדי התרשלות נזיקית.

הפרת חובת הזהירות בנסיבות העניין

83. אכן, כפי שקבע בית המשפט המחוזי: "לא בכול פעם שחברה נכנסת לרשימת השימור – פירוש הדבר בהכרח כי בעלי התפקידים בה התרשלו. לעיתים מדובר במצב בלתי נמנע" (פיסקה 47 להחלטת האישור). יחד עם זאת, מכלול האינדיקציות העובדתיות שבית המשפט המחוזי מצא כמבססות התרשלות, אכן מלמדות כי המערערים קיבלו החלטות שאינן סבירות ביחס לחובתם להוציא את החברה מרשימת השימור שאליה נקלעה, ומנגד נמנעו מלקבל החלטות שהיו עשויות להציל את החברה ממצב זה. הטעם העיקרי לכך הוא בקביעות של בית המשפט בכל הנוגע לרכישות המניות העצמית בשלהי שנת 2008, שהביאו לריכוז מניות האוצר והמניות שנרכשו בידי אומים בידי החברה, תוך הימנעות מפיזורן לאחר מכן אל הציבור – נתון שהיה אחד מתנאי הבורסה להחזרתה לרשימת השימור. כאמור, על-פי החלטת הדירקטוריון בשלהי שנת 2008, החברה רכשה את מניותיה באמצעות חברת-הבת שבבעלותה, התפעלות. בהקשר לפעולות אלה, קבע בית המשפט המחוזי הנכבד כי לא עלה בידי המערערים להוכיח כי רכישת המניות על ידי החברה נועדה למנוע ירידה בערך המניות (או לשמש צורך כלשהו אחר ששימש את החברה), וכי סביר יותר כי מגמתם של בעלי השליטה (שהיו כמתואר אף חברי

דירקטוריון), היתה לקדם את הצעת הרכש הראשונה באמצעות רכישת המניות הנ"ל. בהמשך, כך נקבע, נושאי המשרה לא פעלו לפיזור המניות, בהתאם לחובתם למנוע את כניסתה של החברה לרשימת השימור, מה שהביא בסופו של יום לירידת ערך המניות ולהסכמתם של מרבית בעלי מניות המיעוט להצעת הרכש השנייה.

ביחס לרכישות העצמיות, נקבע כי עסקאות מסוג זה מקטינות את היקף המניות הנמצא בידי הציבור, ועל כן, ככלל, הן מחריפות את בעיית השימור, שפתרונה הוא בפיזור אחזקת המניות בידי הציבור. בהינתן נקודת מוצא זו, בחן בית המשפט המחוזי הנכבד האם דרך פעולה זו היתה העדיפה מבין החלופות שעמדו בפני החברה, ומצא כי לא הוצגו בפניו ראיות בהקשר זה, וכי אף לא הוצגו ראיות לכך שהחלטת החברה לבצע רכישה עצמית לוותה בתהליך מודע. זאת ועוד. פרוטוקולי ישיבות הדירקטוריון שהוצגו בהקשר זה היו לאקוניים ביותר, ובהם צוינה רק ההחלטה הסופית בדבר ביצוע עסקאות הרכישה העצמית, מבלי לפרט את המידע שעמד בפני הדירקטוריון עובר לקבלת ההחלטה, או בחינתן של אלטרנטיבות אפשריות אחרות לדרך פעולה זו.

84. אין בידי להתערב במכלול ממצאי בית המשפט המחוזי הנכבד לכך שמרבית הפעולות הנ"ל – לא שיקפו מאמץ מספק להביא להוצאתה של החברה מרשימת השימור, ובהקשר זה מקובלות עליי הערותיו של בית המשפט גם לגבי אי-התקינות בכך שלא נערכו פרוטוקולים סדורים ומפורטים של הדברים שנאמרו בישיבות הדירקטוריון. אשר לפעולות שלא בוצעו על ידי נושאי המשרה והיו יכולות לכאורה לפתור את בעיית השימור – הרי שאף בעניין זה קביעותיו של בית המשפט המחוזי הנכבד בדבר העדרו של הסבר מניח את הדעת לכך שהחברה לא ניסתה למכור את מניות האוצר שרכשה לשם פיזור מניות החברה בקרב הציבור – מקובלות עליי במלואן. זאת ועוד. אין בידי אף לקבל את טענת המערערים כי בית המשפט המחוזי הנכבד לא שקל כהלכה את טובת החברה ואת השאלה אם המערערים פעלו לשם כך. זאת, שכן מקובלת עלי קביעתו של בית המשפט המחוזי הנכבד, לפיה לא הוצגו על ידי המערערים ראיות התומכות בטענתם, בשים לב לפרוטוקולי ישיבות הדירקטוריון הלאקוניים, שבהם אין כל פירוט בדבר שקילה של טובת החברה, והעדרם של מסמכים אחרים אשר יתמכו בעדותו של אורי וינקלר (ראו בפסקה 108 לפסק הדין).

85. לצד הפעולות המעלות סימני שאלה באשר לאינטרסים ולכוונות המצויים בבסיסן, כמו ביחס למחדלים שהיו באחריות הדירקטורים – המערערים מנו מספר פעולות שבכל זאת ננקטו על-ידיהם, שלשיטתם יש בהן כדי להראות כי הם עמדו בחובה המוטלת עליהם לפעול למניעת כניסת החברה לרשימת השימור.

נשוב ונתאר פעולות אלה ואת קביעות בית המשפט קמא בעניינן בקצרה:

(א) התקשרות החברה עם חברת הראל פיננסים מסחר וניירות ערך בע"מ (להלן: הראל) כ- "עושה שוק" במניית החברה – בית המשפט המחוזי הנכבד קבע כי ההתקשרות עם הראל נעשתה בראש ובראשונה כדי להגדיל את המסחר במנייה ולמנוע את כניסתה לרשימה אחרת, רשימת "דלי הסחירות". משכך, נקבע כי לפעולה זו הייתה השפעה עקיפה בלבד על פתרון בעיית השימור של החברה וכי לא ניתן לראות בה, כשלעצמה, ואף לא כחלק ממכלול הפעולות שביצעו המערערים, ככזו המרימה את נטל ההוכחה שהיה מוטל עליהם.

(ב) ביצועה של עסקת רוסאריו בחודש ינואר 2010 – בית המשפט המחוזי הנכבד קיבל את טענת המערערים כי מטרתה היתה לפתור את בעיית השימור, אך ציין כי לא היה די בפעולה זו כדי להתגבר על הפעולות האחרות שהביאו להחמרת בעיית השימור. כפי שציין זאת בית המשפט המחוזי: "דווקא העובדה שבחודש ינואר 2010 השכילה החברה למכור חבילת מניות משמעותית לרוסאריו, מגדילה את התהייה מדוע לא נעשו ניסיונות רציניים נוספים למכירות דומות בתקופות מאוחרות יותר" (שם, בפסקה 134).

(ג) פגישות שקיים אורי וינקלר עם גורמים שונים בניסיון להביא לפיזור המנייה, או לייזום של פעילות עסקית נוספת בחברה באופן שיביא להגברת הביקוש למניית החברה – בית המשפט המחוזי הנכבד קבע כי פעולות אלה לא הגיעו לשלבים מתקדמים ועל כן לא היה בהן כדי להרים את הנטל.

86. המערערים טוענים כי קביעות בית המשפט המחוזי הנכבד ביחס לפעולות אלה הן שגויות, שכן הן לוקות ב-"הטיית הידיעה בדיעבד", קרי, בית המשפט המחוזי בחן את תוצאתן השלילית של הפעולות כחכמה שלאחר מעשה, אך לא את טיבן "בזמן אמת".

