

“בין האתמול לעתיד, בין האוצר לתחתית”: אחריות דירקטוריון בגין חלוקה אסורה

אסף אקשטיין*, דוד האן**

אחת ההחלטות החשובות ביותר שמתקבלות בחברה, על ידי דירקטוריון החברה, היא ההחלטה על חלוקה, בדרך כלל של דיווידנד. במהלך השנים האחרונות ניתנו בישראל כמה פסקי דין שמעוררים שאלה כבדת משקל, והיא מהו סטנדרט הביקורת השיפוטית הראוי ביחס להחלטה של דירקטורים על חלוקה. חוק החברות קובע שני מבחנים לחלוקה מותרת, שנועדו להבטיח שמירה על נושיה של החברה: מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון. בעניין הביקורת השיפוטית על החלטת חלוקה, אנו מציעים להבחין בין הביקורת השיפוטית בדבר קיומו של מבחן הרווח לבין הביקורת בדבר קיומו של מבחן יכולת הפירעון. עניין מיוחד מתעורר ביחס לשאלה מהו סטנדרט הביקורת השיפוטית הראוי ביחס להחלטה של דירקטורים בנוגע לעמידתה של החברה במבחן יכולת הפירעון בהקשר של חלוקה. מדובר במצבים שבהם מתעורר בדיעבד חשש שהחלוקה אושרה על ידי הדירקטורים בניגוד למבחן האמור. המאמר קורא לראות בהחלטת הדירקטוריון בדבר קיומו (או אי-קיומו) של מבחן יכולת הפירעון בהקשר של חלוקת דיווידנד החלטה עסקית רגילה, ולקיים ביחס אליה בחינה שיפוטית מאופקת ברמת כלל שיקול הדעת העסקי.

אנו מציעים כי עמידת החלוקה במבחן יכולת הפירעון הקבוע בחוק תיבחן בביקורת שיפוטית מסגרתית, כדלקמן: עם הגשת תביעה או בקשה שבהן נטען כי חלוקה שהוחלט עליה אינה מקיימת את מבחן יכולת הפירעון, על בית המשפט להתמקד בסבירות של אופן קבלת ההחלטה על ידי הדירקטוריון ונסיבותיה. אל לבית המשפט למהר לבחון את סבירות תוכנה של החלטה, קרי, אם מתקיים חשש סביר שהחברה תתקשה בפירעון

* מרצה בכיר, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית בירושלים.

** פרופסור, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן; לשעבר הכונס הרשמי של מדינת ישראל. תודות לזוהר גושן, לשרון חנס, לעמיר ליכט, לגדעון פרחומובסקי ולמשתתפים ב"כנס לרגל עשור לבית המשפט הכלכלי" שהתקיים במרכז הבינתחומי הרצליה על הערות מועילות. תודה גם לספיר יורלביץ' על העזרה המחקרית.

חובותיה בהגיע מועד קיומם. בהתחקותו אחר אופן קבלת ההחלטה, יבחן בית המשפט את הרכיבים שהדירקטוריון עמד עליהם ושקללם לצורך קביעתו שהחלוקה מקיימת את מבחן יכולת הפירעון. אם יגיע למסקנה כי הדירקטוריון אכן בחן את כל הרכיבים הרלוונטיים למבחן יכולת הפירעון, ניתחם ושקללם, יגבה בית המשפט את החלטת הדירקטוריון ויקבע כי החלוקה מותרת.

מבחן הביקורת השיפוטית שאנו מציעים באשר לקיום מבחן יכולת הפירעון ולאחריות הדירקטוריון הנובעת מהפרתו הוא מבחן שמבוסס על הצדקות דומות לאלה שבבסיסו של כלל שיקול הדעת העסקי. אשר על כן, אנו מציעים לאמץ את כלל שיקול הדעת העסקי כרמת הביקורת השיפוטית על החלטת הדירקטוריון בדבר קיומו של מבחן יכולת הפירעון בהקשר של חלוקה.

מבוא

פרק א: כללי החלוקה – מסגרת נורמטיבית

1. ישראל

2. אנגליה

3. ארצות הברית

(א) דלוור

(ב) ניו יורק

(ג) קליפורניה

(ד) המודל האמריקני המוצע לחוק חברות (RMBCA)

פרק ב: הסעדים בגין חלוקה אסורה

פרק ג: החלטה על חלוקה אסורה – הבחנות נדרשות

1. טעם האיסור – העדר רווח או חדלות פירעון

2. בין חלוקה להחלטות אחרות

פרק ד: אחריות דירקטורים בגין החלטת חלוקה

1. פרשנות החקיקה

2. אחריות בגין הפרת כללים לעומת אחריות בגין הפרת סטנדרטים

3. אחריות – הבחנה בין מבחן הרווח למבחן יכולת הפירעון

4. מבחן יכולת הפירעון ושיקול דעת עסקי?

5. הצעה לביקורת שיפוטית בדבר קיומו של מבחן יכולת הפירעון

6. אחריות דירקטורים לחלוקה במשפט המשווה

פרק ה: תקיפה של החלטת החלוקה – זכות העמידה

סיכום

מבוא

אחת הפעולות המשמעותיות במסלול עסקיה של חברה היא חלוקת דיווידנד לבעלי מניותיה. חלוקת דיווידנד היא האירוע שבו בעלי המניות של חברה זוכים לשלשל לכיסיהם במישרין ערך כלכלי מן החברה, אם בכסף מזומן ואם בשווה כסף (החלופה האחרונה מכונה "דיווידנד בעין"). פעולת החלוקה מעבירה אפוא ערך כלכלי באופן חד-סטרי מן החברה אל בעלי מניותיה.¹ בהתאמה, שווייה הכלכלי של החברה פוחת באותה שעה בשיעור הערך הכלכלי המועבר לבעלי המניות. בקופת החברה נותרים פחות נכסים, אם מזומנים ואם אחרים. עניין זה מעורר, ולו בכוח, את החשש שמא לאחר העברת ערך כלכלי לידי בעלי המניות לא ייוותר עוד די בנכסי החברה לקיים באופן מלא ומסודר את התחייבויותיה כלפי נושיה השונים. והלא עניין זה הוא יסודם של הדין והכלכלה: נושים קודמים בזכותם לפירעון לבעלי המניות. לפיכך חלוקת דיווידנד לבעלי המניות וצמצום שווייה הכלכלי של החברה עקב כך אינם יכולים להיעשות מבלי לדאוג לשימור זכויות הפירעון של הנושים. חלוקה לבעלי המניות שתכרסם בזכויות הפירעון של הנושים טורפת את הקצאת הסיכונים הבסיסית שכל עולם ההשקעות בשוק ההון נסמך עליה.

כללי החלוקה שבדיני החברות עוצבו בדיוק על מנת להתמודד עם הסיכון האמור לזכויות הפירעון של הנושים. הם קובעים מבחנים אשר בהתקיימם תהיה חברה רשאית לחלק שווי כלכלי לבעלי מניותיה ובהעדרם ייאסר עליה לחלק. המבחנים שיש לקיימם לצורך חלוקה מותרת הם מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון.² חוק החברות מוסיף וקובע סעדים שהחברה תהיה זכאית להם אם יתברר כי חלוקה שהיא ביצעה קודם לכן לבעלי המניות לא קיימה מבחן מן המבחנים האמורים ולפיכך היא בגדר "חלוקה אסורה". שניים הם הסעדים שהחוק קובע בעניין זה: (1) סעד השבה מבעלי המניות שקיבלו לידיהם את כספי החלוקה;³ (2) אחריות אישית של הדירקטורים שכינהו בדירקטוריון בעת אישור החלוקה האסורה.⁴ אחריות זו של הדירקטורים עשויה להיות בשל הפרת חובת הזהירות או בשל הפרת חובת האמונים, לפי הנסיבות.

רשימה זו עניינה בסעד השני שהחוק קובע בגין חלוקה אסורה – האחריות האישית של הדירקטורים.⁵ ברשימה זו נבקש לטעון לפרשנות של הוראת חוק זו באופן המבחין בין חלוקה שאושרה ובוצעה תוך הפרה של מבחן הרווח לבין חלוקה שאושרה ובוצעה

1 ראו ההגדרות של "חלוקה" ו"דיבידנד" בס' 1 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

2 ס' 302 לחוק החברות. להרחבה על מבחנים אלו ולדיון בהם ראו להלן תת-פרק א.

3 ס' 310 לחוק החברות.

4 ס' 311 לחוק החברות.

5 רשימתנו תמקד בנסיבות שבהן תיטען טענה נגד הדירקטורים בדבר הפרת חובת הזהירות שלהם בקבלם את החלטת החלוקה, אך לא בנסיבות שבהן ייטען כי הם הפרו בהחלטתם את חובת האמונים.

תוך הפרה של מבחן יכולת הפירעון. לטעמנו, אין דינה של הפרת המבחן האחד כדין הפרת זולתו בהכרח. כל אחד משני המבחנים האלה מתייחד במבנהו, במידע שהוא מתמקד בו, במידת הוודאות שיכולה להיות לדירקטורים לגבי התקיימותו או אי-התקיימותו, ובמידת זיקתו להגנה על עניינם של נושי החברה. לפיכך אנו טוענים כי אין זה ראוי להחיל בחינה אחת אחידה על אחריות הדירקטורים בגין הפרתו של מבחן הרווח ועל אחריותם בגין הפרתו של מבחן יכולת הפירעון. התקיימותו של מבחן הרווח קלה יותר לקביעה, ובהתאמה הטלת אחריות בגין הפרתו עשויה להיות משימה שיפוטית שאינה מורכבת. לעומת זאת, מבחן יכולת הפירעון הוא מעצם טיבו וטבעו מבחן שקשה לחזותו ולקובעו באורח מדעי וברור. הוא עניין של הסתברויות של התממשות תחזיות עתידיות. בהתאמה, אנו סבורים כי כאשר בתי המשפט נדרשים לבחינת אחריותם של דירקטורים בגין חלוקה אשר נטען כי הפרה את מבחן יכולת הפירעון, ראוי שבתי המשפט יגלו ריסון והתחשבות המתאימים למורכבות ההחלטה שהתקבלה בדירקטוריון ולא-יודאותה האינהרנטית, ויפעילו לגביה את כלל שיקול הדעת העסקי (ה-business judgment rule).

אכן, השאלה אם יש מקום להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי על חלוקה אשר מתברר בסופו של דבר כי היא חלוקה אסורה העסיקה לא אחת את בתי המשפט. כך, למשל, בעניין **חורב** קבע בית המשפט הכלכלי כי כלל שיקול הדעת העסקי אינו חל לגבי החלטת דירקטורים על חלוקה אסורה.⁶ עם זה, בפסיקה שניתנה לאחרונה בעניין **סאני** דומה כי בית המשפט שקל מחדש את האפשרות להחיל בכל זאת את כלל שיקול הדעת העסקי על החלטות חלוקה אשר נכון לשעת החלוקה אין לדירקטורים דרך לדעת בוודאות אם החלוקה מותרת או אסורה.⁷ שיקול מחדש זה של בית המשפט נערך בפרט בהקשר של מבחן יכולת הפירעון, כהצעתנו במאמר זה.

רשימה זו בנויה כך: **בפרק א** לרשימה **נסקור** בהרחבה את **מבחני החלוקה** החלים בחוק החברות בישראל, במשפט האנגלי ובמדינות נבחרות בארצות הברית (דלוור, ניו יורק וקליפורניה). פרק זה ילמדנו כי אין אחידות בעניין זה בין שיטות המשפט השונות. כך, למשל, המבחנים החלים בישראל מחמירים יותר מאשר אלה שבאנגליה ובדלוור. **פרק ב** יפרט את **הסעדים החלים בגין חלוקה אסורה** – סעד ההשבה וסעד האחריות האישית של הדירקטורים. **פרק ג** יערוך **הבחנות שונות שנדרשות**, לטעמנו, **לצורך בחינה אנליטית ונורמטיבית של אחריות דירקטורים בגין החלטה על חלוקה**. הפרק יציג הבחנה מהותית בין מבחן הרווח למבחן יכולת הפירעון, ויוסיף עליה הבחנה בין החלטה על

6 תנ"ג (כלכלית ת"א) 47621-07-16 **חורב נ' בי קומיוניקיישנס בע"מ**, פס' 85–88 לפסק הדין (פורסם בנוב, 18.7.2019). אכן, קביעתו להלכה של בית המשפט בעניין זה נגעה בהחלטת חלוקה אסורה אשר הפרה את מבחן הרווח דווקא. עם זה, בפס' 87–88 דומה כי בית המשפט שולל את תחולת כלל שיקול הדעת העסקי באשר לכל החלטת חלוקה אסורה, מבלי להגביל את אמירותיו למבחן הרווח בלבד. דברים אלו עולים אף מהפנייתו של בית המשפט לפר"ק (מחוזי ת"א) 3421-01-15 **קליר נ' סדן** (פורסם בנוב, 17.12.2016) (להלן: **עניין מלרג**), אשר עסק במבחן יכולת הפירעון.

7 ראו ת"א (כלכלית ת"א) 48631-06-17 **סאני תקשורת סלולרית בע"מ נ' בן דב**, פס' 157–159 לפסק הדין (פורסם בנוב, 22.3.2021) (להלן: **עניין סאני**).

חלוקה, שלגביה קבע המחוקק כללים מוגדרים המבחינים בין חלוקה מותרת לחלוקה אסורה, לבין החלטות אחרות שדירקטוריון מחליט ואשר לגביהן אין בחוק כללי תיחום כאמור. ההבחנה בין כללים לבין סטנדרטים היא הבחנה חשובה בעניין זה. **פרק ד יתמקד בנייתוח אחריותם של דירקטורים בגין חלוקה אסורה.** לצורך בחינה אנליטית זו נשתמש בהבחנות שפיתחנו קודם לכן בפרק ג וניישמן באופן קונקרטי. הבחנות אלו ילמדו כי ראוי שיהיה דין אחד לגבי אחריות דירקטורים בגין הפרת מבחן הרווח ודין אחר באשר לאחריותם בגין הפרת מבחן יכולת הפירעון. הגם שמבין שני המבחנים האמורים **מבחן יכולת הפירעון** הוא החמור יותר והחשוב יותר במהותו להגנת עניינם של הנושים, טענתנו היא כי בשל חוסר הוודאות הכרוך בו, בהיותו מבחן צופה פני עתיד, דווקא זה המבחן שלגביו ראוי שבתי המשפט יגלו ריסון שיפוטי ויפעילו את סטנדרט הביקורת של כלל שיקול הדעת העסקי. בפרק זה אף נעמוד על האתגר הפרשני של אימוץ עמדתנו זו במסגרת נוסח החוק ולשון החוק הקיימים.