אכן, בחינת פעולותיהם של המערערים צריכה להיעשות מנקודת מבט תהליכית ולא תוצאתית. עמידת נושאי המשרה בחובות המוטלות עליהם איננה תלויה תוצאה, אלא תלויה מאמץ. בית המשפט המחוזי הנכבד סבר כי המערערים לא עמדו בנטל שהיה מוטל עליהם להראות כי הם נקטו בכל האפשרויות שעמדו לרשותם כדי לנסות ולמנוע את



כניסתה של מניית החברה לרשימת השימור ובמקביל כי הם לא פעלו באופן אקטיבי כדי להחמיר את בעיית השימור. קביעה זו של בית המשפט המחוזי הנכבד היא קביעה עובדתית מובהקת, המבוססת על הראיות שהוצגו בפניו (ועל העדרן של ראיות חיוניות אחרות), ולא מצאתי מקום להתערב בה. במיוחד עומדת לרועץ, גם בהקשר זה, העובדה כי לא הוצגו בפני בית המשפט קמא פרוטוקולים מפורטים מ"זמן אמת" אשר בהם ניתן הסבר לפעולות החברה ונושאי המשרה בה, אשר יהיה בהם כדי לבסס את טענות המערערים. כפי שציין בית המשפט המחוזי הנכבד, חסר זה הוא חסר מהותי, והגם שניתן היה להוכיח את הטענות גם על בסיס ראיות אחרות, הרי שבמקרה דנן קבע בית המשפט קמא כי במשקלן של אלה – לא היה די כדי להרים את הנטל שהוטל על המערערים. על כן, דיין טענות המערערים בהקשר זה להידחות.

הנזק שנגרם לחברי הקבוצה

הנטל להוכחת הנזק

87. מצב העניינים הרגיל הוא בכך שעל מבקש הסעד הנזיקי בדיני הרשלנות, להציג ראיות להתקיימותן של כל רכיבי העוולה הנזיקית, לרבות רכיב הנזק. לכלל זה קיימים כמובן חריגים בחוק החרות, דוגמת סעיפים 38-41 לפקודת הנזיקין, אולם במרבית המקרים שאלת קיומו של נזק – תוטל לפתחו של התובע. יחד עם זאת, שונים הם פני הדברים במקרה דנן. לעמדתי, בית המשפט המחוזי הנכבד צדק כאשר קבע שדי בעובדה כי הוכח שהמערערים לא עשו די כדי להוציא את החברה מרשימת השימור, כדי להעביר את נטל ההוכחה אל כתפי המערערים הנ"ל גם בכל הנוגע לנטל ההוכחה לאי-קיומו של נזק. זאת, שכן מעבר של מניות להיסחר ברשימת השימור עלול להשפיע לרעה על מחירן, ומכאן ש"הנטל הוא על מי שטוען אחרת, להוכיח כי במקרה דנן לא הושפע מחיר המנייה מהמעבר הזה" (פיסקה 148 לפסק הדין; וראו גם דברי השופט ח' כבוב בעניין ת"א (ת"א) 18327-12-11 כמיפל בע"מ נ' ניאופרם השקעות 1966 בע"מ, בעמ' 21 (30.04.2013): "נדמה כי לא יכולה להיות מחלוקת שמעבר לרשימת השימור מפחית משמעותית את שווי המניות של החברה, שכן רמת הנזילות שלהן יורדת משמעותית"). כפי שצוין בפסק הדין, עמדה זו אף אושרה על-ידי המומחה מטעם המערערים ועל-ידי אורי וינקלר במסגרת עדותו (פיסקה 152 לפסק הדין).

88. זאת ועוד – אחרת. העובדה כי המערערים היו שרויים במצב של ניגוד עניינים (בהינתן קיומן של אינדיקציות ממשיות וסימני שאלה ביחס לאינטרסים סביב התנהלותם) במצב בו החברה היתה ברשימת השימור או קרוב לכך – עשויה בנסיבות

מסוימות (וחריוגות) להביא להעברת נטל הראייה להוכחת אי-קיומו של נזק אל כתפיהם (השוו: ע"א 3654/97 קרטין נ' עתרת ניירות ערך (2000) בע"מ, פ"ד נג(3) 385 (1999)). הטעם להעברת נטל הוכחת הנזק נובע, איפוא, מניגוד העניינים הלכאורי העולה מפעולות המערערים. תימוכין לגישה זו ניתן למצוא, למשל, בפסק הדין בעניין קיטאל (שעסק בנטל הראייה המוטל על בעל השליטה להראות את הוגנות הערכת השווי שהוצעה לניצע במסגרת הצעת רכש מלאה), שם נפסק, בין היתר, כדלקמן:

"... הנטל להוכיח שהתמורה עבור המניות בהצעת הרכש היתה בלתי הוגנת, מוטל לפתחו של מבקש הסעד. עם זאת, נטל זה עשוי להתהפך ולעבור לכתפי המציע בהתקיים אחד ממקרים אלו:

הראשון, כאשר הגיש מבקש הסעד הערכת שווי בהתאם לשיטת DCF המוכיחה כי שווי התמורה שהוצעה נפל משוויין האמיתי של המניות, יתהפך נטל ההוכחה ויוטל לפתחו של המציע. המציע יעמוד בנטל אם יוכיח כי בנסיבות המקרה קיימת אינדיקציה משמעותית כי השווי שניתן היה הוגן, או אם הערכת שווי בהתאם לשיטת DCF מטעמו תוכיח זאת. השני, כאשר עלה בידי מבקש הסעד להניח תשתית ראייתית לכאורית המקימה חשד ממשי בדבר פגמים בפרוצדורת הצעת הרכש - כגון הטעייה, מניפולציה, קנוניה או ניגוד עניינים - יעבור הנטל לבעל השליטה להפריך חשדות אלו ולהוכיח באמצעות הערכת שווי בהתאם לשיטת ה-DCF, כי התמורה ששילם היתה הוגנת.

על פי המקרה השלישי, עשוי הנטל לעבור כאשר הוכיח מבקש הסעד כי הצעת הרכש התקבלה לאחר שבמניין קולות הניצעים שנענו לה הובאו קולותיהם של בעלי מניות במציע או מטעמו, לרבות קרוביהם או תאגידים שבשליטתם" (ראו: עניין קיטאל, בפיסקה 71; וכן: ע"א 10406/06 עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ, פסקאות 72-74 לפסק דינו של השופט י' דנציגר (28.12.2009) (להלן: עניין עצמון)).

89. לשיטתי, מסקנה זו היא בעלת משמעות לגבי ההליך דנן, שכן לדידי, כפות המאזניים ביחס לשאלת שווי המניות במועד שבו הוצעה הצעת הרכש השנייה על רקע עסקאות הרכש האחרות שהחברה ביצעה, הן מעוינות. למעשה, כפי שיובהר, המסקנה כי נטל ההוכחה רובץ על כתפי המערערים, מכריעה איפוא את הכף לחובתם.

90. כפי שפורט לעיל, בית המשפט המחוזי קבע כי העברת ניירות הערך של החברה למסחר ברשימת השימור, הביאה לפגיעה בערכן של מניות החברה בשני אופנים:

(א) פגיעה בסחירות המניות, שכן המסחר בהן איננו מתקיים בשלב המסחר הרציף;

ב) החשש מפני מחיקת המניות מהמסחר בבורסה לחלוטין, כאשר בתום השנה הראשונה התעצם הקושי להחזרת המסחר ברשימה הראשית, נתון זה צמצם את כושר המיקוח של בעלי-מניות המיעוט בעת הגשת הצעת הרכש השנייה.

אעמוד להלן על המבחנים השונים לבחינת קיומו של נזק בנסיבות העניין שלפנינו.

שיטת בחינת קיומו של נזק

91. כאמור, המערערים טוענים כי בית המשפט המחוזי הנכבד שגה עת לא עשה שימוש בשיטת ה-DCF לשם הערכת שווי המנייה ובחינת שווי זה אל מול מחיר המנייה ששולם לבעלי מניות המיעוט במסגרת הצעת הרכש השנייה. המערערים סבורים כי שימוש בשיטה זו, אשר היא דרך המלך להערכת שווי המנייה במקרים דוגמת המקרה דנן, מוביל למסקנה כי מחיר המנייה בהצעת הרכש השנייה היה גבוה יותר משווייה, ומשכך כלל לא נגרם נזק לבעלי מניות המיעוט.

92. שיטת ה-DCF היא שיטה להערכה של שווי חברות, המקובלת ונהוגה בשיטות משפט שונות (ראו לעניין זה: עניין קיטאל בפסקה 65 לפסק דינו של השופט י' דנציגר (28.08.2012)). בהתאם לשיטת זו, שווי החברה מוערך, לפי העקרונות המקובלים בתורת המימון, על-פי תזרים המזומנים המהוון של נכסיה הנוכחיים ושל הזדמנויות ההשקעה העתידיות שלה (ראו בהרחבה: עניין עצמון, בפסקאות 57-64 לפסק דינו של השופט י' דנציגר (28.12.2009)).

93. השימוש בשיטת ה-DCF בתביעות שעניינן סעד הערכה לפי סעיף 338 לחוק החברות נקבע זה מכבר, ברוב דעות, בפסק הדין בעניין קיטאל. דעת הרוב, מפי השופט י' דנציגר, שאליה הצטרפו השופטים (כתוארם אז) א' דובינשטיין, ט' ג'ובראן ו-א' חיות, גרסה כי שיטה זו תשמש שיטת ההערכה הבסיסית שתופעל במרבית המקרים בהם מבקשים בעלי מניות המיעוט בחברה "סעד הערכה" עובר לבחינתם הצעת רכש מאת בעל השליטה, וזאת בכפוף לחריגים (ראו האמור בעניין קיטאל, פסקאות 68-70).

94. מנגד, דעת המיעוט (המשנה לנשיא (בדימ') א' ריבלין והשופטת ע' ארבל) אחזה בעמדה כי ככלל יש להעדיף לחשב את שווי ההוגן של המנייה בהקשר של סעד הערכה לפי שווי השוק (ראו, לדוגמה, עניין קיטאל, בפסקה 24 לפסק דינו של המשנה לנשיא (בדימ') א' ריבלין)). באותה פרשה הבעתי את העמדה כי ניתן לנקוט דרך ביניים, לפיה יש לשקול את כלל השיקולים הרלבנטיים לשווייה של מנייה, לרבות: שווי השוק, בחינת

תזרים המזומנים המהוונים של החברה, וכן גישות נוספות דוגמת גישת עלות השחלוף הנוכחית (Cost Approach) (ראו: עניין קיטאל, פסקה 10 לחוות דעת).

95. יישום האמור בפסק הדין בעניין קיטאל לענייננו, מגלה כי שיטת ה-DCF, היא שיטה צופה פני עתיד, שכן ייעודה הוא לנסות ולהעריך את שוויה העתידי של החברה ולגלם את תזרימיה העתידיים בזמן נתון, והיא מוקשית לעניין פסיקת פיצויים נזיקיים, הבוחנים את הפגיעה שנגרמה לניזוק בעבר, לעומת המצב העכשווי. בהקשר לכך מקובלות עליו מסקנותיו של בית המשפט המחוזי כי בנסיבות העניין דנן – המחיר שהתקבל במסגרת הצעת הרכש השנייה משקף את "סוף דרכה" של המנייה ברשימת השימור, קרי נקודת מחיר המשקפת את ירידת שווי המנייה כתוצאה מהמסחר ברשימת השימור לאורך תקופה של כ-14 חודשים ומהסכנה למעבר לשנת מסחר שנייה במסגרתה (ראו: פסקאות 156 ו-160 לפסק הדין).

96. שיטות ההערכה אחרות (דוגמת האפשרות לבחון את שווי מניית החברה באמצעות ערכה ערב כניסתה לרשימת השימור, או חישוב מחיר המנייה בנטרול השפעת הכניסה לרשימת השימור), נשללו על-ידי בית המשפט המחוזי הנכבד ונזנחו, כך נדמה, בידי הצדדים במסגרת הערעור שלפנינו. מכאן שאנו נותרים עם שיטת הערכת נזק המבוססת על עסקאות "אמת" שבוצעו במניות החברה לשם הערכת השלכות המעבר למסחר ברשימת השימור ולמסחר במסגרתה לאורך התקופה. בהקשר זה מקובלות עליו מסקנות בית המשפט המחוזי הנכבד, אשר ציין כי שיטה זו היא המתאימה ביותר בנסיבות לבחינת הערכת הנזק. על כן, בית המשפט המחוזי העדיף לבסס את הערכת הנזק על אותן עסקאות אשר בוצעו על ידי צדדים "מתוחכמים", כלומר, ניצעים אשר יש להם ידע וניסיון שאיפשר להם להעריך בצורה נאותה את כדאיות העסקה, וכפועל יוצא מכך, נתן לבית המשפט את הכוח לגזור את הערכת שווי מניות המיעוט באותה העת.

אפנה איפוא עתה לבירור אופן הערכת הנזק בהתאם לעסקאות ה"אמת" שביצעה החברה.

הערכת הנזק על ידי עסקאות "אמת"

97. בהקשר לבחינת מחירה ההוגן של המנייה לנוכח עסקאות אמת שבוצעו עם "ניצעים מתוחכמים", נטען על-ידי המערערים כי בית המשפט המחוזי הנכבד שגה עת יחס משקל מכריע למחיר המנייה שנקבע במסגרת עסקת קיטאל, תוך מתן משקל נמוך לעסקאות ברק קפיטל ואלומות ותוך התעלמות מוחלטת מעסקאות נוספות אשר נערכו

באותה התקופה מחוץ לבורסה. לטענתם, מתן משקל הולם לעסקאות אלה מוביל באופן מובהק למסקנה לפיה שווי מניית החברה לכל אורך התקופה בה שהתה ברשימת השימור הוא שווה או נמוך למחיר המנייה שנקבע במסגרת הצעת הרכש השנייה.

98. כזכור, לצד שלוש העסקאות (עסקאות קיסרי, ברק קפיטל ואלומות) שנבחנו בידי בית המשפט ככאלה שניתן ללמוד מהן על הגינותה של הצעת הרכש – בוצעו על-ידי בעלי השליטה עסקאות נוספות, מחוץ לבורסה, במהלך שנת 2011. לפיכך, המערערים סבורים כי בית המשפט המחוזי הנכבד שגה בכך שהתעלם מעסקאות נוספות שבוצעו – עסקת יוני 2011, במסגרתה נמכרו 61,000 ממניות החברה בעסקה שנערכה בין שני צדדים שלישיים לא ידועים במחיר של 2.027 ש"ח למנייה; ושתי עסקאות בחודש אוקטובר 2011, במסגרתה רכשה אומים כ-52,000 ממניות החברה מצדדים שלישיים במחיר הנע בין 2.00 ל-2.15 ש"ח למנייה. יוער, כי כעולה מלוח 28 לחוות דעתו של פרופ' עדן (מוצג 10 למוצגי המערערים), בחודש אוקטובר 2011 בוצעו עוד שתי עסקאות במניות החברה מחוץ לבורסה, בהיקף מזערי של עשרות מניות בכל עסקה.

בהקשר לכך ייאמר תחילה כי אין ממש בטענת גולדשטיין לפיה אין רלבנטיות לעסקת יוני 2011 בשל העובדה שהיא בוצעה למעלה מששה חודשים בטרם הצעת הרכש השנייה. טענה זו מבקשת להתבסס על האמור בעניין עצמון, לפיו: "ככל שעובר זמן רב יותר ממועד השלמת העסקה ועד להגשת הצעת הרכש, אינדיקטיביות התמורה ששולמה בעסקה נחלשת ומתעורר הצורך להוכיח כי לא חלו שינויים מהותיים בשווייה של החברה עד להגשת הצעת הרכש" (פיסקה 68 לפסק דינו של השופט י' דנציגר). דא עקא, קביעה זו קושרת בין עסקה במניית החברה לבין שוויה ההוגן במסגרת הצעת רכש. במקרה דנן, עלינו לבחון את הקשר שבין העסקאות שנעשו לבין כניסתה של המנייה לרשימת השימור והמסחר בה במסגרת רשימה זו.