פרק א: כללי החלוקה – מסגרת נורמטיבית

1. ישראל

עובר לחקיקתו של חוק החברות, הדין שנהג בישראל בעניין חלוקה לבעלי המניות והפחתת הונה של החברה נשאב מן המשפט המקובל.⁸ בלא עיגון חקיקתי, העיקרון שאסור לחברה להפחית את הונה התפתח ועוצב בפסיקתם של בתי המשפט.⁹ התפיסה הרווחת בספרות ובפסיקה ראתה בהונה של החברה מעין "כרית ביטחון" עבור נושי החברה.¹⁰ בשל עקרון האישיות הנפרדת של החברה, שממנו נגזר כי נושי החברה אינם זכאים להיפרע מנכסיהם האישיים של בעלי המניות,¹¹ התפיסה הייתה כי על החברה לשמור על "כרית הביטחון" של הנושים.¹² זו תכליתו המרכזית של האיסור המסורתי

8 ד"צ 39/80 ברדיגו נ' ד.ג.ב. 9 טקסטיל בע"מ, פ"ד לה(4) 197 (1981); יוסף גרוס "מקורות לחלוקת דיווידנד במזומנים וחלוקת מניות-הטבה בעיתות אינפלציה" עיוני משפט יג 241 (1988) (להלן: גרוס "מקורות לחלוקת דיווידנד"); אוריאל פרוקציה דיני חברות חדשים בישראל – דין נוהג, דין רצוי והדרך לחקיקה 478 (1989); אירית חביב-סגל דיני חברות – לאחר חוק החברות החדש כרך ב, פרק ד (2004) (להלן: חביב-סגל דיני חברות כרך ב).

9 עניין ברדיגו, שם.

10 שם, פס' 18 לפסק דינו של השופט ברק ("העיקרון, כי הפחתה בהונה של החברה אסורה, מקורו בפסיקתם של בתי המשפט, אשר ביקשו להבטיח 'כרית ביטחון' לנושי החברה").

11 ע"א 524/88 "פרי העמק" – אגודה חקלאית שיתופית בע"מ נ' שדה יעקב – מושב עובדים של הפועל המזרחי להתיישבות חקלאית שיתופית בע"מ, פ"ד מה(4) 529 (1991).

12 דברי ההסבר להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2, 100 ("ככלל, הואיל ונושיה של כל חברה בערבון מוגבל אינם רשאים לרדת לנכסיהם הפרטיים של בעלי המניות, הדין חייב להבטיח כי הקרן

בדיני החברות בדבר הפחתת הון על ידי החברה. האיסור בדבר הפחתת הון החברה השתקף, בין היתר, באיסור המוחלט שחברה תרכוש את מניותיה.¹³ איסור זה הגביל את אפשרויותיה של החברה לקבוע אימתי היא תוכל לחלק מעושרה ומשאביה הכלכליים לציבור בעלי מניותיה. כך, בין היתר, אסר הדין על חברה להכריז על חלוקת דיווידנד לא מתוך רווחים, אך זאת מבלי להגדיר את המונח "רווח".¹⁴ כאשר הגישה הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש נוסח מוצע לחוק חברות ישראלי חדש ומודרני,¹⁵ העידה הוועדה, בדברי ההסבר הנלווים להצעתה, כי הפרק העוסק בשמירת הון וחלוקה הוא "אחד מחידושי העיקריים של החוק המוצע".¹⁶ הלכה למעשה ביקשה הצעת החוק לפשט את הדינים המתייחסים לשמירה על הון החברה, ולקבוע כללים בהירים בדבר חלוקה לבעלי מניותיה.¹⁷ כיום כללי החלוקה מעוגנים בפרק ייעודי בחוק החברות.¹⁸ כללים אלו מיועדים לשמירה על הונה העצמי של החברה, במטרה להגן על נושי החברה. הם מכוונים למנוע פגיעה אפשרית בזכויות הנושים להיפרע את חובותיהם מן החברה, למצער באופן חלקי, בטרם יזכו בעלי המניות (הנחותים מהם) ליהנות מנכסי החברה.¹⁹ "חלוקה" מוגדרת כך:

"מתן דיבידנד או התחייבות לתיתו, במישרין או בעקיפין, וכן רכישה; ולענין זה, 'רכישה' – רכישה או מתן מימון לרכישה, במישרין או בעקיפין, בידי חברה או בידי חברה בת שלה או בידי תאגיד אחר בשליטתה, של מניות החברה או של ניירות ערך שניתן להמירם למניות החברה או שניתן לממשם במניות החברה, או פדיון של ניירות ערך בני פדיון שהם חלק מהונה העצמי של החברה בהתאם

היחידה לסיפוק תביעותיהם, הונה העצמי של החברה, לא תדולדל שלא כדין"; יוסף גרוס **חוק החברות** כרך א 895 (מהדורה חמישית מורחבת, 2016).

13 Trevor v. Whitworth (1887) 12 App. Cas. 409 (HL) (appeal taken from Eng.) ע"א 486/69 **קמחי נ' בנק י' ל' פויכטונגר בע"מ**, פ"ד כד(1) 527, 530 (1970). נוסף על כך, ס' 139 לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983 אסר על חברה לסייע במימון רכישת מניותיה על ידי אדם אחר. ראו בעניין זה ע"א 817/79 **קוסי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ**, פ"ד לח(3) 253 (1984); ועדת-החקירה לענין ויסות מניות הבנקים **דין-וחשבון** (1986).

14 גרוס "מקורות לחלוקת דיווידנד", לעיל ה"ש 8, בעמ' 246; יצחק סוארי, משה ברקת ודן גבעולי **היבטים בחלוקת דיבידנד – לאור חוק החברות החדש** 220 (1999); יוסף גרוס "מהו רווח הניתן ל'חלוקה' על-פי חוק החברות?" **קרית המשפט** ב 67, 74-75 (2002).

15 הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש **דין וחשבון** (1994).

16 ראו דברי ההסבר להצעת חוק החברות, לעיל ה"ש 12, בעמ' 100.

17 שם, בעמ' 101.

18 בפרק השני לחלק השביעי לחוק החברות.

19 ראו דברי ההסבר להצעת חוק החברות, לעיל ה"ש 12.

לסעיף 312(ד), ולרבות התחייבות לעשיית כל אחד מאלה, והכל, ובלבד שהמוכר אינו החברה עצמה או תאגיד אחר בבעלותה המלאה של החברה...²⁰

"דיבידנד" מוגדר בחוק כך:

"כל נכס הניתן על ידי החברה לבעל מניה מכוח זכותו כבעל מניה, בין במזומן ובין בכל דרך אחרת, לרבות העברה ללא תמורה שוות ערך ולמעט מניות הטבה..."²¹

מעצם טיבה והגדרתה, חלוקה היא העברה חד-סטרית של ערך כלכלי מן החברה לידי בעלי מניותיה. ככזו, היא עלולה לפגוע בזכויות הפירעון של הנושים עקב הירידה בשווייה הכלכלי של החברה. כאמור, הנושים מבקשים לוודא כי בכל מקרה יהיו בידי החברה די משאבים להשיב להם את חובם בהגיע מועד פרעונו.²² כללי החלוקה המעוגנים בחוק החברות מבקשים לאזן בין האינטרסים המנוגדים הנעוצים בפעולת החלוקה: מחד גיסא ניצבת ציפייתם הלגיטימית של בעלי המניות ליהנות מעושרה ומשאביה הכלכליים של החברה כתמורה להשקעתם המקורית בה; אך מאידך גיסא ניצבות זכויות הנושים להיפרע מרכוש החברה הקיים לפני שהוא ידולדל ויועבר לידי בעלי מניותיה. על מנת להשיג איזון זה, סעיף 302 לחוק החברות קובע כדלקמן:

"(א) חברה רשאית לבצע חלוקה מתוך רווחיה (להלן – מבחן הרווח), ובלבד שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחביותיה הקיימות והצפויות, בהגיע מועד קיומן (להלן – מבחן יכולת הפרעון).

(ב) בסעיף זה –

'רווחים', לענין מבחן הרווח – יתרת עודפים או עודפים שנצברו בשנתיים האחרונות, לפי הגבוה מבין השניים, והכל על פי הדוחות הכספיים המותאמים האחרונים, המבוקרים או הסקורים, שערכה החברה, תוך הפחתת חלוקות קודמות אם לא הופחתו כבר מן העודפים, ובלבד שהמועד שלגביו נערכו הדוחות אינו מוקדם ביותר משישה חודשים ממועד החלוקה;

'דוחות כספיים מותאמים' – דוחות כספיים מותאמים למדד או דוחות כספיים הבאים או שיבואו במקומם, והכל לפי כללי חשבונאות מקובלים;

20 ס' 1 לחוק החברות.

21 שם.

22 ראו עניין ברדיגו, לעיל ה"ש 8; גרוס חוק החברות, לעיל ה"ש 12; הביב-סגל דיני חברות כרך ב, לעיל ה"ש 8.

'עודפים' – סכומים הכלולים בהון העצמי של חברה ושמקורם ברווח הנקי שלה כפי שנקבע לפי כללי חשבוונאות מקובלים, וכן סכומים אחרים הכלולים בהון העצמי לפי כללי חשבוונאות מקובלים ושאינם הון מניות או פרמיה, שהשר קבע שיראו אותם כעודפים.

(ג) השר רשאי לקבוע הוראות לענין חזקות בדבר עמידתה של חברה בתנאי מבחן יכולת הפרעון וכן פטורים או הקלות לענין התאמת הדוחות הכספיים."

החוק מאפשר אפוא לחברה לקבל החלטה על ביצוע חלוקה בהתקיים שני מבחנים מצטברים: (1) מבחן הרווח; (2) מבחן יכולת הפירעון.

באשר למבחן הראשון – הוא מבחן הרווח – מבחן זה קובע כי חברה רשאית לבצע חלוקה אם בהתאם לדוחות הכספיים שלה קיימים עודפים או אם נצברו עודפים בשנתיים האחרונות עובר לחלוקה, והכל לפי הדוחות הכספיים האחרונים שערכה החברה. להבדיל מן הדין שקדם לחוק החברות, הפעם המחוקק מגדיר מפורשות מה נחשב "רווח" לצורך חלוקה מותרת. לפי ההגדרה בחוק, "רווח" מחושב על פי ביטוי העודפים שמקורם ברווח הנקי של החברה בדוחותיה הכספיים הערוכים לפי כללי חשבוונאות מקובלים. אכן, המחוקק בחר להסתמך על החשבוונאות לצורך קביעתו של מבחן הרווח.²³ מבחן זה נועד להבטיח כי החלוקה תתבצע רק מרווחי החברה אשר נצברו (חשבונאית) בקופתה עובר לחלוקה. תכליתו ליצור בהירות ואחידות, להוות מבחן חשבונאי-טכני שלא יותיר שיקול דעת לחברה, ואשר יאפשר לחברה ולקוראי הדוחות לדעת בנקל את הסכומים הראויים לחלוקה העומדים לרשותה.²⁴ מבחן הרווח עצמו יכול להתקיים באמצעות אחת משתי חלופות: (1) סך העודפים שנצברו ברכיב "עודפים" שבהון העצמי המבוטא במאזן החברה ואשר מקורם ברווח הנקי של החברה; או (2) העודפים שנצברו בשנתיים האחרונות בלבד ואשר מקורם ברווח הנקי שלה.²⁵ יוער כי מבחן העודפים הצבורים (מסך שנות פעילותה של החברה) הוא במידה רבה במהותו – גם אם לא בתצורתו הרשמית – מבחן יכולת פירעון מאזנית, בדומה למבחן ה-surplus במדינות שונות בארצות הברית.²⁶

23 דברי ההסבר להצעת חוק החברות, לעיל ה"ש 12, בעמ' 101; יוסי גרוס "תוכנית החלוקה: המסגרת" **רואה החשבון** 89 (פברואר 2009).

24 עניין **חורב**, לעיל ה"ש 6, פס' 53 לפסק הדין; דברי ההסבר לתזכיר חוק החברות (תיקון מבחן הרווח), התשע"ה-2015.

25 דברי ההסבר להצעת חוק החברות, לעיל ה"ש 12, בעמ' 101 ("דרישת ההצטברות לשנתיים בלבד (ולא, למשל, לכל ימי חייה של החברה) נועדה לאפשר לחברות שנקלעו בעבר למשבר אך השכילו להחליץ ממנו, לאותת לשוק על השיפור במצבן, ולהגביר את האטרקטיביות שלהן על-ידי חלוקת דיבידנד; אילו דרישת ההצטברות היתה ללא הגבלת זמן חברות מתאוששות היו מתקשות יותר לצאת מן המשבר"). עוד ראו סוארי, ברקת וגבעולי, לעיל ה"ש 14, בעמ' 15-16 ו-27-32.

26 על מבחן זה במדינות שונות בארצות הברית ולהבהרתו ראו להלן תת-פרק 3א.

באשר למבחן השני – הוא מבחן יכולת הפירעון – מבחן זה אוסר על החברה לבצע חלוקה אם מתקיים חשש סביר שהחלוקה תפגע ביכולת החברה לקיים את התחייבויותיה בהגיע מועד קיומן. זאת ועוד, החוק מוסיף וקובע כי חברה רשאית לבצע חלוקה גם כאשר מבחן הרווח אינו מתקיים, ובלבד שמבחן יכולת הפירעון מתקיים. עם זה, כאשר מבחן הרווח אינו מתקיים, החלוקה טעונה אישור מראש של בית המשפט.²⁷ דבר זה כשלעצמו מלמד בעליל כי מבחן יכולת הפירעון הוא המבחן החשוב והעיקרי מבין השניים.²⁸ ברם, אף בלעדי כן, חשיבותו היתרה של מבחן יכולת הפירעון ועובדת היותו עיקר דיני החלוקה נלמדות מן המתאם המלא שבין תוכנו לבין תכליתם של דיני החלוקה. תכליתם של דיני החלוקה היא למנוע את החברה מלפגוע בזכויות הפירעון של הנושים באמצעות פעולה של העברת ערך לבעלי המניות.²⁹ בכך בדיוק עוסק מבחן יכולת הפירעון. כדי לקיים את מבחן יכולת הפירעון, יש לבחון אם מצבה הכספי של החברה בעקבות החלוקה יאפשר לחברה לפרוע את חובותיה לנושים במועדם ("לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות, בהגיע מועד קיומן").³⁰ אם יכולת זו נותרת וקיימת, יש לחברה יכולת פירעון, ואין מניעה שהיא תאשר את החלוקה המבוקשת לבעלי המניות. לעומת זאת, אם קיים חשש סביר שהחברה לא תוכל לפרוע את חובותיה לנושים, שכן החלוקה לא תותיר אמצעים כספיים מספיקים לשם כך, החברה אינה מקיימת את מבחן יכולת הפירעון, ועליה להימנע מלאשר את החלוקה המבוקשת.

מבחן יכולת הפירעון דורש לבחון את יכולת החברה לקיים את התחייבויותיה בהגיע מועד קיומן. כלומר, המבחן אינו מבקש למדוד את כלל נכסי החברה ולהשוות את ערכם מול סך התחייבויותיה, אלא מתמקד בעיתוי הפירעון, קרי, בשאלה אם בעקבות החלוקה יהיה ביכולתה של החברה לפרוע את התחייבויותיה השונות במועדן, ללא דחיות. לשון אחר, מבחן יכולת הפירעון הוא מבחן יכולת פירעון תזרימית.³¹ ודוק: מבחן תזרימי אינו דורש לוודא כי נכון לשעת החלוקה ובעקבותיה יימצאו די מזומנים בקופת החברה (או

27 ס' 303 לחוק החברות.

28 עניין חורב, לעיל ה"ש 6, פס' 27 לפסק הדין; פר"ק (מחוזי מר') 29889-03-10 איטונג תעשיות בע"מ נ' משרד המשפטים, רשם החברות, פס' 4 לפסק הדין (פורסם בנבו, 29.6.2010).

29 דוד האן "על ארבעה וחמישה: מניעת רכוש מנושים של חברה חדלת פירעון" משפטים מ 535 (2011).

30 ס' 302(א) לחוק החברות.

31 בהקשר אחר, של זכאותו של נושה להגיש בקשה לפתיחת הליך חדלות פירעון לחברה, החוק קובע כי "חדלות פירעון" תתקיים בין שתוכח חדלות פירעון תזרימית ובין שתוכח חדלות פירעון מאזנית. ס' 2 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018 (להלן: חוק חדלות פירעון). להבחנה בין מבחן חדלות פירעון תזרימית לבין מבחן חדלות פירעון מאזנית ראו דוד האן דיני חדלות פירעון 114–110 (מהדורה שנייה, 2018). עוד ראו עניין מלרג, לעיל ה"ש 6, פס' 98 לפסק הדין (שם קבע השופט ברנר כי לצורך החלוקה שבס' 302 לחוק החברות יש לבחון את יכולת הפירעון של החברה בהתבוננות אל עתידה הבלתי-מוגבל). מבחינה עיונית, בחינה של יכולת פירעון תזרימית על פני עתיד בלתי מוגבל בזמן מקרב את המבחן התזרימי אל עבר מבחן יכולת פירעון מאזנית, מוחלטת. עוד בעניין זה ראו להלן תת-פרק 3א.

בכספת שבהחזקתה) לשם פירעון חובותיה שיגיעו לפירעון בהמשך. לצורך עמידה במבחן יכולת הפירעון, יש לבחון את התחייבויות החברה הקיימות והצפויות, ולהתמקד במועדי פירעונם. כלומר, יש לבחון את לוח הסילוקין הידוע של החברה. מולו יש לבחון כמה מזומנים קיימים בקופת החברה ומהו תזרים המזומנים הצפוי שלה מכוח פעילותה העסקית הנמשכת. יש לשקלל את המזומנים הקיימים והצפויים, לבחון כמובן את סבירותה של תחזית המזומנים, ואת זאת להשוות אל לוח הסילוקין של התחייבויות החברה. זוהי הבחינה הנדרשת לצורך מבחן יכולת הפירעון התזרימית.

יוער כי מבחן יכולת הפירעון שונה ממבחן הרווח בהיבטים אחדים. ראשית, מבחן יכולת הפירעון בוחן את השפעת החלוקה על יכולת החברה לקיים את התחייבויותיה מכאן ואילך, כלומר, זהו מבחן צופה פני עתיד. לעומתו, כפי שהוסבר לעיל, מבחן הרווח מסכם את ביצועי החברה עד מועד החלוקה, כלומר, זהו מבחן צופה פני עבר. שנית, מבחן יכולת הפירעון בוחן באופן ממשי את תזרים המזומנים של החברה ואת יכולתה הכלכלית המעשית להתמודד במועד הנדרש עם חובות שונים שהיא מחויבת בפרעונם. מבחן הרווח, לעומתו, אינו נסמך בהכרח על בחינה כלכלית או תזרימית ממשית, אלא בוחן את הרווח כפי שהצטבר ברישומים החשבונאיים של החברה, ואלה אינם חופפים בהכרח את המציאות הכלכלית התזרימית של החברה.³² שלישית, התכלית המוגנת בדיני החלוקה אינה נבחנת ואינה נמדדת, כשלעצמה, לפי השאלה כמה עודפים נצברו בחברה עד כה, קרי באמצעות מבחן הרווח, וזאת למצער בחלופת הרווח של השנתיים האחרונות. אין בצבירת הרווחים של החברה בעת האחרונה כדי ללמד על יכולת ההתמודדות שלה עם נושיה מכאן ולהבא. מבחן הרווח לפי החלופה של השנתיים האחרונות אינו מודד או מעמת את עצמו אל מול שיעור ההתחייבויות של החברה לנושיה או עיתוי פירעונם. לעומת זאת, מבחן יכולת הפירעון התזרימית והרווח לפי חלופת יתרת העודפים הצבורים עוסקים בדיוק בכך. מבחן יכולת הפירעון התזרימית דורש מן החברה למדוד את מצבה הכספי בעקבות החלוקה המבוקשת מול ההתחייבויות התלויות ועומדות שלה כלפי נושיה, תוך בחינת מועדי הפירעון של ההתחייבויות. הוא בוחן אם החלוקה תפגע ביכולתה של החברה לשלם את חובותיה במועד. מבחן זה מתמקד בעיתוי של פירעון החובות. מבחן הרווח, לפי החלופה של יתרת העודפים

32 כך, למשל, רווחי שיעור נכסים עשויים להיחשב רווחים חשבונאיים לצורך חלוקת דיווידנד, אף שכל עוד לא מומש הנכס הם אינם מייצרים עדיין מקור תשלום תזרימי לחברה. ראו סוארי, ברקת וגבעולי, לעיל ה"ש 14, בעמ' 113-114; רשות ניירות ערך **הצעה לחיקון מבחני החלוקה בחוק החברות – תיקון מבחן הרווח** (2014) www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/2901/Paper/Documents/IsaFile2603142.pdf. אכן, אימוץ כללי החשבונאות של ה-IFRS בישראל על ידי החברות המדווחות מצמצם את הפער שבין העולם החשבונאי למציאות הכלכלית, אך אינו מבטל לחלוטין. ראו דברי ההסבר לתזכיר חוק החברות (תיקון מס' 13) (ממשל תאגידי לחברת אגרות חוב), התש"ע-2010, 17. עוד ראו שלומי שוב **IFRS בשטח – להכיר את ה-IFRS דרך שוק ההון** 390 (2011); שלומי שוב וגיל כץ **חשבונאות פיננסית חדשה: IFRS 2010** כרך א 193-213 (2009).

הצבורים, בוחן למעשה את העודף החיובי הקיים בהון העצמי, קרי, את העודף של נכסי החברה על סך התחייבויותיה (תוך שהוא מצרף להתחייבויות, לצורך גריעה מן הנכסים, גם רכיבים "משוריינים", דוגמת ההון שגויס בהנפקות של מניות החברה והפרמיה). מבחן זה מתמקד בסך החובות העומדים לפירעון, גם אם הוא אינו בוחן את עיתוי פירעונם. המבחן מבקש כאמור לשמור את בכורת הנושים (בעלי התחייבויות) על בעלי המניות. אם אין בנכסי החברה די לשלם את כלל התחייבויותיה, אין לחלק לבעלי המניות, בהיותם נחותים מן הנושים. מבחנים אלו אכן נוגעים בלב העניין המוגן בדיני החלוקה – הגנה על זכויות הנושים ושמירת בכורתם על בעלי המניות.

המבחן הכפול שחוק החברות קובע לבחינת חלוקה – קרי, קיום במצטבר הן של מבחן הרווח (באחת משתי חלופותיו) והן של מבחן יכולת הפירעון – אינו בהכרח מבחן אחיד ומקובל בשיטות משפט נוספות לצורך התרה של חלוקת דיווידנד. להלן נציג את מבחני החלוקה באנגליה ובארצות הברית, לצורך קבלת תמונת מבט רחבה בעניין. תמונת מבט זו חשובה לצורך בחינה השוואתית של אחריות הדירקטורים לחלוקה אסורה בשיטות המשפט השונות, שכן שוני במבחן החלוקה החקיקתי בשיטות משפט שונות עשוי להקדין גם על שוני בבחינת אחריות הדירקטורים בעניין זה.

2. אנגליה

הדין האנגלי הישן, אשר היווה כזכור גם מקור השראתי לדיני החברות הישראלים בעידן שקדם לחוק החברות, לא התייחס במפורש לנושא החלוקה בחקיקה. כפי שתואר בתת-פרק 1א, ההלכה הפסוקה במשפט המקובל פיתחה את הכלל בדבר איסור הפחתת הון למן הלכת *Trevor*.³³ בהעדר מקור חקיקתי, עוצבו שם כללי החלוקה בפסיקה, ולא התברכו בוודאות רבה. בספרות בישראל הובעה דעה כי הגישה האנגלית לסוגיה היא גישה שמרנית, הנשענת על עיקרון טכני תוך התעלמות מן ההיבט הכלכלי בדבר מצבה האמיתי של החברה.³⁴ זאת, מכיוון שאין זה רציני מבחינה כלכלית להסתמך על ההון העצמי שהשקיעו בעלי המניות בחברה כ"כרית ביטחון" עבור הנושים.³⁵

בשנת 2006 נחקק חוק החברות של אנגליה מחדש. ה-Companies Act 2006 כולל כיום הוראה מפורשת באשר לחלוקה.³⁶ חוק זה מסדיר את סוגיית החלוקה באופן מובנה יותר מבעבר. ראשית, החוק אינו מדבר עוד על "הפחתת הון", אלא על "חלוקה"

33 עניין *Trevor*, לעיל ה"ש 13.

34 יוסף גרוס "ההון העצמי בחברה כ'כרית-ביטחון' לנושים – הגנה אמיתית או מדומה? (מאה שנה להלכת *Trevor*)" **עיוני משפט** יג (1988) 439; גרוס **חוק החברות**, לעיל ה"ש 12, בעמ' 896. לביטוייה של גישה זו בספרות האנגלית ראו PAUL L. DAVIES, *GOWER'S PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW* 231–233 (6th ed. 1997); H.R. HAHLO & JOHN HYNES FARRAR, *HAHLO'S CASES AND MATERIALS ON COMPANY LAW* 257 (3rd ed. 1987).

35 דוד האן "חלוקה לבעלי-מניות ושמירת ההון (הערה להצעת חוק החברות)" **שערי משפט** א 313 (1998).

36 Companies Act 2006, c. 46 (U.K.) (להלן: חוק החברות של אנגליה).

(distribution בשפת המקור). בדומה להגדרת "דיווידנד" בחוק החברות הישראלי (שהיא תת־הגדרה לצורך הגדרת "חלוקה"), "distribution" מוגדר שם כ־ "every description of distribution of a company's assets to its members, whether in cash or otherwise"³⁷. חוק החברות של אנגליה מבחין בין חלוקה על ידי חברה פרטית לבין חלוקה על ידי חברה ציבורית. בחברה פרטית החלוקה כפופה למבחן אחד בלבד: מבחן הרווח. חלוקה ניתנת לביצוע מתוך הרווח הנקי של החברה.³⁸ ביחס לחברה ציבורית החוק מוסיף על מבחן הרווח האמור גם מבחן יכולת פירעון. להבדיל מן החוק הישראלי, מבחן יכולת הפירעון הקבוע בחוק החברות של אנגליה הוא מבחן יכולת פירעון מאזנית. חברה ציבורית באנגליה מקיימת את מבחן יכולת הפירעון לצורך חלוקה רק כאשר הערך הנקי של נכסיה (NAV—net asset value), קרי שווי נכסיה לאחר גריעת סך התחייבויותיה, גבוה מסך ההון העצמי של החברה (הון המניות המונפק ופרמיה) ורווחיה הבלתי־ממומשים.³⁹ יוער כי בחינה של יכולת פירעון מאזנית שונה מבחינה של יכולת פירעון תזרימית. בחינה מאזנית נשענת על ערכים נוכחיים של הנכסים אל מול סך ההתחייבויות. היא אינה רגישה לעיתוי (העתידי) של מועדי פירעון ההתחייבויות.

3. ארצות הברית

דיני החברות בארצות הברית הם מדינתיים, ולא פדרליים. מדינות שונות בארצות הברית אימצו בחוקי החברות שלהן מבחנים שונים לחלוקה.⁴⁰ באופן כללי ניתן להצביע על שני סוגים עיקריים של מבחנים הנדרשים בדרך כלל יחדיו: מבחן המבוסס על

37 It's a Wrap (UK) Ltd (In Liquidation) v. Gula [2006] 1)829 (אנגליה). ראו PAUL L. DAVIES, GOWER AND DAVIES' PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW 285–300 (8th ed. 2008); EWCA (Civ) 544 (Eng.).

38 830 לחוק החברות של אנגליה. יוער כי סעיף זה קובע מפורשות כי רווחי שרוך בלתי ממומשים אינם ניתנים לחלוקה כדיווידנד. Eilís Ferran, *Directors' Liability for Unlawful Dividends*, 70 CAMBRIDGE L.J. 321 (2011); Holland v. The Comm'rs for Her Majesty's Revenue and Customs [2010] UKSC 51 (appeal taken from Eng.); BTI 2014 LLC v. Sequana SA [2016] EWCA (Ch) 1686 (Eng.); Glob. Corp. Ltd v. Hale [2018] EWCA (Civ) 2618 (Eng.).

39 831 לחוק החברות של אנגליה. JANET DINE, COMPANY LAW 132–134 (4th ed. 2001); Jennifer Payne, *Legal Capital in the UK Following the Companies Act 2006*, in RATIONALITY IN COMPANY LAW: ESSAYS IN HONOUR OF DD PRENTICE 123 (John Armour & Jennifer Payne eds., 2009). שווי הנכסים יחושב לפי המבחנים החשבונאיים המקובלים. ראו גם ICAEW, GUIDANCE ON REALISED AND DISTRIBUTABLE PROFITS UNDER THE COMPANIES ACT 2006 ¶ 6.24 (2017). ראו על הדרישה המיושנת לשימור ההון העצמי המוצהר כגורם רלוונטי לדיני חלוקת דיווידנדים ראו Eilís Ferran, *Revisiting Legal Capital*, 20 EUR. BUS. ORG. L. REV. 521 (2019).

40 ראו, למשל, Richard A. Booth, *Capital Requirements in United States Corporation Law* (U. Md. Legal Stud., Research Paper No. 64, 2005), papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=864685.