לא מצאתי כי יש במועד ביצוע עסקת יוני 2011, כחודשיים לפני עסקת קיסרי, כדי לשלול את האפשרות להתבסס גם על עסקה זו במסגרת הערכת הנזק שנגרם לקבוצה.

99. חרף האמור לעיל, והגם שיתכן והיה על בית המשפט קמא להבהיר סוגיה זו "ברחל בתך הקטנה" במסגרת פסק הדין, אינני סבור כי היה על בית המשפט קמא להתחשב בעסקאות יוני ואוקטובר 2011. זאת, שכן מהנתונים שהוצגו בפני בית המשפט המחוזי הנכבד לא ניתן ללמוד אם אכן מדובר במשקיעים "מתוחכמים", אם לאו. אמנם, מדובר בעסקאות אשר נעשו מחוץ לבורסה, עובדה אשר עשויה להצביע על רמת תחכום כלשהי מצד הצדדים לעסקה. מנגד, זהות הצדדים לעסקה (ולמצער זהות המוכר, בכל הנוגע לעסקת אוקטובר 2011) – לא ידועה לנו, הגם שהיה באפשרותם של המערערים

לבררה, או לכל הפחות להוסיף פרטים נוספים בנוגע לכל העסקאות הללו, או מקצתן, אשר היה בהם כדי להוכיח כי אכן מדובר במשקיעים "מתוחכמים". כמות המניות שבהן בוצעו עסקאות אלה איננה גדולה במיוחד, כך שבהעדר אינדיקציה נוספת ל-"תחכום" המשקיע, אינני סבור כי ניתן להגדירם ככאלה. בכך שונות עסקאות אלה מעסקת ברק קפיטל, אשר אף היא בוצעה בכמות מניות דומה. על כן, בהעדר נתונים נוספים בנוגע לעסקאות אלה – בדין התעלם בית המשפט קמא מהן. בהערה מוסגרת אציין, ומבלי לקבוע מסמרות, כי שאלת מעמדם של גופים מוסדיים כשחקנים מתוחכמים בשווקים הפיננסיים איננה חפה מספיקות, ובספרות הועלו סימני שאלה באשר לאפשרות לראות בפעולות של שחקנים מעין אלה, משום מי שמקיימים את "חזקת הניצע המתוחכם" (לפיה קיבול המחיר בהצעת הרכש על ידי ניצע מתוחכם מהווה חזקה לכך שהמחיר משקף שווי הוגן – ראו: עידו באום וכוכב גילר "חזקת הניצע המתוחכם" משפטים מ"ז 637 (2018)).

100. אשר לטענה העיקרית של המערערים, שלפיה אין לייחס משקל ממשי למחיר המנייה ששולם בעסקת קיסרי וזאת בשל מאפייניה החריגים, הבאים לידי ביטוי הן בכמות המניות שנרכשו במסגרתה (כ-5% מסך המניות של החברה) והן בהתנהלותה ה"סחטנית" הנטענת של משפחת קיסרי, כפי שבאה לידי ביטוי בסירובה לאשר הצעות אשר הובאו לאישור בעלי המניות וכן בפסק דין שניתן בעניינה של משפחת קיסרי בנוגע להשקעתה בחברה ציבורית אחרת. נסיבות אלו, כך אליבא דמערערים, מובילים למסקנה כי אין לראות בעסקת קיסרי משום עסקה רגילה בין מוכר מרצון לבין רוכש מרצון, כי אם עסקה חריגה, שנועדה לסלק גורם מפריע בהתנהלות החברה – באמצעות תשלום פרמיה גבוהה מעל מחירה ההוגן של המנייה.

בית המשפט המחוזי הנכבד דחה את טענות המערערים בנושא זה, וציין כי לא עלה בידיהם להוכיח כי המחיר שבו בוצעה עסקת קיסרי נבע מסחטנות. בהקשר זה ציין בית המשפט המחוזי הנכבד כי היה באפשרותם של המערערים לפנות לבית המשפט ולבקש לקבוע כי משפחת קיסרי היא "בעלת ענין שלילי" ושבשל כך אין למנות את קולותיה באסיפה הכללית במסגרת הצבעות אלה. כן קיבל בית המשפט קמא את טענת גולדשטיין לפיה כדי להוכיח את טענת הסחטנות – היה על המערערים לזמן את משפחת קיסרי לעדות, וזאת הם לא עשו. טענות המערערים בהקשר זה מופנות, אם כן, לקביעות עובדתיות של בית המשפט קמא, ואיני סבור כי המערערים הצביעו על עילה, אשר תצדיק את התערבותו של בית משפט זה בקביעות אלה. אשר על כן, בדין ראה בית המשפט קמא בעסקת קיסרי כעסקה עם משקיע "מתוחכם", אשר יש להתייחס אליה במסגרת הערכת הנזק לחברי הקבוצה המיוצגת.

101. יחד עם זאת, לא שוכנעתי כי המחיר שהשתקף במסגרת עסקאות ברק קפיטל ואלומות, הוא נמוך בהכרח משווי מניות החברה בתנאי שוק רגילים. סוף סוף, אף בית המשפט המחוזי מצא כי: "יש לייחס משמעות רבה למחירי המניות במסגרת כל שלוש העסקאות הללו", ובניגוד לעמדת בית המשפט המחוזי הנכבד, אינני סבור כי הוכח ש"העמקת השהיה" והקירבה למועד המחיקה מהמרשם – אכן השפיעו על מחירי המניה בנסיבות העניין, דבר שמסביר את הפער שבין עסקאות ברק קפיטל ואלומות, לבין העסקה עם משפחת קיסרי. בהקשר זה אציין את חוות דעת פרופ' עדן (שנדחתה בידי בית המשפט המחוזי), אשר הצביעה על כך שמניות החברה היו דלות סחירות לאורך שנים רבות לפני כניסת החברה לרשימת השימור, וכי מעולם ערכן לא הגיע למחיר שבו בוצעה עסקת קיסרי. חוות דעת זו, והעובדה כי עסקאות ברק קפיטל ואלומות שיקפו את המחיר בו נמכרו המניות במסגרת הצעת הרכש השנייה – מצביעות על כך שיש ערך ראייתי לתמורה שניתנה בעסקאות ברק קפיטל ואלומות.

102. הנתונים הנ"ל מוליכים אל התוצאה כי קיים "שיווי משקל" בתיק בכל הנוגע להוכחת קיומו של נזק בנסיבות העניין. יחד עם זאת, כפי שציינתי לעיל, מכיוון שמצאתי כי נטל ההוכחה בנסיבות העניין היה מוטל על המערערים, הרי שיש לזקוף נתון זה לחובתם, כיוון שלא עלה בידם להעביר את נטל ההוכחה בכל הנוגע לגובה הנזק למשיב.

הוכחת קיומו של קשר סיבתי בין הנזק לבין התנהלות המערערים

103. אשר לשאלת קיומו של קשר סיבתי – המערערים טוענים כי במסגרת פסק הדין לא נבחן קיומו של קשר סיבתי בין פעולותיהם (או מחדליהם) לבין הנזק, אלא שבית המשפט יצא מתוך נקודת הנחה לפיה אילו המערערים לא היו מבצעים את הרכישות העצמיות בשנת 2008 והיו פועלים למכירת מניות האוצר, הדבר היה מוביל לעמידת החברה בכללי השימור. המערערים סבורים כי הנחה זו לא הוכחה, וכי בנוסף לכך לא הוכח כי המערערים היו יכולים לצפות כי פעולותיהם אלו יגרמו להעברת החברה לרשימת השימור. מנגד, גולדשטיין סומך על קביעות בית המשפט המחוזי ומציין כי אלה התבססו על בחינת הנסיבות העובדתיות של המקרה.

104. בעניין זה איני סבור כי בית המשפט המחוזי הנכבד שגה בקובעו כי קיים קשר סיבתי בין התנהלות המערערים לבין הנזק שנגרם לחברי הקבוצה המיוצגת. עיון בפסק הדין מעלה כי בית המשפט המחוזי הנכבד ייחס פרק שלם לבחינת ההשלכות של מעבר המנייה למסחר ברשימת השימור ולמסחר הנמשך במסגרת רשימה זו על שווי המנייה (פיסקאות 148-157 לפסק הדין), ואף התייחס מפורשות למודעותו של אורי וינקלר להשפעה זו, למצער בכל הנוגע להמשך המסחר ברשימה (פיסקה 152 לפסק הדין). בשם לב לכך, בית המשפט המחוזי הנכבד מצא לנכון לקבוע כי הנטל להוכיח כי לא היה קשר בין הפרת החובות על ידי נושאי המשרה ובעלי השליטה לבין הנזק – היה מוטל על המערערים (פיסקה 148). קביעה זו מקובלת עליי בנסיבות העניין, בהן, בין היתר, ההחלטות בדבר הרכישה העצמית בוצעו מבלי שנערך תיעוד מסודר של הדיון בחברה בעניינן ובנוגע לאפשרויות השונות, אשר עמדו בפני החברה לשם פתרון בעיית השימור. אמנם, אין ודאות כי התנהלות אחרת מצד נושאי המשרה ובעלי השליטה הייתה מובילה לעמידה בכללי השימור ולהמשך המסחר במנייה במסגרת הרשימה ראשית, אך בנסיבות המקרה דנן, ניתן לקבוע כי הוכח קשר סיבתי בהתאם למאזן ההסתברויות, וכי לא עלה בידי המערערים לשלול את קיומו.

סיכום

105. נוכח כל האמור לעיל, אם תשמע דעתי, נקבע כי הוכח כי מעשיהם ומחדליהם של המערערים כולם גרמו לנזק לבעלי מניות המיעוט, תוך הפרת חובת הזהירות הקבועה בסעיפים 252-253 לחוק החברות, וממילא התוצאה היא כי דין הערעור להידחות.

נוכח האמור, עיכוב הביצוע החלקי שנקבע – מבוטל בזאת. סכום הפיצוי לחברי הקבוצה המיוצגת (בניכוי הגמול למשיב ושכר הטרחה לבאי-כוחו, ככל שכבר שולמו), המוחזקים בנאמנות בהתאם להחלטת בית המשפט מתאריך 03.05.2016, יועברו לחברי הקבוצה, כל אחד על-פי חלקו היחסי, בהתאם לאמור בפסקאות 205-209, לפסק הדין.

המשנה לנשיאה (בדימ')

השופטת ד' ברק-ארז:

1. האם היה מקום לקבל תובענה ייצוגית שהוגשה בשמם של בעלי מניות מיעוט נגד דירקטורים ובעלי שליטה בחברה בטענה שאלו הפרו חובות שהיו מוטלות עליהם?



זו הייתה השאלה העיקרית שניצבה במרכז ההליך שבפנינו. בית המשפט המחוזי השיב על השאלה בחיוב, וכך עושים גם אנו.

2. אקדים ואציין כי אני מסכימה לתוצאה שאליה הגיע חברי המשנה לנשיאה (בדימ') ח' מלצר, הסבור כי יש לדחות את הערעור שהוגש על פסק דינו של בית המשפט המחוזי. עם זאת, חברי פרס יריעה רחבה, ואני סבורה שדי ביריעה צרה יותר לצורך דחיית הערעור. אשר על כן, אתמקד בעיקרי הקביעות שעליהן אני מבססת את פסיקתי.

3. בעיקרו של דבר, האירוע שעליו מלינים בעלי מניות המיעוט, שבשםם הוגשה התובענה הייצוגית, הוא הכנסתה של החברה ל"רשימת השימור" באופן שהגביל את הסחירות במניותיה בבורסה לניירות ערך. אירוע מסוג זה הוא בעל השפעה על שווי המניות, מאחר שהוא מקשה על הסחר במניות החברה ואף יוצר סכנה מוחשית למחיקה אפשרית שלה מהמסחר. בהקשר זה, מקובלת עלי קביעתו של בית המשפט המחוזי לפיה השלכות המעבר למסחר ברשימת השימור הן בעלות השפעה מיוחדת על בעלי מניות מיעוט וגוררות סיכון גדול יותר מבחינתם בהשוואה לזה הנשקף לבעלי מניות הרוב, שמצדם אף עשויים, לעתים, להפיק תועלת מהמהלך. בהקשר זה, מקובלת עלי אף הקביעה כי קיומו של מערך אינטרסים שונה בין בעלי מניות הרוב לבין בעלי מניות המיעוט מעורר חשש, ולו עקיף, להימצאות במצב של ניגוד עניינים.

4. באופן כללי, וכפי שציין בית המשפט המחוזי, אירוע מסוג זה – של הכנסת מניותיה של חברה לרשימת השימור – עשוי להתרחש בשל מכלול נסיבות שאין בהכרח לראות את הדירקטורים ובעלי השליטה כאחראים להן. אולם, לעתים, וכך נטען שהיה אף במקרה דנן, הללו עשויים להיות אחראים ולו חלקית לתוצאה – בשל מעורבותם במעשים או במחדלים שננקטו טרם הכנסתה של החברה לרשימת השימור, ואף לאחר מכן ככל שאלו נגעו ליכולתה לשוב ולהיסחר ברשימה הראשית של הבורסה. האם המקרה דנן נופל בגדר המצבים הללו?

5. על מנת להשיב על שאלה זו נדרשת הבחנה – לפחות בשלב הראשוני – בין מי שהם נושאי משרה בחברה למי שהם בעלי מניות שליטה. זאת, בתוקף ההבחנה בין היקף האחריות המוטלת על הנמנים עם שתי קבוצות אלה, כמו גם הכוחות השונים המסורים להם, ולו במידת מה. במקרה דנן, קבוצת הנתבעים אינה עשויה עור אחד. המערערים 5-8 הם דירקטורים בלבד. המערערים 3-4 הם דירקטורים ובעלי מניות שליטה. המערערת 2 היא חברה המחזיקה במניות שליטה. כמפורט בחוות דעתו של חברי המשנה לנשיאה (בדימ'), פסק דינו של בית המשפט המחוזי לא חידד את ההבחנה בין הקבוצות, ובמידה

רבה התמקד בחיובם של המערערים 3-8 כדירקטורים. להשלמת התמונה, יצוין כי המערערת 1 היא החברה עצמה, וביחס אליה לא הוברר עד תום מהי עילת התביעה כנגדה. לצד זאת, כפי שציין חברי המשנה לנשיאה (בדימ'), מעת שטענות הצדדים בערעור לא עסקו בהיבט זה, ובהתחשב במבנה הבעלות הנוכחי של החברה, איני מוצאת להרחיב בכך. אמשיך אפוא לבחון את אחריותם של המערערים האחרים, תוך התייחסות להבחנות הנדרשות ביניהם.

6. ככל שמדובר בדירקטורים, הדיון התמקד בטענות לרשלנות. בהקשר זה, יש להידרש למספר שאלות משנה: ראשית, האם מוטלת על הדירקטורים חובת זהירות כלפי בעלי מניות בחברה, במקרה דנן בעלי מניות המיעוט, בהקשר לכניסת החברה לרשימת השימור? שנית, ככל שכן, האם עומדת להם במקרה דנן הגנה המבוססת על כלל שיקול הדעת העסקי? שלישית, בהנחה שהגנה זו אינה עומדת להם, מהו הסטנדרט שעל-פיו יש לבחון את פעולותיהם והאם אלו אכן הרימו את הנטל הדרוש בנסיבות העניין? לבסוף, עולה שאלת קיומם של יתר היסודות הדרושים להוכחת עוולת הרשלנות, ובכלל זאת קיומו של נזק שנגרם לבעלי מניות המיעוט.