רכיב מסוים בדוחות הכספיים של החברה, והוא רכיב העודפים בהון; ומבחן יכולת פירעון, שנועד להבטיח כי החלוקה לא תפגע ביכולתה של החברה לפרוע את התחייבויותיה.⁴¹

(א) דלוור

חוק החברות של דלוור מאפשר לכל חברה לקבוע בעצמה, בהחלטה של הדירקטוריון, איזה חלק מן התמורה המתקבלת בעבור מניותיה יוגדר כהון (capital). המגבלה היחידה שהחוק מציב בעניין זה היא כי מקום שהון המניות של החברה כולל מניות שיש להן ערך נקוב, לא יפחת ההון האמור מערכן הנקוב של מניות אלו.⁴² הגדרה חשובה בחוק האמור לצורך חלוקה היא של המונח "surplus". אומנם, בתרגום מילולי surplus הוא "עודף". ברם, אין לזהות את surplus במובנו המשפטי בדלוור עם "עודפים" במובנו הישראלי של מונח זה. כזכור, בסעיף 302 לחוק החברות "עודפים" הם עודפים שמקורם ברווח הנקי של החברה, קרי, שמחולצים מתוך דוח רווח והפסד שלה. לעומת זאת, חוק החברות של דלוור מגדיר "surplus" כך:

"The excess, if any, at any given time, of the net assets of the corporation over the amount so determined to be capital shall be surplus. Net assets means the amount by which total assets exceed total liabilities."⁴³

כלומר, משמעותו המשפטית של surplus היא משמעות מאזנית במהותה. זהו ההפרש שבין ערך הנכסים נטו (סך הנכסים פחות סך ההתחייבויות) לבין ההון (המוצהר, לפי קביעת הדירקטוריון) של החברה.⁴⁴ לצורך כך, את ערך הנכסים יש לחשב לפי שוויים ההוגן הנוכחי, ולא לפי ערך חשבונאי היסטורי בספרים.⁴⁵ כלומר, החלוקה

JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, THE LAW OF CORPORATIONS §§ 19.1–19.10 (3rd ed. 2010) 41

DEL. CODE ANN. tit. 8, § 154 (1953) (להלן: חוק החברות של דלוור). 42

שם. 43

SV Inv. Partners v. Thoughtworks, 7 A.3d 973, 982 (Del. Ch. 2010) ("[The surplus requirement prohibits] distributions to stockholders that would render the company balance-sheet insolvent, but instead of using insolvency as the cut-off, the line is drawn at the amount of the corporation's capital") (להגדרת חלוקת פירעון מאזנית בישראל, בהקשר אחר, ראו ס' 2 לחוק חלוקת פירעון: "חלוקת פירעון היא מצב כלכלי שבו... התחייבויות החייב, לרבות התחייבויות עתידיות ומותנות שלו, עולות על שווי נכסיו". 44

Klang v. Smith's Food & Drug Ctrs., Inc., C.A. No. 15012, 1997 WL 257463, at *14–15 (Del. Ch. May 13, 1997) (באשר לשאלה כיצד דירקטוריון יוצא ידי חובתו לבהון את הערך ההוגן של נכסי החברה לעניין זה, נקבע שם כך (ההדגשה במקור): "[T]his Court has already rejected the claim that asset valuations for the purpose of determining available surplus may not include elements reflective of a going-concern value. Directors are not restricted 45

תלויה בקיומם של עודפים (surplus) או רווח נקי (net profits). חוק החברות של דלוור קובע כי חברה רשאית לבצע חלוקה בהתקיים אחד מתוך שני מבחנים חלופיים: החלוקה מתבצעת מתוך ה-surplus של החברה, או בהעדרו – מתוך רווחיה הנקיים (net profits) באותה שנת כספים או בשנת הכספים שקדמה לה.⁴⁶ כלומר, בדלוור חברה נדרשת לעמוד רק באחד משני מבחנים – מבחן יכולת פירעון מאזנית (עם רף העומד מעל הונה המוצהר) או מבחן רווח (של שנת כספים אחת). החוק משחרר את החברה, באופן מפורש, מן הצורך לקיים את שני המבחנים כאחד. זאת ועוד, בכל מקרה החוק אינו דורש מן החברה לבחון את השפעת החלוקה על יכולת פירעון תזרימית, קרי, במבט צופה פני עתיד.

(ב) ניו יורק

גם חוק החברות של ניו יורק מגדיר איזה חלק מן התמורה המתקבלת בעד הנפקת מניות של חברה יוגדר כ"הון מוצהר" (stated capital), ומתיר לחברה לזקוף חלק מן התמורה המתקבלת בגין הנפקת מניות (ללא ערך נקוב) ל-surplus, מעבר להון המוצהר שלה.⁴⁷ בדומה לדלוור, גם בניו יורק surplus מוגדר כיתרה המתקבלת לאחר ניכוי סך התחייבויותיה של החברה והונה המוצהר מסך נכסיה.⁴⁸ כמו החוק של דלוור, גם חוק החברות של ניו יורק מאפשר לחברה לבצע חלוקה בהתקיים אחד מתוך שני מבחנים חלופיים: החלוקה מתבצעת מתוך ה-surplus של החברה, או בהעדרו – מתוך רווחיה הנקיים (net profits) באותה שנת כספים או בשנת הכספים שקדמה לה.⁴⁹ עם זה, להבדיל מהחוק של דלוור, חוק החברות של ניו יורק מצרף אל כל אחד משני המבחנים דרישה לקיומו של מבחן נוסף, במצטבר: החלוקה אינה נעשית בשעה שהחברה חדלת פירעון או שכתוצאה ממנה היא תיעשה חדלת פירעון.⁵⁰ דרישה זו היא מבחן חדלות פירעון תזרימית.⁵¹ המבחנים של ניו יורק דומים אפוא להצטברות המבחנים בחוק

in the way they value assets or liabilities as long as they fulfill their 'duty to evaluate the assets on the basis of acceptable data and by standards which they are entitled to believe reasonably reflect present values.' Thus, the issue here is not whether Houlihan's [the valuation firm hired to serve as an expert] method is expressly permitted under *section 160*, but whether... [the] directors based their revaluation on acceptable data and whether they were entitled to believe that Houlihan's valuation of... [the corporation's] asset values reasonably reflected... [the corporation's] asset values both before and after the repurchase". פסק הדין אושר בבית המשפט העליון של דלוור: *Klang v. Smith's Food & Drug Ctrs., Inc.*, 702 A.2d 150 (Del. 1997). (להלן: עניין *Klang*).

46 ס' 170 לחוק החברות של דלוור.

47 N.Y. BUS. CORP. LAW § 102(12) (Consol. 2014) (להלן: חוק החברות של ניו יורק).

48 ס' 102(9) ו-102(13) לחוק החברות של ניו יורק.

49 ס' 510(b) לחוק החברות של ניו יורק.

50 ס' 510(a) לחוק החברות של ניו יורק.

51 ס' 102(8) לחוק החברות של ניו יורק.

החברות הישראליות (תוך דמיון, אם כי לא חפיפה, בין מבחן ה-*surplus* למבחן "יתרת עודפים צבורים", וכן בין מבחן הרווח החד-שנתי שם לבין מבחן הרווח הדו-שנתי בישראל).

(ג) קליפורניה

בעבר עודכן חוק החברות של קליפורניה בשנת 1977.⁵² החוק בקליפורניה דאז הטיל איסור על חברה לבצע חלוקה, למעט במקרים שבהם יתרת הרווח של החברה עובר לחלוקה שווה לכל הפחות לסכום החלוקה (*retained earnings test*).⁵³ ערכי הנכסים והרווחים של החברה נמדדים לפי ערכיהם החשבונאיים.⁵⁴ אם החברה לא עמדה במבחן כאמור, היא הייתה רשאית לבצע חלוקה רק בהתקיימם של שני מבחנים מצטברים שהתייחסו למצבה של החברה לאחר ביצוע החלוקה: המבחן הראשון קבע כי על סכום הנכסים של החברה להיות גדול ב-125% מסכום ההתחייבויות של החברה (*balance sheet test*);⁵⁵ והמבחן השני קבע כי סכום נכסיה השוטפים של החברה צריך להיות לכל הפחות בגובה סכום התחייבויותיה השוטפות של החברה (*liquidity test*).⁵⁶ נוסף על כך, החוק התנה את החלוקה בכך שהיא לא תמנע מהחברה את היכולת לפרוע את התחייבויותיה בהגיע מועד פירעון (*solvency test*).⁵⁷

בשנת 2012 תוקן חוק החברות של קליפורניה.⁵⁸ במסגרתו של התיקון נוסח מחדש מבחן יכולת הפירעון המאזנית (*balance sheet test*). סעיף 500 המתוקן קובע כי חברה לא תבצע חלוקה אלא אם כן קבע הדירקטוריון, בכפוף לעקרון תום הלב, כי מתקיים אחד משני המבחנים הבאים: (1) סכום הרווחים השמורים של התאגיד מייד לפני החלוקה שווה או עולה על סכום החלוקה המוצע בתוספת סכום הפיגורים המועדף על דיווידנדים (*the preferential dividends arrears amount*) (קרי, מבחן רווח);⁵⁹ (2) סמוך

52 CAL. CORP. CODE (Deering 2021) (effective Jan. 1, 1977) (להלן: חוק החברות של קליפורניה).

53 ס' 500 לחוק החברות של קליפורניה (2011).

54 Richard O. Kummert, *State Statutory Restrictions on Financial Distributions by Corporations to Shareholders: Part II*, 59 WASH. L. REV. 185 (1984). עוד ראו סוארי, ברקת וגבעולי, לעיל ה"ש 14, בעמ' 77-78.

55 ס' 500 לחוק החברות של קליפורניה (2016).

56 שם.

57 ס' 501 לחוק החברות של קליפורניה.

58 St. Assemb. 571, 2011-2012 sess. (Cal. 2012).

59 המונח "preferential dividends arrears amount" מוגדר כך: "the amount, if any, of cumulative dividends in arrears on all shares having a preference with respect to payment of dividends over the class or series to which the applicable distribution is being made, provided that if the articles of incorporation provide that a distribution can be made without regard to preferential dividends arrears amount, then the preferential dividends arrears amount shall be zero" ס' 500 לחוק החברות של קליפורניה (2016).

לאחר החלוקה יהיה שווים של נכסי התאגיד שווה או גבוה מסך ההתחייבויות שלו בתוספת סכום הזכויות המועדפות (preferential rights amount) (קרי, מבחן יכולת פירעון מאזנית).⁶⁰ לצד זה, ובמצטבר, מבחן יכולת הפירעון התזרימית (solvency test) נותר ללא שינוי.⁶¹

נמצאנו למדים אפוא כי גם מבחני החלוקה של קליפורניה, בדומה למבחני החלוקה של ניו יורק, מקבילים במהותם להצטברותם של מבחני החלוקה שבחוק החברות הישראלי. זאת, בניגוד לדין הדלוורי, אשר אינו נדרש למבחן יכולת פירעון תזרימית כמבחן מצטבר לצורך החלוקה.

(ד) המודל האמריקני המוצע לחוק חברות (RMBCA)

בדומה לכך, כללי החלוקה המעוגנים במודל האמריקני המוצע לחוק חברות כוללים מבחן יכולת פירעון תזרימית (solvency test) ומבחן יכולת פירעון מאזנית (balance sheet test).⁶² בהתאם למבחן יכולת הפירעון התזרימית, על הדירקטורים להבטיח כי החלוקה לא תמנע מהחברה את היכולת לפרוע את התחייבויותיה בהגיע מועד פירעון.⁶³ בהתאם למבחן יכולת הפירעון המאזנית, יש להבטיח כי לאחר ביצוע החלוקה לא יעלו התחייבויות החברה על נכסיה.⁶⁴

מדינה	מבחן הרווח (שנתי/דו-שנתי)	מבחן יכולת פירעון מאזנית (surplus/ רווחים צבורים)	מבחן יכולת פירעון תזרימית
ישראל	✓	✓	✓
אנגליה	✓	✓ (בחברה ציבורית)	X
דלוור	✓	✓	X
ניו יורק	✓	✓	✓
קליפורניה	✓	✓	✓
RMBCA	X	✓	✓

60 המונח "preferential rights amount" מוגדר כך: "the amount that would be needed if the corporation were to be dissolved at the time of the distribution to satisfy the preferential rights, including accrued but unpaid dividends, of other shareholders upon dissolution that are superior to the rights of the shareholders receiving the distribution, provided that if the articles of incorporation provide that a distribution can be made without regard to any preferential rights, then the preferential rights amount shall be zero".

61 ס' 501 לחוק החברות של קליפורניה.

62 REVISED MODEL BUSINESS CORPORATION ACT § 6.40 (1985).

63 Booth, לעיל ה"ש 40, בעמ' 14 ו-17.

64 שם.

פרק ב: הסעדים בגין חלוקה אסורה

חוק החברות קובע מפורשות כי במקרה שהחברה החליטה על חלוקה החורגת ממבחני החלוקה המחייבים (הקוגנטיים) (קרי, חלוקה אסורה) יעמדו לטובת החברה שני מיני סעדים: הסעד האחד הוא סעד השבה של הדיווידנד שהתקבל לא כדין אצל בעלי המניות;⁶⁵ והסעד האחר הוא הטלת אחריות אישית על הדירקטורים שכינהו בדירקטוריון בעת ההחלטה על החלוקה.⁶⁶ אין הסעד האחד מוציא מכלל תחולה את זולתו; אלא סעדים משלימים.⁶⁷

הפגיעה העיקרית שחברה עלולה להיפגע עקב חלוקה היא הקטנת שווייה הנכסי הנקי (net asset value שלה, קרי ה-NAV שלה). בחלוקה מועברים כסף מזומן או נכסים בעין לידי בעלי המניות באופן חד-סטרי.⁶⁸ פעולה זו מקטינה אפוא את סך נכסי החברה, ובהתאמה את יתרת שווייה של החברה. נכסי החברה הם המקורות הבלעדיים לפרעון התחייבויותיה כלפי נושיה. הקטנת סך הנכסים מצמצמת אפוא את מקורות הפירעון לנושים. פגיעה זו ניתנת לריפוי, שכן ניתן להשיב את המצב לקדמותו באופן שלא יתערער חוסנה הכספי של החברה ולא ייפגעו זכויות הפירעון של הנושים. לשם כך החוק מחייב את מקבלי החלוקה האסורה, בעלי המניות, בהשבת השווי שהתקבל בידיהם לחברה. זו השבת המצב לקדמותו.⁶⁹

אומנם, כאשר בחברה ציבורית עסקינן, ההשבה תהיה חלקית לכל היותר, שכן לצד הטלת חובת ההשבה, החוק מסייג ומשחרר מחובת ההשבה בעלי מניות שלא ידעו ולא

65 ס' 310 לחוק החברות.

66 ס' 311 לחוק החברות.

67 באופן דומה קיימים שני סעדים מקבילים ומשלימים גם בגין עסקה שבה התקשרה החברה אשר כרוך בה עניין אישי של נושא משרה ואשר לא אושרה כנדרש לפי הפרק החמישי לחלק השישי לחוק החברות ("עסקאות עם בעלי עניין"). הסעד האחד הוא ביטול העסקה והשבה עקב הביטול (ס' 280–281 לחוק החברות). הסעד האחר הוא אחריות אישית של נושאי המשרה. אם הפגם היה בגילוי העניין האישי, אזי האחריות האישית מפורשת בס' 283 לחוק החברות. אם הפגם היה במעורבות של נושא המשרה בהליכי האישור או בהעדר אישור באחד מדרגי ההחלטה הנדרשים בחברה לפי הפרק האמור, העסקה לא מורקה מן העניין האישי של נושא המשרה. לפיכך קיימת כאן התנהלות של נושא משרה אשר אינה עולה בקנה אחד עם הקפדה על חובת האמונים של נושא המשרה (ס' 254(א)(1) לחוק החברות).

68 ראו ההגדרות של "חלוקה" ו"דיבידנד" בס' 1 לחוק החברות.

69 דניאל פרידמן **דיני עשיית עושר ולא במשפט** כרך ב 728–737 (מהדורה שנייה, 1998); יצחק אנגלרד "מזכה שאינו אלא מזיק – מפלאי דיני-ההשבה בעקבות הפרת חוזה" **משפטים** כו 421 (1996); גבריאלה שלו ויהודה אדר **דיני חוזים – התרופות: לקראת קודיפיקציה של המשפט האזרחי** 22–25 (2009); יהודה אדר "קרן אור על אינטרס ההסתמכות" **ספר אור – קובץ מאמרים לכבודו של השופט תיאודור אור** 343, 384–386 (אהרן ברק, רון סוקול ועודד שחם עורכים, 2013) (הספר להלן: **ספר אור**).

היה עליהם לדעת כי החלוקה אסורה.⁷⁰ החוק מפרש וקובע חזקה כי בעלי מניות בחברה ציבורית שאינם דירקטור, מנהל כללי או בעל השליטה בחברה לא ידעו ולא היו צריכים לדעת כי החלוקה אסורה.⁷¹ לפיכך חובת ההשבה לא תלכוד את בעלי המניות מקרב הציבור. סייג זה הוא כעין "תקנת שוק" המשחררת מחובת ההשבה צד שקיבל אומנם דבר לא לפי הוראות הדין אך בנסיבות שבהן לא היה עליו לדעת שנפל פגם כלשהו בדרך עובר לקבלת השווי בידיו. בנסיבות כאמור הדין נוטה להגן על הצד השלישי תם הלב מפני פגיעה בזכויות שרכש, גם אם הורתן בפגם כלשהו.⁷² זאת ועוד, הגיונה של מדיניות זו מתעצם בנסיבות של חברה ציבורית, שבה מניותיהם של המחזיקים מקרב הציבור נסחרות בשוק המשני ומחליפות ידיים באופן שוטף. חרף הטענה כי כל רוכש מאוחר של המניה בשוק המשני מגלם במחיר רכישתה את הדיווידנד שחולק, נראה כי המחוקק ביכר לא להכביד על רוכשי מניות בשוק המשני, ושחרר אותם מחוסר הוודאות שהייתה נוצרת אילו נחשפו אף הם לחובה של השבת חלוקה לא כדין. בחברה ציבורית שמניותיה בזרות ואין לה כל בעל שליטה, סעד ההשבה נהפך ללא מעשי. לעומת זאת, בחברות פרטיות חובת ההשבה עשויה ללכוד את כל בעלי המניות שנהנו מן החלוקה האסורה.

כאמור, לצד סעד ההשבה החוק מטיל גם אחריות אישית על הדירקטורים שכינהו בעת קבלת ההחלטה. לפי החוק, דירקטור שכינה בעת ההחלטה על החלוקה האסורה יישא באחריות אישית להפרה של חובת הזהירות או חובת האמונים שלו.⁷³ הקביעה אם הדירקטור הפר את חובת הזהירות או את חובת האמונים שלו תוכרע לפי נסיבות העניין.

70 ס' 310 (א) לחוק החברות.

71 ס' 310 (ב) לחוק החברות.

72 ראו, למשל, ס' 34 לחוק המכר, התשכ"ח-1968; ע"א 2643/97 גנו נ' בריטיש וקולוניאל חברה בע"מ, פ"ד נז(2) 385 (2003); חנוך דגן "תקנת השוק כביטוח" ספר ויסמן – מחקרי משפט לכבודו של יהושע ויסמן 15 (שלום לרנר ודפנה לוינסון-זמיר עורכים, 2002); ישראל צינגלאוב "תקנת השוק: התפתחותה של תקנה ופיתוחו של דין" משפטים לא 837 (2001).

73 ס' 311 לחוק החברות. בראשית שנותיו של החוק, בטרם נחקק חוק החברות (תיקון מס' 3), התשס"ה-2005, ס"ח 238 (להלן: תיקון מס' 3), קבע סעיף זה באופן דווקני ונחרץ כי החלטה על חלוקה אסורה מהווה הפרה של חובת האמונים של הדירקטורים. תיקון מס' 3 ריכך קביעה דווקנית זו, והותיר לבתי המשפט את הקביעה אם מדובר בהפרה של חובת האמונים או של חובת הזהירות. ראו, למשל, את דברי ההסבר להצעת חוק החברות (תיקון), התשס"ב-2002, ה"ח 638, 648: "סעיף 311 לחוק קובע כי חלוקה אסורה היא הפרת חובת אמונים; ואולם ייתכנו מצבים שבהם חלוקה אסורה היא פועל יוצא של הפרת חובת הזהירות בלבד; לפיכך, מוצע לתקן את סעיף 311 לחוק ולקבוע כי ביצוע חלוקה אסורה יהווה הפרת חובה המוטלת על דירקטור, ולהותיר לבית המשפט לקבוע את מהות החובה שהופרה בנסיבות המתבררות לפניו; פועל יוצא מכך הוא כי חברה תוכל לבטח נושא משרה כנגד הפרת חובת הזהירות, אם תוטל, בשל חלוקה אסורה. במקביל מוצע לתקן את סעיף 259 לחוק, ולמנוע את האפשרות לפטור מראש דירקטור מאחריותו כלפי החברה עקב הפרת חובת הזהירות בחלוקה; זאת מאחר שחלוקה אסורה מהווה פגיעה בנושיה של החברה, ולכן פטור מאחריות בשל הפרת חובת הזהירות במקרה של חלוקה אסורה, יהווה ויתור על כספים המגיעים לחברה, אשר אמורים לשמש ככרית הביטחון של הנושים."

כך, למשל, אם יתברר כי היה לדירקטור עניין אישי בהחלטה על חלוקת הדיווידנד, יוביל הדבר אל עבר הפרת חובת האמונים שלו; ואילו בנסיבות שבהן אין עניין אישי או חוסר תום לב של הדירקטורים, תחשוף אותם מן הסתם החלוקה האסורה לאחריות בשל הפרת חובת הזהירות שלהם.⁷⁴

להטלת אחריות על הדירקטורים עשויים להיות טעמים אחדים. ראשית, בשל קיומה המובנה של "בעיית הנציג" בין החברה ונושיה לבין מקבלי ההחלטות בה (כנציגים/כסוכנים), מוטלת על הנציג חובה לפעול לטובת החברה. מקום שהנציג חורג מנורמות ההתנהגות המוטלות עליו ומתקבלת החלטה שפוגעת בטובת החברה, ואף מנוגדת לחוק, יש מקום לשקול הטלת אחריות על הנציג. שנית, ובהמשך לטעם הראשון, הטלת אחריות כאמור עשויה להמריץ את מקבל ההחלטות (הדירקטוריון) לתכנן את צעדיו מראש ולשקול בכובד הראש הנדרש, לאחר תהליך למידה מקדים וראוי, את ההחלטה שהוא נדרש לקבל. זה כבר מקובלנו כי הטלת אחריות היא מנגנון מכוון התנהגות מעיקרא (ex ante).⁷⁵ לפי שני טעמים אלו, האחריות הקבועה בחוק בגין החלטה על חלוקה אסורה אינה אלא ביטוי ספציפי וקונקרטי לחובות הכלליות של נושאי המשרה הקבועות בחוק, אשר נועדו להתמודד עם בעיית הנציג של נושאי המשרה. טעם שלישי אפשרי להטלת האחריות בגין חלוקה אסורה הוא לפתח ערוץ פיצוי משלים לחברה הניזוקה (ובעקיפין לנושיה) לצד סעד ההשבה.

אכן, לעיל הראינו כי בנסיבות שונות סעד ההשבה עלול להתגלות כחלקי בלבד. עם זה, גם סעד הפיצוי שתניב האחריות המוטלת על נושאי המשרה עלול להתברר כסעד חלקי ומוגבל. במקרים רבים כיסיהם האישיים של נושאי המשרה אינם כה עמוקים, וההיתכנות המעשית שמשם תפוצה החברה אינה גבוהה. אם האחריות שתוטל על הדירקטורים בגין החלוקה האסורה תהיה בגין הפרת חובת אמונים, גם לא יהיה כיסוי ביטוחי שיהיה אפשר לזכות ממנו בפיצוי הכספי.⁷⁶ המשכו של מאמר זה יתמקד בסעד השני בגין חלוקה אסורה – הטלת אחריות על נושאי המשרה. הבחינה מכאן ואילך תבקש לחדד את טיבה של אחריות זו, את גבולותיה ואת אמות המידה שלפיהן ראוי לבחון את הטלת האחריות.

74 עניין **חורב**, לעיל ה"ש 6, פס' 90–95 לפסק הדין; עניין **מלרג**, לעיל ה"ש 6; עמיר ליכט **דיני אמונאות – חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי** 263 (2013).

75 ראו, למשל, ס' 252 ו-254 לחוק החברות. ראו גם שרון חנס "ביקורת שיפוטית על החלטות הדירקטוריון: בין שיקול הדעת העסקי להגינות המלאה" **ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס** 141, 143–146 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015) (הספר להלן: **ספר גרוס**); עופר גרוסקופף ויפעת נפתלי בן ציון "תפישת מרָבָה, לא תפישת, האומנם? על נורמות התנהגות, מנגנונים פרוצדורליים וביקורת שיפוטית בדיני התאגידים" **ספר יורם דנציגר – אסופת מאמרים לכבודו של השופט (בדימוס) פרופ' יורם דנציגר** 133, 136 (לימור זר-גוטמן ועידו באום עורכים, 2019) (הספר להלן: **ספר יורם דנציגר**); אירית חביב-סגל **דיני חברות 369** (2007) (להלן: **חביב-סגל דיני חברות** (שכתוב ועדכון)); יוסף גרוס **דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי** 181 (2010).

76 ס' 261(2) לחוק החברות.

פרק ג: החלטה על חלוקה אסורה – הבחנות נדרשות

לשם התבוננות מעמיקה על חלוקה אסורה ועל האחריות הנובעת ממנה לדירקטורים ראוי לערוך תחילה הבחנות אחדות, אשר עשויות להשליך על עיצובה של אחריות הדירקטורים בהקשר זה. להלן נבחן שתי הבחנות: ההבחנה הראשונה שתיבחן היא בין שני המבחנים שקבע המחוקק לצורך התרת חלוקה; וההבחנה השנייה שתיבחן היא בין החלטה על חלוקה לבין החלטות אחרות שמתקבלות בדירקטוריון חברה.

1. טעם האיסור – העדר רווח או חדלות פירעון

חוק החברות קובע שני מבחנים מצטברים שהחברה נדרשת לקיים על מנת שחלוקה תהיה מותרת: מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון.⁷⁷ כאמור, מבחנים אלו נבדלים זה מזה.⁷⁸ מחמת חשיבות הדברים ומרכזיותם לבחינת אחריותם של הדירקטורים, נשוב ונחדד: מבחן הרווח מבוסס על יתרת העודפים של החברה שנצברו ואשר משתקפים בדוחותיה הכספיים.⁷⁹ מבחן זה משתמש בדוחות הכספיים של החברה, אשר נערכו לפי כללי החשבונאות, ומחלץ שורה תחתונה מן הדוחות האמורים. אם השורה התחתונה מציגה סכום חיובי, כי אז סכום זה עשוי לקצוב את השיעור המרבי של החלוקה המותרת (וזאת, כמובן, בכפוף להתקיימותו של מבחן יכולת הפירעון). כפי שהבהרנו לעיל, **מבחן הרווח הינו מבחן צופה פני עבר**. הדוחות הכספיים של החברה בכלל, ודוח רווח והפסד בפרט, מסכמים את ביצועיה ותוצאותיה הכספיים של החברה נכון למועד עריכתם. כלומר, הדוחות הכספיים הם סיכום העבר של החברה ושיקופו. אין בהם כדי לבטא או לשקף בהכרח את מצבה הכספי מכאן ולהבא. לזאת נועד מבחן יכולת הפירעון. כאמור לעיל, להבדיל ממבחן הרווח, **מבחן יכולת הפירעון הינו מבחן צופה פני עתיד**. הוא דורש מן הדירקטוריון לבחון את יכולת הפירעון של החברה בהמשך דרכה בעקבות החלוקה. מבחן יכולת הפירעון מחייב את בחינת תזרים המזומנים הצפוי של החברה מזה ואת

77 ס' 302 לחוק החברות. אומנם, החוק מתיר חלוקה גם כאשר חברה מקיימת את מבחן יכולת הפירעון בלבד, ללא מבחן הרווח, אך זאת בכפוף לקבלת אישור מראש מבית המשפט לחלוקה כאמור. ס' 303 לחוק החברות. עוד ראו עניין **חורב**, לעיל ה"ש 6, פס' 27 לפסק הדין; ע"א 2080/12 **גל-אור נ' גיבור ספורט אחזקות בע"מ**, פס' 12 לפסק הדין (פורסם באר"ש, 13.2.2013); ת"א (כלכלית ת"א) 62924-03-18 **אירונוסורס בע"מ נ' רשם החברות**, פס' 16 לפסק הדין (פורסם בנבו, 6.5.2018); ת"א (כלכלית ת"א) 48067-01-11 **ע.ל.א.ן מרחצאות בע"מ נ' בוק** "החברה הישראלית לתקשורת בע"מ", פס' 4 לפסק הדין (פורסם בנבו, 14.5.2012).

78 עניין **חורב**, לעיל ה"ש 6, פס' 27 לפסק הדין; עניין **מלרג**, לעיל ה"ש 6, פס' 84-85 לפסק הדין. עוד ראו גרוס **דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי**, לעיל ה"ש 75, בעמ' 363-373; סוארי, ברקת וגבעולי, לעיל ה"ש 14, בעמ' 112; יצחק סוארי, אלון רווח ודניאל פסרמן **רכישה עצמית של מניות לאור חוק החברות החדש** (2001); חביב-סגל **דיני חברות** כרך ב, לעיל ה"ש 8, בעמ' 81-119.

79 ראו לעיל פרק א.

מועדי הפירעון והסילוק של התחייבויותיה הכספיות מזה. זהו מבחן יכולת פירעון תזרימית.⁸⁰ אם מתעורר חשש סביר באשר ליכולתה של החברה לעמוד בפירעון התחייבויותיה בהגיע מועד קיומן, אין להחליט על חלוקה. כל עוד לא מתעורר חשש סביר כאמור, מבחן יכולת הפירעון מתקיים, והחלוקה מותרת.

קיים שוני ניכר בין מבחן צופה פני עבר לבין מבחן צופה פני עתיד. כאמור, **מבחן הרווח** הוא מבחן המסכם ביצועי עבר לפי כללי חשבונאות. זהו מבחן טכני בעיקרו, אשר **מסכם אירועים ותוצאות ידועים**. אומנם, קיימת מידה מסוימת של שיקול דעת שנדרש לשרבב אל תוך קביעת שיעור הרווח. אכן, ניתן לעורר שאלות דוגמת אופנים שונים לייחוס רווח לצורך חלוקה. כך, למשל, ניתן לשקול אם רווח הנוצר עקב שערור נכס קבוע ייחשב רווח המותר בחלוקה. כמו כן, ניתן לשקול אופני חישוב לצורך הקביעה מהם העודפים שנצברו בשנתיים האחרונות המותרים בחלוקה. אולם שיקול דעת זה הוא פרשני-מקצועי, מבחינה חשבונאית ומבחינה משפטית, באשר לתוצאות ואירועים עובדתיים ידועים.

לא כן מבחן יכולת הפירעון. מבחן זה צופה פני עתיד. לצורך מבחן זה יש לבחון – או ליתר דיוק להעריך – מה צפוי בעסקיה של החברה מכאן ואילך. יש לבחון מהו תזרים המזומנים שהחברה צפויה לייצר מפעילותה החזויה, ובאיזה קצב צפוי להתרחש ייצור המזומנים. את כל זאת יש להשוות ולעמת עם מועדי הפירעון הקבועים להתחייבויות החברה.⁸¹ דא עקא, כל התחזיות וההערכות הצופות פני עתיד כשמן כן הן – תחזיות, הערכות. אין ולא יכול להיות כאן מידע מוצק מוכח וודאי. בהגדרה, העתיד אינו ודאי. להבדיל מסיכום עובדתי של נתונים על ביצועי העבר של החברה, העתיד אינו אלא השערה של הסתברויות. ההסתברויות עשויות להיות גבוהות, אולם בסופו של דבר העתיד – מי ישורנו? לפיכך, לשם הפעלת **מבחן יכולת הפירעון**, קרי מבחן חיזוי הסתברותי, הדירקטורים נדרשים מניה וביה להפעיל שיקול דעת ולהעריך את התוחלות של **תרחישים עתידיים** באשר לפעילות החברה ולתוצאותיה הכספיות.