7. ככל שמדובר בבעלי השליטה, מתעוררת השאלה האם אף הם הפרו את חובותיהם, באופן שמקנה זכות לסעד ישיר נגדם? בהקשר זה, רלוונטית לדיון עילת הקיפוח שנכללה אף היא בהחלטה על אישור התובענה הייצוגית.

8. אדון אם כן בסוגיות האמורות כסדרן.

אחריותם של חברי הדירקטוריון

א. שאלה ראשונה: עילת התביעה של בעלי המניות כנגד נושאי משרה

9. מעת לעת מתעוררת השאלה האם בעלי מניות הטוענים לכך שנפגעו הם אכן בעלי זכות תביעה אישית, להבדיל מאשר זכות תביעה "נגזרת" מזו של החברה. כידוע, על דרך הכלל, חוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: חוק החברות או החוק) מטיל על נושאי המשרה חובות כלפי החברה ככזו, ולא כלפי בעלי המניות – בין חובת זהירות (סעיף 252 לחוק) ובין חובת אמונים (סעיף 254 לחוק). בהתאם לכך, ברגיל, הפרה של חובות אלה תצמיח עילה לתביעה נגזרת ולא לתביעה אישית. עם זאת, וכפי שציין חברי המשנה לנשיאה (בדימ'), אין בכך כדי לשלול את האפשרות להכיר בחובות שחלות אף במישור שבין נושא המשרה ובעלי מניות מסוימים, בהתקיים נסיבות מיוחדות המצדיקות

זאת ובזהירות המתחייבת. בהתאמה, חוק החברות אף מורה במפורש כי אין בחובות שהוא משית כדי לשלול חובות אחרות (ראו גם: סעיפים 252(ב) ו-254(ב) לחוק החברות).

10. לכאורה, אחד המצבים שבהם יש מקום להגשת תביעה על-ידי בעלי מניות מכוח עצמם, להבדיל מאשר בדרך של תביעה נגזרת, הוא כאשר הפגיעה שהם טוענים לה היא פגיעה ייחודית ולא סימטרית הנוגעת לחלק מבעלי המניות, ושונה מהפגיעה שסבלה החברה. אלה הם פני הדברים במובהק כאשר קיימת פגיעה ייחודית בבעלי מניות מייעוט בהשוואה לבעלי מניות הרוב (ראו והשוו: ע"א 741/01 קוט נ' עיזבון ישעיהו איתן ז"ל, פ"ד נז(4) 171, 181-184 (2003); ע"א 2718/09 "גדיש" קרנות גמולים בע"מ נ' אלטינט בע"מ, פסקה 49 לפסק דינה של הנשיאה (בדימ') ד' ביניש (28.5.2012) (להלן: עניין אלטינט)). ראו גם: ת"צ (מחוזי ת"א) 11-01-26809 כהנא נ' מכתשים אגן תעשיות בע"מ, פסקה ג' (15.5.2011) (להלן: עניין מכתשים אגן)).

11. יש לציין כי לאורך השנים הכירה הפסיקה באפשרות של הגשת תביעה מכוח עילה של בעלי המניות עצמם כנגד הדירקטורים, תוך התייחסות ל"כותרות" שונות של עילות תביעה – הפרה של חובת הזהירות, הפרה של חובת אמונים, או בפשטות קיפוח, כמו בעניין אלטינט. בהקשר הנוכחי, מנקודת מבטי, יותר משחשובה ה"כותרת" – יש מקום לבחון האם התביעה הוגשה בנסיבות שבהן נגרם נזק ייחודי ולא סימטרי לבעלי מניות מסוימים. כאלה היו נסיבות המקרה שבפנינו. כאמור לעיל, נקודת המוצא לענייננו היא כי הכנסתה של החברה לרשימת השימור היא בעלת השפעה מיוחדת על בעלי מניות המיעוט, וכי יש בדבר להרע את מצבם בהשוואה לבעלי מניות הרוב. במובן זה, זהו אחד מאותם מצבים שבהם לא ניתן להניח כי טובת החברה שקולה לטובתם של בעלי מניותיה. החלטות הפוגעות באופן לא סימטרי בבעלי מניות מיעוט הן ההחלטות שנמצאות בראש סדר ההצדקה להטלת אחריות על דירקטורים. במקרה דנן, יש בדברים כדי להקים ציפייה מצד בעלי מניות המיעוט לכך שחברי הדירקטוריון ישקדו באופן סביר על מנת למנוע את כניסתה של החברה לרשימת השימור, וככל שהדבר כבר ארע, יפעלו להחזרתה לרשימה העיקרית של הבורסה. לא למותר לציין, כי הדיון בבית המשפט המחוזי התמקד ברובו בהפרתה של חובת הזהירות. אולם, כפי שאראה בהמשך, ייתכן שאפשר היה להוסיף על כך במקרה דנן אף הפרה של חובת אמונים. עם זאת, לא נדרשת בשלב זה קביעת מסמרות החלטית בעניין זה.

12. על האמור יש להוסיף, כפי שציין חברי המשנה לנשיאה (בדימ'), כי בנסיבות העניין יש לתת משקל אף לעובדה, שהלכה למעשה, אפשרות הגשתה של תביעה נגזרת

אינה עומדת בפני בעלי מניות מיעוט שמניותיהם נרכשו במסגרת הצעת הרכש, כך שממילא אין בה כדי להועיל להם.

ב. השאלה השנייה: דחיית תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי

13. כלל שיקול הדעת העסקי נועד למנוע התערבות יתר בהחלטותיהם של דירקטורים, תוך גלישה לעבר "חוכמה שלאחר מעשה" (ראו והשוו: ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ, פסקאות 68-71 לפסק דינו של השופט י' עמית (28.12.2016) (להלן: עניין ורדניקוב)). אולם, זהו שטר ששוברו בצדו. על מנת שכלל זה ישמש לדירקטורים חומת מגן – יש לבחון שהתקיימו התנאים הבסיסיים לתחולתו. כידוע, תנאי בלעדיו אין לתחולת כלל שיקול הדעת העסקי הוא שההחלטות הנבחנות היו החלטות "מיודעות", דהיינו החלטות שהתבססו על תשתית עובדתית נאותה שנדונה לגופה. זאת ועוד, על ההחלטות להתקבל בתום לב ושלא מתוך ניגוד עניינים (ראו: עניין ורדניקוב, בפסקה 69 לפסק דינו של השופט עמית; כן ראו: רות רונן ושיר אשכול "כלל שיקול הדעת העסקי והדרישה לקבל החלטה 'מיודעת'" משפטים 583 (2018) (להלן: רונן ואשכול); עופר גרוסקופף ויפעת נפתלי בן ציון "תפשת מרובה לא תפשת, האומנם?" על נורמות התנהגות, מנגנונים פרוצדורליים וביקורת שיפוטית בדיני התאגידים" 90 דנציגר 138, 164-162 (לימור זר-גוטמן ועידו באום עורכים, 2019)). משמעות הדברים היא כי רק החלטה שהתקבלה תוך עמידה בשלושת התנאים האמורים תהנה "מחזקת התקינות" שמקנה כלל שיקול הדעת העסקי.

14. במקרה דנן, הגנתו של כלל שיקול הדעת העסקי קורסת כבר מן הטעם שקבלת ההחלטות הייתה בלתי מיודעת. זאת, לכל הפחות ביחס לרכישות המניות העצמיות שבוצעו בתקופה הרלוונטית לענייננו. בהקשר זה, בית המשפט המחוזי קבע כי לא הוכח שהתקיים דיון כלשהו בדירקטוריון או בפורום אחר של החברה, שבו נבחנו ההשלכות האפשריות של פעולות מסוג זה על בעיית השימור אליה נקלעה החברה. לכך נוספת, כחיזוק, ולמעשה כטעם עצמאי לאי-תחולתו של הכלל, העובדה שהפסקת המסחר ברשימה הראשית והמעבר לרשימת השימור של הבורסה הייתה, כאמור, בעלת השפעה מיוחדת על בעלי מניות המיעוט, באופן שהטיל עליהם סיכון מוגבר ביחס לבעלי השליטה בחברה ואף מעורר חשש לקיפוח. מצב זה כרוך בניגוד עניינים מובנה אף אם, כהגדרתו של בית המשפט המחוזי, כזה שאינו ישיר.

15. במאמר מוסגר, יצוין כי העובדה ששלילת תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי במקרה זה מבוססת גם על היבטים המערבים ניגוד עניינים בפעילותם של הדירקטורים

עשויה להוביל למסקנה ש"מסגור" התביעה במסגרת של "הפרת חובת זהירות" בלבד עושה עם הדירקטורים חסד. על פני הדברים, כאשר נמסך אל תוך ההחלטות ניגוד עניינים, עשויות להתעורר שאלות הנוגעות גם לחובת האמונים שמוטלת על נושאי משרה. אני נמנעת מלהרחיב באשר לכך מאחר שטענה זו, אף שהועלתה בראשיתו של ההליך בבית המשפט המחוזי, לא הועלתה בהליך שבפנינו וממילא היא מחייבת הידרשות לשיקולים שונים (ראו והשוו: עניין ורדניקוב, בפסקה 97 לפסק דינו של השופט עמית).

ג. השאלה השלישית: הסטנדרט לבחינת פעילותם של הדירקטורים

16. משלא חל במקרה זה כלל שיקול הדעת העסקי, עובר הנטל לכתפי הדירקטורים להוכיח כי פעלו כנדרש, תוך שנפתח הצוהר לביקורת שיפוטית על תוכן ההחלטות העומדות לדיון. בנסיבות אלו, צפה ועולה השאלה מהו הסטנדרט שלפיו ייבחנו מעשיהם ומחדליהם של הדירקטורים. בהקשר זה, כפי שציין בית המשפט המחוזי, וכמפורט בחוות דעתו של חברי המשנה לנשיאה (בדימ'), מקובל כי סתירתו של כלל שיקול הדעת העסקי אינה מובילה בהכרח לתוצאה אחת ויחידה. במילים אחרות, היקפה וטיבה של הבחינה השיפוטית משתנים בהתאם לאופיו ולחומרתו של הפגם שהוביל לסתירתו של כלל שיקול הדעת העסקי. בחינה זו עשויה לנוע בסקאלה שבין רשלנות ועד – בקצה האחר שלה – החלתו של סטנדרט מחמיר מסוג של "הגינות מלאה" (ראו: עניין ורדניקוב, בפסקאות 67 ו-97; ע"א 4857/16 מנשה נ' יוז'ין אייר בע"מ, פסקה 30 (24.4.2018)).

17. במקרה דנן, בית המשפט המחוזי נמנע מלהכריע מהו הסטנדרט לפיו יש לבחון את התנהלות הדירקטורים. זאת, נוכח קביעתו כי אפילו היה זה הסטנדרט המקל (יחסית) של סבירות, הרי שאלו לא עמדו אף בו. בעשותו כן, ייחס בית המשפט המחוזי משקל לתהיות העולות נוכח הרכישות העצמיות שביצעה החברה, חרף תרומתן הצפויה להעמקת בעיית השימור שאליה נקלעה החברה. כך נקבע כי לא הוכח שפעולות אלה נועדו, כנטען, למנוע ירידת ערך של מניות החברה (באופן שבעקיפין יכול לסייע בפתרון בעיית השימור). יתרה מכך, נקבע כי רכישות אלו לא לוו בהליך סדור, מיודע ומתועד בגדרו נבחנו הסיכונים הכרוכים בכך תוך השוואתם לאלטרנטיבות אחרות. זאת ועוד, בית המשפט המחוזי קבע כי אף לא ננקטו פעולות פשוטות יחסית המתבקשות נוכח החובה לפעול באופן סביר על מנת למנוע את כניסת החברה לרשימת השימור, ובראשן צעדים לפיזור המניות. לא מצאתי כל עילה להתערב בקביעות עובדתיות אלה של בית המשפט המחוזי, ואף במסקנתו כי בנסיבות אלה לא עלה בידי הדירקטורים להוכיח כי שקדו באופן סביר על מנת למנוע את העברתה של החברה לרשימת השימור.

18. משהגעתי למסקנה האמורה, אף אני סבורה כי ההכרעה בשאלת טיב הסטנדרט לפיו יש לבחון את התנהלות המערערים אינה נדרשת בנסיבות העניין.

19. למעלה מן הצורך, מצאתי מקום להידרש, ולו בתמצית, לעמדתו של חברי המשנה לנשיאה (בדימ'), הגורס כי מקום שבו נסתר כלל שיקול הדעת העסקי של נושאי משרה, בנסיבות שבהן נטען להפרת חובת זהירות, יש להיצמד לבחינה המבוססת על סטנדרט של סבירות, ולא מעבר לכך. כשלעצמי, מקובלת עלי המסקנה כי ברגיל, מקום בו מדובר בהפרה "נזיקית" של חובת הזהירות בלבד, אין להחמיר מעבר לרף הסבירות המקובל בדיני הנזיקין. אולם, עשויים להיות מצבים שבהם ההפרה של חובת הזהירות מלווה במאפיינים של חריגה גם מחובת האמונים של הדירקטורים, למשל כאשר סתירתו של כלל שיקול הדעת העסקי קשורה בניגוד עניינים שנמצא בפעילותם (ראו גם: יורם דנציגר ועמרי רחום-טוויג "עלייתו של שיקול הדעת העסקי ונפילתה של חובת הזהירות של דירקטורים" 19 גרוס 23 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015)). על כן, לכאורה יש להבחין בין הטעמים שעמדו ביסוד סתירתו של כלל שיקול הדעת העסקי. כך, ככל שהפגם נעוץ בהיעדר קיומו של הליך נאות, כגון החלטה בלתי "מיודעת", יש הצדקה גדולה יותר להגביל את הביקורת לסבירות ההחלטה שהתקבלה. לצד זאת, במקרים שבהם מדובר בהחלטה הנגועה בניגוד עניינים ברור, באופן הקרוב יותר מבחינה מושגית להפרת אמונים, עשוי הדבר להצדיק בחינה מחמירה יותר (ראו: עניין ורדניקוב, בפסקאות 97-98 לפסק דינו של השופט עמית. כן ראו: רונן ואשכול, בעמ' 629).

#### T. עוללות

20. בנסיבות העניין, אינני מוצאת לנכון להרחיב בשאלות שהתעוררו באשר לנזק שנגרם לבעלי מניות המיעוט כתוצאה מן ההתנהלות המתוארת ולסוגיית אופן חישוב הפיצוי. בהקשר זה, בדומה לחברי המשנה לנשיאה (בדימ'), אציין בקצרה כי שוכנעתי שלא נפל פגם באופן הילוכו של בית המשפט המחוזי המצדיק התערבות בפסק דינו וכי הונח בסיס מספיק לסכום שנפסק.

#### אחריותם של בעלי השליטה

21. כאמור, הגם שהדיון התמקד בהפרת חובת זהירות מצד הדירקטורים, אני מוצאת להדגיש שהתרשמתי כי במקרה דנן הוכחה אף עילת תביעה כנגד המערערים 2-4, ככובעם כבעלי השליטה. כפי שצוין, מבחינה מעשית משמעות הדברים נוגעת בעיקרה למערערת 2, בשים לב לכך שממילא המערערים 3-4 שימשו בתקופה הרלוונטית

כדירקטורים ונושאים באחריות כאמור בכובעם זה. על רקע זה, אדרש לדברים בתמצית בלבד.