2. בין חלוקה להחלטות אחרות

חלוקה היא החלטה משמעותית שדירקטוריון חברה עשוי להחליט. אך אין זו ההחלטה היחידה שבסמכותו של הדירקטוריון. עניינים רבים עולים לשולחן הדירקטוריון לצורך קבלת החלטתו. בכלל אלה החלטות מימון של החברה (גיוסי הון או חוב, נטילות אשראי), החלטות השקעה בנכסים או רכישתם, החלטות בעניין מיזוגים או רכישת שליטה בחברות אחרות, החלטות בענייני התדיינויות משפטיות של החברה ויישובן, ועוד. בכל ההחלטות האלה הדירקטורים כפופים לקיום חובותיהם לפי חוק החברות – חובת הזהירות וחובת האמונים. טענות להפרתן של חובות אלו ייבחנו בתביעות בבית המשפט.

80 בעניין זה ראו לעיל תת-פרק א1.

81 ראו גם שם.

חובת האמונים בוחנת אם קיימת למקבלי ההחלטה מניעות מלקבל את ההחלטה בשל ניגוד עניינים (או עניין אישי) בינם לבין טובת החברה. כלומר, הבחינה היא של התנאים הסביבתיים שבהם ההחלטה אמורה להתקבל, שהם חיצוניים לתוכן ההחלטה עצמה (אף שההנחה היא כי תנאים סביבתיים אלו פוגמים ביכולת לקבל החלטה עניינית לגופה).⁸² לעומתה, חובת הזהירות עשויה להידרש לבחינת תוכן ההחלטה המתקבלת ולסבירותה.⁸³

לעניינים השונים העולים לדיון לפני הדירקטוריון קיים מכנה משותף: כל העניינים הללו מחייבים הפעלה של שיקול דעת. לצורך כל החלטה שתתקבל מועלים ונבחנים שיקולים שונים המתייחסים להחלטה ולהשלכותיה על החברה. חלק מן השיקולים מחזקים כיוון אחד, וחלקם מטים את הכף דווקא אל עבר הכיוון האפשרי האחר. על מנת לשקללם יחדיו ולבחון היטב מה נכון וטוב לחברה ומה לא, הדירקטורים נדרשים להפעיל שיקול דעת מקצועי. ככלל, לשיקול דעת זה אין גבולות גזרה משפטיים ברורים המוגדרים מראש בחוק או בפסיקה.⁸⁴ אין אמות מידה מוגדרות הקובעות איזו החלטת השקעה אפשר לקבל ואיזו אי־אפשר. אין אמות מידה ברורות הקובעות איזו החלטת רכישה או מיזוג טובה לחברה ואיזו תעמוד לה לרועץ.⁸⁵ אומנם, בהקשר של חובת הזהירות ניתן לומר כי אמת המידה המשפטית הרלוונטית החלה על כל החלטה של הדירקטוריון היא "סבירות". אולם סבירות אינה מוגדרת ואינה מתורגמת למבחנים

82 דוד האן "נקי יהיה מִפִּיתוֹ": עניין אישי באישור עסקה של חברה" הפרקליט מט 93 (2006).
 83 אומנם, אימוצו של כלל שיקול הדעת העסקי מרחיק את שגרת ההתדיינויות בבית המשפט מבחינת תוכן ההחלטה אל בחינת אופן קבלת ההחלטה ונסיבותיה. ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ, פס' 70–68 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם באר"ש, 28.12.2016); ע"א 4857/16 מנשה נ' יווחין אייר בע"מ, פס' 29–33 לפסק הדין (פורסם באר"ש, 24.4.2018); ת"א (כלכלית ת"א) 48851-02-12 מטרת מיזוג חברות בע"מ נ' אולטרה שייפ מדיקל בע"מ, פס' 212–215 לפסק הדין (פורסם בנבו, 16.7.2012) (להלן: עניין אולטרה שייפ); שרון חנס "כלל שיקול־הדעת העסקי" עיוני משפט לא 313 (2009). עם זה, בחינה של תוכן ההחלטה וסבירותה עשויה להתעורר אם וכאשר תיסתר חזקת שיקול הדעת העסקי. ראו, למשל, תנ"ג (כלכלית ת"א) 13663-03-14 ניומן נ' פיננסיטק בע"מ, פס' 59 לפסק הדין (פורסם בנבו, 24.5.2015); תנ"ג (מחוזי מר') 10466-09-12 אוסטרובסקי נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פס' 50 לפסק הדין (פורסם בנבו, 9.8.2015). ראו גם להלן תת-פרק 4.

84 זאת, בהנחה שאין ההחלטה נוגדת איסור פלילי או מנהלי הקבוע בחוק.
 85 להבדיל מן החוק או הפסיקה, שאינם מציינים תיחום ברור, מרחב שיקול הדעת של החברה עשוי להיות מוגבל מכוח התקשוריות החוזיות. הסכמי אשראי שהחברה מתקשרת בהם עם נושיה עשויים להציב לה גבולות גזרה חוזיים לביצוע פעולות או עסקאות שהנושה חושש מפני התקיימותם או שהוא מבקש כי יזכו בהסכמתו בטרם תתקשר בהם החברה. ראו, למשל, Jason W. Neyers, *Canadian Corporate Law, Veil-Piercing, and the Private Law Model Corporation*, 50 U. TORONTO L.J. 173, 235 (2000); FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHER, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 41 (1991); Clifford W. Smith, Jr. & Jerold B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 J. FIN. ECON. 117 (1979); Avner Kalay, *Stockholder—Bondholder Conflict and Dividend Constraints*, 10 J. FIN. ECON. 211 (1982).

ספציפיים שעל הדירקטוריון לשקול בהקשרים השונים שבהם הוא נדרש להחלטה. כך, למשל, אין הגדרה או מבחן מהי רכישת נדל"ן סבירה ומה אינה רכישת נדל"ן סבירה. אף אין הגדרה מה הם השיקולים והפרמטרים הנדל"ניים שיש לבחון כדי שהחלטה תיחשב סבירה. אלה דברים התלויים בנסיבות, והמשפט מותירם – ולא בכדי – פתוחים וגמישים. לכשתידרש, תבחן אפוא הביקורת השיפוטית את סבירות החלטותיו של הדירקטוריון בכל עניין לפי נסיבותיו הספציפיות.

לא כן החלטת דירקטוריון בדבר חלוקה. החלטה זו נבדלת מכל החלטה אחרת שדירקטוריון חברה מקבל בכך שלהחלטה זו הציב המחוקק גבולות גזרה ברורים ומוגדרים. המחוקק קבע מפורשות, בסעיפים 302 ו-303 לחוק החברות, מבחנים המבחינים בין חלוקה מותרת לחלוקה אסורה.⁸⁶ בהקשר של חלוקה נתחם אפוא מרחב שיקול הדעת שהדירקטוריון רשאי להפעיל. תחימה זו נעשתה על מנת להגן על טובתה של החברה, ובעקיפין על נושיה, כך שזכויות הפירעון שלהם הימנה לא יסוכנו. בעניין זה הקדים המחוקק ושקלל את שיקולי הסיכון אל תוך מבחנים חקיקתיים מוגדרים: מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון. החלטת חלוקה לא נותרה אפוא בגדר רקמה פתוחה שטעונה מילוי תוכן מעשי וספציפי בידי מקבל החלטה – הדירקטוריון. זו החלטה שתוחמה מראש עבור הדירקטוריון למתחם ההיתר שעוצב על ידי המחוקק.⁸⁷

ההבחנה האמורה שבין החלטה בדבר חלוקה לבין כל החלטה עסקית אחרת שדירקטוריון עשוי לקבל מוכרת בספרות האקדמית כהבחנה שבין "כללים" לבין

86 באופן דומה, עסקת מיזוג אינה ניתנת לאישור אם הדירקטוריון קבע כי עקב המיזוג לא תהיה החברה בת פירעון. ס' 315 לחוק החברות. יצוין כי לפי לשון סעיף זה, מבחן יכולת הפירעון הקבוע בו אינו זהה למבחן יכולת הפירעון התזרימית הקבוע בס' 302 לחוק החברות בעניין חלוקה. טעם הדבר הוא כי מכל יתר החלטות והעסקאות שמתקבלות בחברה, גם עסקת המיזוג, בדומה להחלטה על חלוקה, היא עסקה הקשורה במישרין לזכויות הנושים. בדומה לס' 302 לחוק החברות בעניין חלוקה, גם ס' 315 לחוק החברות בעניין מיזוג בא למתן את בעיית הנציג שבין בעלי המניות בחברה לבין נושיה. בעניין זה ראו זוהר גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" **ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקציה – חיבורי משפט** 239, 266–274 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקציה ומרדכי א' ראבילו עורכים, 1996). בעיית נציג זו מתעוררת פחות בהקשר של החלטות ועסקאות אחרות של החברה.

87 ניתן לטעון כי ההבחנה בין החלטה על חלוקה, אשר שיקול הדעת בעניינה נתחם בגבולות גזרה חקיקתיים, לבין החלטות אחרות שמתקבלות בחברה, אשר לא נתחמו כאמור על ידי המחוקק, נעוצה בכך שהחלטות אחרות נועדו מלכתחילה לקדם את טובת החברה, ואילו החלטה על חלוקה נועדה להיטיב עם בעלי המניות, ולא דווקא עם החברה. טענה כאמור היא בגדר השערה אפשרית, הגם שהיא אינה מגובה בהיסטוריה החקיקתית של חוק החברות. עם זה, אין אנו מסכימים בהכרח עם הטענה האמורה, שכן גם החלטה על חלוקה עשויה בהחלט לקדם את טובת החברה. יש בחלוקה משום איתות חיובי למשקיעים, אשר מגביר את אמנם בחברה ועשוי לעודד השקעות נוספות בה. ראו, למשל, J. Hobbs & M.I. Schneller, *Dividend Signalling and Sustainability*, 22 APPLIED FIN. ECON. 1395 (2012); Richard D. Morris, *Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice*, 18 ACCT. & BUS. RES. 47 (1987).

"סטנדרטים"⁸⁸ את דין החלוקה עיצב חוק החברות בדרך של "כלל". המחוקק קבע באופן ברור כי אם יש רווח והחברה עומדת במבחן יכולת הפירעון, היא רשאית לבצע חלוקה; ואם לאו – החלוקה אסורה. המחוקק לא הותיר את החלוקה להחלטה שניתן לקבלה אם הדירקטוריון יסבור כי החלוקה "סבירה", "הגיונית" או נראית "מועילה" או "לטובה החברה"⁸⁹. לעומת זאת, כל החלטה עסקית אחרת שדירקטוריון עשוי לקבל תתקבל על פי אמות המידה הכוללניות, קרי, על פי "סטנדרט" כללי ולא מחודד. על ההחלטה שתתקבל להיות סבירה. מהי סבירות וכיצד נמדוד אותה? כאן קיים מרחב שיקול דעת רחב ובלתי מוגדר. לפרשן פתרוני. מכל מקום, יש לשים לב שקיים בעניין זה שוני תפיסתי בין מרחב ההחלטה המצומצם, או מתוחם, שהותיר המחוקק לדירקטוריון בעניין החלטה על חלוקה לבין מרחב ההחלטה הכללי, הבלתי-תחום, שהדירקטוריון נהנה ממנו באשר לקבלת החלטות עסקיות אחרות.⁹⁰

88 אוריאל פרוקצ'יה "פרק יד: תאגידים" הגישה הכלכלית למשפט 751, 788–793 (אוריאל פרוקצ'יה עורך, 2012); מנחם מאוטנר "כללים וסטנדרטים בחקיקה האזרחית החדשה – לשאלת תורת המשפט של החקיקה" משפטים יז 326, 321 (1987); יששכר רוזן-צבי **ההליך האזרחי** 59–60, 219–222 (2015). עור ראו STEVEN SHAVELL, ECONOMIC ANALYSIS OF ACCIDENT LAW 79–83 (1987); Richard Craswell & John E. Calfee, *Deterrence and Uncertain Legal Standards*, 2 J.L. ECON. & ORG. 279 (1986); Isaac Ehrlich & Richard A. Posner, *An Economic Analysis of Legal Rulemaking*, 3 J. LEGAL STUD. 257, 262–276 (1974); Kathleen M. Sullivan, *The Supreme Court 1991 Term: Foreword: The Justices of Rules and Standards*, 106 HARV. L. REV. 22, 62–63 (1992). לטענה כי ההתפתחות הטכנולוגית של data ובינה מלאכותית עשויה לייתר את עיצוב הנורמות בחלוקה הדיכוטומית שבין כללים לסטנדרטים ראו Anthony J. Casey & Anthony Niblett, *The Death of Rules and Standards* (Coase-Sandor Inst. for L. & Econ., Working Paper No. 738, 2015), chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2444&context=law_and_economics.

89 עם זה, להלן נראה כי מבין מבחני החלוקה שבחוק, מבחן הרווח נוסח יותר כ"כלל", ולעומתו מבחן יכולת הפירעון נוסח פחות ככלל ויותר כסטנדרט. אכן, המונח "סבירות" מגולם בהקשר פנימי של "מבחן יכולת פירעון". במובן זה, מבחני החלוקה אינם "כלל" במובנו התיאורטי המושלם. ראו להלן תת-פרקים ד2–ד3.

90 יטען הטוען כי קיים סוג נוסף של החלטות עסקיות שבו גדר המחוקק גדרות למרחב ההחלטה של הדירקטוריון וקבע לו גבול בין החלטה מותרת להחלטה אסורה. סוג החלטות זה הוא כל עסקה שבה לנושא המשרה יש עניין אישי. לפי החוק, עסקה כאמור שלא עברה את מנגנון האישור הקפדני והמדוקדק הקבוע בפרק "עסקאות עם בעלי עניין" בטלה, או במקרה שהיא נערכה עם צד שלישי – ניתנת לביטול. על פני הדברים, זהו גבול גזרה חקיקתי לעסקאות כאמור. אולם אין הנדון דומה לראיה. גבול הגזרה בהקשר זה מונע עסקאות שדבק בהן רכיב בעייתי של עניין אישי של נושא המשרה (קרי, רכיב ממשפחת חובת האמונים) כל עוד לא מורקה העסקה מרכיב בעייתי זה באמצעות הפרוצדורה הקבועה בפרק האמור בחוק. גבול גזרה זה אינו תוחם את החלטת הדירקטוריון לפי אמות מידה או פרמטרים המתייחסים לתוכן ההחלטה לגופה. לעומת זאת, גבולות הגזרה החקיקתיים בעניין החלטה על חלוקה הם גבולות גזרה הנכנסים במישורין לתוכן ההחלטה ולפרמטרים הנבחנים במסגרתה.

פרק ד: אחריות דירקטורים בגין החלטת חלוקה

כאמור, ככל החלטה אחרת של דירקטוריון, גם החלטה שלו על חלוקה לבעלי המניות עלולה להקים אחריות למקבלי ההחלטה. דבר זה קבוע מפורשות בסעיף 311 לחוק החברות באשר לחלוקה אסורה. שאלה שמתעוררת אפוא בעניין זה היא מה טיב אחריותם של דירקטורים בגין החלטה על חלוקה. שאלה נוספת, המחוברת בטבורה לשאלה האמורה, היא כיצד תיבחן סוגיית האחריות של הדירקטורים בבואה לפני בית המשפט. למען מיקוד הדיון נבהיר כי אין ענייננו במאמר זה לבחון מה טיב אחריותם של הדירקטורים בגין החלטת חלוקה העולה כדי הפרת חובת האמונים של הדירקטורים (קרי, החלטה אשר נגועה בעניין אישי של דירקטורים או כיוצא בזה). החלטה כאמור אינה נבדלת מכל החלטה אחרת שבה לדירקטורים יש עניין אישי. בהנגדה לכך, במאמר זה אנו מבקשים להתמקד בשאלת אחריותם של הדירקטורים בגין החלטה על חלוקה שאינה נגועה בעניין אישי שלהם.

סעיף 311 לחוק חושף את הדירקטורים לאחריות אפשרית להפרת חובת הזהירות שלהם כאשר ההחלטה שהם אישרו מתבררת כחלוקה אסורה. טיבה של אחריות זו טעון ליבון וחקירה יסודיים. חקירה כאמור תיערך על ידינו בפרק זה. חקירה זו תבחן את העניינים הבאים: ראשית, נעמוד על הבחינה הפרשנית הלשונית של הוראות החוק בעניין זה. שנית, נשקול את השלכותיה של ההבחנה בין כללים לסטנדרטים על עיצוב אחריותם של מקבלי ההחלטות. שלישית, נבחן אם דין אחד לחלוקה המפרה את מבחן הרווח ולחלוקה המפרה את מבחן יכולת הפירעון. לבסוף, נעסוק בשאלת ישימותו של כלל שיקול הדעת העסקי בהקשר המסוים של החלטה על חלוקה לבעלי המניות.

1. פרשנות החקיקה

סעיף 311 לחוק החברות קובע כי משבוצעה חלוקה אסורה יהיה כל דירקטור שכיהן בדירקטוריון בעת ההחלטה על החלוקה אחראי בגין הפרת חובה שלו לפי חוק החברות. כאמור, מאמר זה עוסק בנסיבות שאינן עולות כדי הפרת חובת האמונים. ממילא, הוראות סעיף 311 בענייננו מורות כי במקרה של חלוקה אסורה יחובו הדירקטורים באחריות אישית להפרת חובת הזהירות שלהם.⁹¹ על פני הדברים, לשונו של הסעיף מורה על מבחן תוצאתי לצורך קביעת אחריות הדירקטורים. רוצה לומר, השאלה אם דירקטור הפר את חובת הזהירות שלו תנבע באופן ישיר מגורל החלוקה, דהיינו, אם החלוקה מותרת או אסורה. לפי לשון הסעיף, עצם התוצאה שהחלוקה אסורה היא שמקבעת תוצאה נוספת – אחריות אישית של הדירקטורים (בכפוף להגנות שהוכחת

91 חוק החברות אוסר על חברה לקבוע בתקנונה ולהחליט על מתן פטור מאחריות אישית לדירקטורים בגין הפרת חובת הזהירות שלהם מחמת חלוקה, אולם מתיר לחברה לרכוש ביטוח אחריות לדירקטורים בגין אחריות זו. ראו ס' 259(ב) ו-261 לחוק החברות.

קיומן מוטלת עליהם, כנחבעים).⁹² כלומר, נקודת המוצא של החוק היא שהאחריות אינה מתעוררת על פי אופן התנהלותו של הדירקטור – אם היה דקדקן או רשלן – אלא לפי השורה התחתונה של הפעולה: אם ימצא כי החלוקה אסורה, יילכד הדירקטור בסבך האחריות. לפי פרשנות כאמור, כלל משפטי דוגמת כלל שיקול הדעת העסקי, אשר בוחן את אופן התנהלותו של הדירקטור עובר לקבלת החלטתו, אינו ישים בהקשר של חלוקה שנמצאת אסורה. דרך קבלת ההחלטות כשלעצמה לא תשחרר את הדירקטור מאחריות, שכן דרך קבלת ההחלטות אינה ממרקת את החלוקה מן הקביעה כי היא אסורה.⁹³ פרשנות כאמור טומנת בחובה קושי. ראשית, אין היא מתיישבת עם הקו הכללי של הדין בדבר אחריות דירקטורים. ככלל, דיני החברות אינם מטילים אחריות על נושא משרה רק בגין התוצאה הנפסדת שנגרמה מהחלטתו. הבחינה העיקרית לצורך הטלת אחריות על מקבל ההחלטה היא אופן קבלת ההחלטה. חובת הזהירות של נושא משרה היא חלק מדיני הרשלנות הנזיקיים.⁹⁴ דיני הנזיקין אינם קובעים אחריות מוחלטת על מעוול בגין עצם התרחשות הנזק, אלא בוחנים, בראש ובראשונה, התרשלות בהתנהגותו של המעוול.⁹⁵ כך הוא הדין גם בהקשר של חובת הזהירות של נושאי משרה בחברות. במונח זה נדמה כי הוראת סעיף 311 לחוק החברות ופרשנותה דלעיל נוקטים קו שונה. דבר זה טעון הנמקה עניינית וליבון. שנית, יש לזכור כי עצם הקביעה אם חלוקה היא אסורה או מותרת עלולה לעיתים להיקבע רק בדיעבד, בהכרעה שיפוטית בתביעה שהוגשה בעניינה.⁹⁶ קשה להצדיק הטלת אחריות על מקבל החלטה עקב קביעה הנקבעת רק בדיעבד כי החלטתו הייתה אסורה. אם קו הגבול בין האיסור להיתר לא היה ידוע ולא הוגדר למקבל ההחלטה נכון לשעת ההחלטה, מדוע זה יישא באחריות לקביעה מאוחרת כאמור?⁹⁷

92 ס' 311 לחוק החברות קובע כי אם בוצעה בחברה חלוקה אסורה, קיימות הגנות מסוימות שדירקטור יוכל ליהנות מהן אם וכאשר הן יוכחו על ידיו: " (1) שהתנגד לחלוקה האסורה ונקט את כל האמצעים הסבירים כדי למנועה; (2) שהסתמך בתום לב הסתמכות סבירה על מידע שאלולא היה מטעה היתה החלוקה מותרת; (3) שבנסיבות הענין, לא ידע ולא היה עליו לדעת על החלוקה." 93 עניין **מלרג**, לעיל ה"ש 6, פס' 158 לפסק הדין; עניין **חורב**, לעיל ה"ש 6, פס' 85–88 לפסק הדין. 94 ראו ס' 252 לחוק החברות, המפנה לס' 35–36 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש] (להלן: פקודת הנזיקין). 95 ע"א 145/80 **ועקנין נ' המועצה המקומית, בית שמש**, פ"ד לז(1) 113 (1982); ע"א 243/83 **עיריית ירושלים נ' גוררון**, פ"ד לט(1) 113 (1985); אריאל פורת **נזיקין** כרך א 87–91 (2013); י' אנגלרד, א' ברק ומ' חשין **דיני הנזיקין – תורת הנזיקין הכללית** 127 (מהדורה שנייה מתוקנת ומעודכנת, ג' טדסקי עורך, 1976); ברק מדינה "הכוונת התנהגות באמצעות עוולת הרשלנות – דיני הנזיקין בראי תורת הבחירה החברתית" **המשפט** ד 255, 261–263 (1998); ישראל גלעד "על יסודותיה של עוולת הרשלנות במשפט הנזיקין הישראלי" **עיוני משפט** יד 319 (1989). 96 דברים אלו יפים בעיקר בהתייחס לקביעה כי ההחלטה על החלוקה לא קיימה את מבחן יכולת הפירעון. ראו להלן תת-פרק ד3. 97 אכן, ס' 311(1) לחוק החברות מורה כי דירקטור יוכל לנסות להתגונן מפני הטלת אחריות עליו בגין חלוקה אסורה אם ישכנע את בית המשפט כי הוא התנגד לחלוקה וכי הוא נקט את כל האמצעים הסבירים כדי למנועה. כלומר, הדירקטור יציג את **התנהלותו** כאמצעי הגנה מפני הטלת אחריות בגין התוצאה העובדתית של חלוקה אסורה.

אשר על כן, נראה כי אופן הבחינה הראוי לשם הטלת אחריות על דירקטורים בגין החלטה על חלוקה לבעלי המניות אינו יכול להסתפק בפרשנות מילולית פשוטה כאמור להוראת סעיף 311 לחוק. אחד משניים: או שהוראה זו אוצרת בחובה רכיב נוסף לצורך הטלת האחריות, אשר יש לחלצו באופן פרשני, או שהוראת חוק זו אינה משכנעת בתצורתה הנוכחית. נפנה אפוא לבחינה עיונית של אחריות הדירקטורים בעת החלטה על חלוקה, השוקלת גם את ההבחנות שנדונו לעיל בפרק ג.

2. אחריות בגין הפרת כללים לעומת אחריות בגין הפרת סטנדרטים

ההבחנה שהובאה לעיל בין עיצוב הוראות משפטיות (נורמות בלעז) בדרך של כללים לבין עיצובן בדרך של סטנדרטים מקרינה על בחינת ההפרה של כל אחד משני מיני ההוראות המשפטיות האלה. כאשר נקבע כלל מוגדר וברור, אף הפרתו ברורה בהתאם: עמידה בגבולות הגזרה של הכלל מקיימת את הדין; סטייה מגבולות הגזרה האלה היא הפרה משפטית. ההנחה הגלומה בכלל שנקבע היא שהגורם אשר קבע את הכלל (המחוקק) בחן, עובר לקביעתו, את הערך הטעון הגנה, והציב, באמצעות הכלל, את הגבול בין המותר לבין האסור בנקודה שתגן באופן ראוי על הערך המוגן. כך, למשל, כאשר חקיקה קובעת כי המהירות המרבית המותרת לנהיגה היא 90 קמ"ש, המחוקק שקלל אל תוך שיעור המהירות המרבית שקבע את סיכוני הנהיגה ותוצאותיה (תאונות) אל מול הרצון לאפשר נהיגה ותעבורה במהירות מסוימת. גבול המהירות המרבית הוא נקודת הגבול שהמחוקק קובע בין הנהיגה המותרת לנהיגה האסורה. קביעתו של כלל מבקשת לשלול מן המשתמש את שיקול הדעת באשר לפעולתו. המחוקק כבר ערך את שיקול הדעת עבורו. לפיכך כל הסוטה מן הכלל – כלומר, כל הנוהג במהירות העולה על 90 קמ"ש – מפר את הדין וצריך לשאת באחריות לכך. אין הוא יכול עוד להישמע בטענה כי "בחנתי את תנאי הכביש שלפניי ונהגתי בהתאם, לפי שיקול דעת ובאופן זהיר". קביעתו של כלל שוללת את מרחב שיקול הדעת של מקבל ההחלטה מעבר לגבולות הגזרה שהציב הכלל. במובן זה, הגישה המשפטית להוראות שעוצבו בצורה של כלל היא גישה בינרית: התנהלות בתוך גבולות הגזרה היא התנהלות מותרת; התנהלות מחוץ לגבולות הגזרה היא – בהגדרה – הפרה הגוררת אחריות.

להבדיל מכללים, סטנדרטים הם הוראות משפטיות הנשענות – מלכתחילה ובכוונת מכוון – על אמות מידה גמישות. כך, למשל, הוא הסטנדרט הקובע כי על נושא משרה לפעול "בסבירות". מה ייחשב סביר ומה לא? האם משמעותה של "סבירות" היא דיון בנושא שעל הפרק במשך שלוש שעות? ארבע שעות? כאשר המחוקק בוחר לעשות שימוש בסטנדרט, הוא מקנה לדמות הפועלת ומקבלת ההחלטה מרחב של שיקול דעת, שאינו מוגדר ותחום מראש. את תחומת מרחב שיקול הדעת יעשה בית המשפט בפרשנות שתבוא לאחר מעשה. פרשנות זו עשויה לשמש קו מנחה לעתיד לבוא, אולם ביסודו של דבר סטנדרטים מכוונים להותיר מרחב של שיקול דעת בקבלת ההחלטה. בחינת שיקול דעת זה במסגרת תביעה להטלת אחריות אישית על המחליט עשויה להידרש אפוא

לאופן הפעלת שיקול הדעת, קרי, לנסיבות קבלת ההחלטה ואף לתוכן ההחלטה. בחינת רכיבים אלו תיצוק תוכן מעשי לסטנדרט הרחב שקבע המחוקק. מן האמור עולה כי כאשר קבע המחוקק כללים באשר לפעולה של חלוקה לבעלי המניות של חברה, סטייה מגבולות הכלל עולה כדי הפרה ואכן מצדיקה הטלת אחריות. במקרה של אי-קיום הכלל שקבע המחוקק באשר לחלוקה מותרת, מקבל ההחלטה אמור לשאת באחריות בגין החלטתו לאשר את שאסור. במובן זה, נדמה כי הוראתו של סעיף 311 לחוק החברות אכן מבטאת אחריות להפרתו של כלל. נבדלותה מן הגישה הכללית של דיני החברות, הדורשת לבחון את אופן התנהלותם של הדירקטורים ואת הנסיבות שהובילו לקבלת ההחלטה, היא כנבדלות שבין כללים לבין סטנדרטים. מכיוון שלחלטת חלוקה קבע המחוקק כללים ואילו לכל החלטה מקצועית אחרת שדירקטור מקבל לא נקבעו כללים, ממילא על החלטת חלוקה שהיא אסורה ניתן להשית אחריות בגין התוצאה של סטייה מגבול הגזרה, ואילו בהחלטות אחרות יש לבחון את שיקול הדעת של הדירקטורים בקבלת ההחלטה, באשר אין להחלטה גבולות גזרה תחומים ומוגדרים.

ההבחנה שלעיל חשובה. היא עשויה אף להבהיר את פשר השוני שבין סעיף 311 לחוק החברות לבין דיני החברות הכלליים באשר לאופן הייחוס של אחריות לדירקטורים בגין החלטותיהם. אולם אליה וקוץ בה: ספק אם כל היסודות של דיני החלוקה הם בבחינת גבול גזרה קשיח, קרי, "כלל". חלק מן הכללים של דיני החלוקה מטמיעים בתוכם, באופן מובנה, את הצורך בשיקול דעת. במובן זה, אין הם "כלל" קלסי. בחינת אחריותם של הדירקטורים טעונה לפיכך התבוננות נוספת. בכך יעסוק התת-פרק שלהלן.