22. אכן, יש להעיר, כפי שטענו המערערים, כי פסק דינו של בית המשפט המחוזי לא כלל דיון מובחן דיו בסוגיית הקיפוח ובאחריותם של בעלי השליטה, להבדיל מאשר בשאלה של הפרת חובת הזהירות מצד חברי הדירקטוריון (שלא כמו בהחלטה לאישורה של התביעה כתביעה ייצוגית). בהקשר זה, כפי שכבר ציינתי, כשים לב לעובדה שבעלי שליטה ונושאי משרה חבים בחובות שונות, דומה כי היה מקום להפריד בצורה ברורה יותר את הדיון בשאלת אחריותם.

23. כאן המקום לעמוד בקצרה על העקרונות החלים על חובותיו של בעל מניות, ככזה, ובאופן קונקרטי בנסיבות שבהן הוא בעל שליטה בחברה. כידוע, בשונה מהוראותיו של חוק החברות ביחס לנושאי משרה, אין הוא מטיל חובת זהירות על בעל מניות, גם כאשר מדובר בבעל שליטה. השאלה האם יש מקום להכיר בחובה כזו מכוח הדין הכללי מעוררת קשיים רבים, ואין זה המקום לדון בה (ראו: ע"א 345/03 דייכרט נ' יורשי המנוח משה שמש ז"ל, פ"ד סב(2) 437, 555 (2007); עניין ורדניקוב, בפסקה 64 לפסק דינו של השופט עמית; ע"א 7657/17 ר"ח חן ברדיצ'ב בתפקידו כנאמן על הסדר הנושים של פויכטונגר תעשיות בע"מ נ' פויכטונגר, פסקאות 103-117 לפסק דינה של השופטת י' וילנר ופסקה 14 לפסק דיני (18.6.2020) (להלן: עניין ברדיצ'ב)). לצד זאת, על בעל מניות מוטלת החובה לנהוג בתום לב ובדרך מקובלת, הן כלפי החברה והן כלפי בעלי מניות אחרים, ועליו להימנע מלנצל לרעה את כוחו בחברה (ראו: סעיף 192(א) לחוק החברות). לכך נלוות החובה של כל בעל מניות להימנע מקיפוח של בעלי מניות אחרים (ראו: סעיף 192(ב) לחוק החברות), שהפרתה מהווה בסיס לתביעה לפי לסעיף 191 לחוק החברות. בהקשר זה הובהר בפסיקה כי "במסגרת הדיון בעולת הקיפוח, מוטל על בית המשפט לבחון אם נפגעו ציפיות לגיטימיות של בעלי המניות, כאשר השאלה מהי ציפייה לגיטימית עשויה לזכות לתשובות שונות על פי נסיבות המקרה ובהתאם לאופייה של החברה" (ראו: עניין אלסינט, בפסקה 26 לפסק דינה של הנשיאה (בדימ') ביניש).

24. עוד יש לציין כי במקרה של בעל שליטה, ובהתחשב בעמדת הכוח המיוחדת שבה הוא מצוי ובאפשרותו לכוון את פעולות החברה, מכיר הדין בקיומה של חובה מוגברת יותר בהשוואה לזו המוטלת על בעל מניות "רגיל" – היא "חובת ההגינות" (ראו: סעיף 193 לחוק החברות). חובה זו מופנית, ככלל, כלפי החברה עצמה, וכפי שצוין בעניין ברדיצ'ב, "תוכנה של חובת ההגינות וגבולותיה משתנים אף הם בהתאם לסוג

הפעולה הנדונה בעת הפעלת השליטה" (שם, בפסקה 55 לפסק דינה של השופטת וילנר).  
 לכך יש להוסיף כי בפסיקה הובעה בעבר הדעה כי ניתן להכיר, במקרים מיוחדים, בקיומה של חובת הגינות מצד בעל שליטה אף ביחס לבעלי מניות מיעוט. כך, למשל, בנסיבות שבהן פעולותיו של בעל השליטה נגועות בניגוד עניינים ישיר וכרוכות בפגיעה בבעלי מניות אחרים (ראו: עניין ברדיצ'ב, בפסקה 56 לפסק דינה של השופטת וילנר, וכן עניין מכתשים אגן, בפסקה ג'. מנגד, ראו גם: עניין ורדניקוב, בפסקה 53 לפסק דינו של השופט עמית). זוהי אם כן, בתמצית רבה, המסגרת הכללית ביחס לביקורת על התנהלותו של בעל שליטה.

25. במקרה דנן, כאמור, הטענה העיקרית שנטענה נגעה לכך שבעלי השליטה פעלו בניגוד לחובתם לנהוג בתום לב, באופן שעלה כדי קיפוח ופגיעה בציפיותיהם של בעלי מניות המיעוט. לשיטתי, בהתחשב בקביעותו של בית המשפט המחוזי, בנסיבות העניין קמה לבעלי מניות המיעוט ציפייה לגיטימית לכך שבעלי השליטה יפעלו למניעת העברתה של החברה לרשימת השימור. זאת, בהתחשב כאמור בהשפעות המיוחדות של העברה מסוג זה על בעלי מניות המיעוט, כמו גם בניגוד העניינים, ולו העקיף, הנלווה לכך מבחינת בעלי השליטה. עיון כולל הן בהחלטתו של בית המשפט לאשר את התביעה כתביעה ייצוגית והן בפסק דינו מעלה כי הכרעתו מושתתת על המסקנה כי לבעלי השליטה הייתה מעורבות בהכוונת התנהלותה של החברה בכל הנוגע לכניסה לרשימת השימור ולהחלטות שהתקבלו בהקשר זה. הדברים אמורים בפרט ביחס לרכישות העצמיות שהיה בהן להחריף את בעיית השימור, וביניהן, כפי שציין בית המשפט המחוזי, גם רכישות שבוצעו באמצעות המערערת<sup>2</sup>. בכל אלה יש לעורר חשש להעדפת האינטרסים של בעלי מניות השליטה, ואף לתמוך באפשרות כי מלכתחילה פעולותיהם ומחדליהם כוונו מתוך מטרה להקל על יכולתם לבצע הצעת רכש מלאה של מניות החברה. נסיבות אלה מלמדות על חשש לשימוש לרעה בכוחם של בעלי השליטה בניגוד לחובת תום הלב, ומכאן להתנהלות מקפחת המצדיקה את העברת נטל ההוכחה לבעלי השליטה (ראו והשוו: עניין אלטינט, בפסקה 40 לפסק דינה של הנשיאה (בדימ') ביניש). בהמשך לכך, וכפי שנקבע בפסק דינו של בית המשפט המחוזי, נטל זה לא הורם בסופו של יום.

26. לקראת סיום, אוסיף בקצרה כי ברגיל עילת הקיפוח אינה מכוונת להקניית סעד כספי. אולם, אין מדובר בכלל בל יעבור (ראו: עניין אלטינט, בפסקה 2 לפסק דינו של המשנה לנשיא א' ריבלין). הדברים יפים במקרה דנן, שבו מבחינת מהות הדברים, עילת הקיפוח שאושרה מגלמת בחובה טענה להפרתה של חובת תום הלב.



27. מכל הטעמים האמורים, אף אני סבורה שדין הערעור להידחות.

ש ו פ ט ת

השופט ג' קרא:

אני מסכים לתוצאה אליה הגיע חברי, המשנה לנשיאה (בדימ') ח' מלצר, וכן להערותיה של חברתי, השופטת ד' ברק-ארז.

ש ו פ ט

הוחלט כאמור בפסק דינו של המשנה לנשיאה (בדימ'), השופט חנן מלצר.

ניתן ביום, ג' באב התשפ"א (12.7.2021).

תוקן היום, כ"ו באב התשפ"א (8.2021.4).

ש ו פ ט

ש ו פ ט ת

המשנה לנשיאה (בדימ')