3. אחריות – הבחנה בין מבחן הרווח למבחן יכולת הפירעון

כאשר נבחנת שאלת אחריותם של דירקטורים בגין החלטה על חלוקה אסורה, נכון לברר תחילה מה פשר היותה של החלוקה אסורה. כזכור, על מנת שחלוקה תהיה מותרת, על החברה לקיים שני מבחנים מצטברים: את מבחן הרווח ואת מבחן יכולת הפירעון. כלומר, די שמבחן אחד לא יתקיים על מנת שחלוקה תיחשב אסורה ותפר את הדין המחייב (הכופה, הקוגנטי) של חוק החברות.⁹⁸ לעיל הראינו כי שני המבחנים האמורים שונים במהותם: מבחן הרווח צופה פני עבר, ולעומתו מבחן יכולת הפירעון צופה פני עתיד.⁹⁹ להבחנה זו נודעת חשיבות רבה באשר לאופן קיום המבחן או, חלילה, הפרתו. בהיות מבחן הרווח צופה פני עבר, נקל על המחוקק להציב לו גבול גזרה מוגדר וברור. המבקש לבחון אם קיימים בחברה רווחים המותרים בחלוקה נדרש לעיין בדוחות הכספיים של החברה. עליו לאתר את השורה התחתונה של סעיף העודפים במאזן, ולוודא שהיתרה המופיעה בה מקורה ברווחים שנצברו ודווחו תחילה בדוח רווח והפסד

98 אם לא התקיים מבחן הרווח, החלוקה אסורה אם היא לא קיבלה את אישור בית המשפט מראש. ראו ס' 303 לחוק החברות.

99 ראו לעיל תת-פרק 11.

של החברה.¹⁰⁰ כלומר, בחינת הרווח אינה פעולה של הערכה וחיזוי; זו פעולה של התבוננות, טכנית במידה רבה, בשורה התחתונה שדווחה על התוצאות הכספיות של החברה עד כה. זוהי בחינה עובדתית של מציאות קיימת. לא נדרשת הפעלת שיקול דעת באשר לקביעת המציאות או להערכתה.¹⁰¹ לפיכך יש מקום להטלת אחריות בגין עצם אי-קיומו של מבחן הרווח, כלומר, חלוקה של כספים שלא נצברו כיתרות בעודפים המדווחים של החברה. בהקשר זה אופן התנהלותם של נושאי המשרה וטיב שיקוליהם רלוונטיים פחות.¹⁰² קביעת המחוקק בסעיף 311 לחוק החברות כי עצם החלוקה האסורה היא המקימה אחריות לדירקטורים שכינהו בעת ההחלטה מתיישבת עם חלוקה שנמצאה אסורה עקב הפרת מבחן הרווח.¹⁰³

שונים פני הדברים באשר למבחן יכולת הפירעון. מבחן זה מחייב את הדירקטורים להידרש לתחזית בנוגע לתזרים המזומנים של החברה. על הדירקטורים לנתח את פעילותה העסקית של החברה מכאן ולהבא, להעריך את הכנסותיה, רווחיותה ותזרים המזומנים הצפוי לה מן הפעילות הצפויה, ולהציב את כל אלה מול לוח הסילוקין והפירעון של התחייבויותיה. זוהי משימה נכבדה. אין היא מדע מדויק, ולא תיתכן כאן

100 ראו עניין **חורב**, לעיל ה"ש 6, פס' 66–65 לפסק הדין.

101 ראו תנ"ג (כלכלית ת"א) 49615-04-13 **להב נ' אי די בי חברה לפתוח בע"מ**, פס' 16 לפסק הדין (פורסם בנבו, 6.11.2013): "יתרונו של מבחן הרווח על פני מבחן יכולת הפירעון הוא אם כן בהיותו מבחן טכני, קל ליישום, שנשמך על כללים חשבונאיים. בניגוד למבחן יכולת הפירעון שהוא מבחן צופה פני העתיד, שכל כולו מבוסס על הנחות ותחזיות של אירועים שטרם קרו – מבחן הרווח הוא מבחן שאיננו מחייב הפעלה כלשהי של שיקול דעת מטעם הדירקטוריון. זו היתה גם המגמה של המחוקק בקובעו את מבחן הרווח שנועד להיות בהיר מאחר ששולי ההון העצמי שהדין מצווה על שמירתו יוגדרו מעתה בצורה ברורה וחד משמעית..." הצוטט בפסק הדין הוא מדברי ההסבר להצעת חוק החברות, לעיל ה"ש 12, בעמ' 101.

102 אומנם, ייתכן שלצורך הדיווח הכספי תידרש פרשנות חשבונאית ומשפטית של "רווח", בפרט בשאלה אילו רכיבים כספיים מותר לכלול בו. כך, למשל, התעוררה שאלה פרשנית אם לנוכח אימוצם של כללי ה-IFRS בחשבונאות יש מקום להכיר ברווחי שערות נכסים, המדווחים בדוחות הכספיים, כ"רווח" המותר בחלוקה לבעלי המניות. אולם שאלות אלו הן פרשנות של נתונים קיימים. אין הן משקפות חוסר הסכמה באשר למציאות העובדתית. אכן, להבדיל מהתייחסות טכנית למציאות העובדתית הנתונה, ראוי שהדירקטורים יסתייעו ביועצים מקצועיים באשר לפרשנות החשבונאית או המשפטית של הגדרת "רווח" ואילו רכיבים (קיימים) ניתן לכלול בו, ויסתמכו על עמדתם המקצועית בעניין זה. השוו עניין **חורב**, לעיל ה"ש 6, פס' 80–85 לפסק הדין. עוד ראו עניין *Klang*, לעיל ה"ש 45.

103 עם זה, דומה כי האחריות בגין הפרת מבחן הרווח תואמת יותר את עוולת הפרת חובה חקוקה (ס' 63 לפקודת הנזיקין) מאשר את עוולת הרשלנות (ס' 35–36 לפקודת הנזיקין). עדה בר-שירה **דיני הנזיקין: העוולות השונות – הפרת חובה חקוקה** (מהדורה שנייה מאת דפנה לוינסון-זמיר, ג' טרסקי עורך, 1989); תמר גדרון ורועי אילוז "עוולת הפרת חובה חקוקה – סוס-הפרא שרוסן יתר על המידה" **ספר אור**, לעיל ה"ש 69, 141; ישראל גלעד **דיני נזיקין – גבולות האחריות** כרך א 1157 (2012); יוסף גרוס **חוק החברות החדש** 560 (מהדורה רביעית, 2007); רע"א 779/06 **קיסאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממנ** (פורסם באר"ש, 28.8.2012).

ודאות. זוהי הערכה של העתיד. משימה זו מחייבת ניתוח ושקילה של הערכות והסתברויות. מבחן יכולת הפירעון מחייב איסוף מידע מגוון ומורכב, ניתוח והערכתו. מבחן זה מחייב הפעלת שיקול דעת מקצועי. ולאחר כל זאת ייתכן עדיין שהדירקטוריון יחליט על חלוקה ובסופו של יום יימצא כי שגה. האם קביעה שיפוטית בדיעבד כי החלוקה לא קיימה את מבחן יכולת הפירעון תגרור אף היא, מניה וביה, תוצאה משפטית של השתת אחריות על הדירקטורים שכינהו בעת ההחלטה על חלוקה זו? הטלת אחריות תוצאתית גרידא, בדיעבד, בגין שגיאה בהערכת העתיד על ידי הדירקטוריון אינה משכנעת. לא פעם פסק בית המשפט כי אין איסור לטעות. על עצם תוצאותיה של טעות בקבלת החלטה שיש בה רכיבי הערכה ושיקול דעת אין נושאים עדיין באחריות.¹⁰⁴ אכן, דברים אלו יפים באשר להחלטות אחרות, שלא נוסחו לגביהן כללים מוגדרים המבחינים בין החלטה מותרת להחלטה אסורה. ברם, דומה כי כוחו של רעיון זה רלוונטי גם להערכה בדבר תזרים המזומנים החזוי של החברה והחלטת החלוקה המתקבלת בחברה בעקבותיה.

כיצד אפוא יש לפרש את סעיף 311 לחוק החברות במקרה שבית המשפט קובע כי החלטת החלוקה הפרה את מבחן יכולת הפירעון? מהי ההצדקה להטלת האחריות על הדירקטורים בהקשר זה? דומנו כי המפתח להתרת התחבטות זו טמון בתוכו של מבחן יכולת הפירעון. מבחן זה קובע כי חלוקה תהיה מותרת רק אם דירקטוריון החברה שקל ומצא "שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות, בהגיע מועד קיומן".¹⁰⁵ כלומר, מבחן יכולת הפירעון זוקק, מניה וביה, הידרשות לשיקולי סבירות. המחוקק מחייב שקילה של החשש מפני חוסר יכולת לפרוע חובות בהגיע מועד הפירעון. על הדירקטוריון מוטל להעריך, במבחני הסתברות, מהו מקדם החשש מפני בעיית פירעון תזרימית של החברה עקב החלוקה. חשש מסוים שתרחיש של חוסר יכולת פירעון יתממש קיים תמיד.

ככלות הכל בעתיד עסקינן, ואין לגביו כל תעודת ביטוח או ודאות. ברם, מבחן יכולת הפירעון לצורך החלטת חלוקה עוסק בשיעור ההסתברות להתרחשות תרחיש שלילי כאמור. כל עוד החשש מפני תרחיש זה הוא נמוך ואינו סביר, החברה מקיימת את מבחן יכולת הפירעון, וזאת אפילו יתממש לבסוף התרחיש הדחוק והחברה תיכשל בפרעון חובותיה. לא עצם ההתרחשות העתידית היא המבחן הקובע, כלומר, לא התוצאה היא המגדירה את החלוקה כחלוקה מותרת או אסורה. ההסתברות, בעת קבלת ההחלטה, להתרחשות עתידית זו היא קו הגבול המבחין בין חלוקה אשר מקיימת את מבחן יכולת הפירעון ולכן מותרת לבין חלוקה אשר אינה מקיימת מבחן זה ולפיכך אסורה. סבירות

104 עניין ורדינקוב, לעיל ה"ש 83, פס' 68 לפסק דינו של השופט עמית; עניין אוסטרובסקי, לעיל ה"ש 83, פס' 34-36 לפסק הדין; ע"א 5025/13 פרט תעשיות מתכת בע"מ נ' חביב, פס' 9 לפסק הדין (פורסם באר"ש, 28.2.2016); ע"א 239/13 מכללת איסט לונדון השלוחה בישראל בע"מ (בפירוק) נ' בירמן, פס' 26 לפסק הדין (פורסם באר"ש, 25.7.2016). עוד ראו חביב-סגל דיני חברות (שכתוב ועדכון), לעיל ה"ש 75, בעמ' 374.

105 ס' 302(א) לחוק החברות (ההדגשה הוספה).

החשש בעת קבלת ההחלטה היא שתעמוד לביקורת שיפוטית, ולפיה ייחרץ אם החלוקה הייתה מותרת או אסורה. בהתאמה ייקבע גם אם הדירקטורים הפרו את חובת הזהירות שלהם כלפי החברה באשרם את החלוקה הנדונה.

נמצאנו למדים כי הטלת האחריות על הדירקטורים בסעיף 311 לחוק החברות בגין חלוקה אסורה מחמת הפרת מבחן יכולת הפירעון אינה הטלת אחריות תוצאתית גרידא. הקביעה כי החלוקה הפרה את מבחן יכולת הפירעון נקבעת לא לפי התוצאה של כשל פירעון, כי אם לפי בחינת הסתברות התרחשותו של הכשל בעת קבלת ההחלטה.¹⁰⁶

4. מבחן יכולת הפירעון ושיקול דעת עסקי ?

הראינו לעיל כי במקרה של הפרת מבחן הרווח, הדרך להטלת אחריות על הדירקטורים בשל הפרה זו היא קצרה יחסית. למעט מקרה חלוקה שבו נדון ספק פרשני חשובונאי-משפטי בדבר הסכומים שמותר לכלול ב"רווח", שאלת קיומו של רווח או העדרו היא ככלל שאלה מספרית טכנית.¹⁰⁷ באין צורך בשיקול דעת, גם הטלת אחריות על הדירקטורים בגין הפרת מבחן זה היא דווקנית ופשוטה יחסית. לעומת זאת, קיומו של מבחן יכולת הפירעון או הפרתו הם שאלה מורכבת יותר, הטעונה בחינה של הערכת הסתברויות והפעלת שיקול דעת בדבר חיזוי עתידה של החברה. מבחינה עניינית, שיקול דעתם של הדירקטורים בכל הקשור להערכת סבירותו של כשל הפירעון של החברה

106 עם זה, קשה לכחד כי עצם התרחשותה של התוצאה הנפסדת (במקרה זה כשל הפירעון של החברה) עלולה להשפיע במידת מה, ולו בתת-מודע, על האופן שבו ישיקף השופט לאחור על שיקול הדעת של מקבלי ההחלטה בעת ההחלטה ועל נכונותו להסכים עם ההסתברות שהם ייחסו באותה עת לכשל עתידי זה. עניין ורדניקוב, לעיל ה"ש 83, פס' 69 לפסק דינו של השופט עמית; ת"א (מחוזי מר') 47302-05-16 בטר פלייס ישראל (ח.ת.) 2009 בע"מ (בפירוק) נ' אגסי, פס' 66 לפסק הדין (פורסם בנבו, 12.9.2018) (להלן: עניין בטר פלייס); עמיר ליכט "שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושא-משרה" משפט ועסקים יט 475, 490-487 (2016) (להלן: ליכט "שם הוורד"); גרוסקופף ונפתלי בן ציון, לעיל ה"ש 75, בעמ' 150; אוריאל פרוקצ'יה "חובת הזהירות של דירקטורים ונושאי משרה: מבט פסיכולוגי וכלכלי" ספר גרוס, לעיל ה"ש 75, 91, בעמ' 95-104 (להלן: פרוקצ'יה "חובת הזהירות של דירקטורים"). עוד ראו Lowell W. Busenitz & Jay B. Barney, *Differences Between Entrepreneurs and Managers in Large Organizations: Biases and Heuristics in Strategic Decision-Making*, 12 J. BUS. VENTURING 9 (1997); John C. Anderson, D. Jordan Lowe & Philip M.J. Reckers, *Evaluation of Auditor Decisions: Hindsight Bias Effects and the Expectation Gap*, 14 J. ECON. PSYCHOL. 711, 725-731 (1993); Hal R. Arkes & Cindy A. Schipani, *Medical Malpractice v. the Business Judgment Rule: Differences in Hindsight Bias*, 73 OR. L. REV. 587 (1994); *Cede & Co. v. Technicolor*, 634 A.2d 345 (Del. 1993); *In re Citigroup, Inc. S'holder Derivative Litig.*, 964 Prod. Res. Grp., LLC v. NCT Grp., 863 (A.2d 106 (Del. Ch. 2009) (להלן: עניין Citigroup); *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 907 A.2d 693 (Del. Ch. 2005) (להלן: עניין Disney).

107 ראו בהקשר זה גם לעיל ה"ש 102 והטקסט שלידה.

נבחן בשלב שבו בית המשפט נדרש לשאלת הבסיס אם החלוקה שאושרה הייתה חלוקה מותרת או אסורה. לפיה תיקבע כשרות ההחלטה. כלומר, בחינת סבירותו של כשל הפירעון מקדימה בהכרח את הטלת האחריות על הדירקטורים.

בהקשר זה מתעוררת השאלה אם בכוא בית המשפט לבחון את התנהלותם של הדירקטורים ואת האופן שבו בדקו את עמידתה של החברה במבחן יכולת הפירעון יש מקום להפעיל את כלל שיקול הדעת העסקי כחזקה הפועלת לטובתם של הדירקטורים או לא.¹⁰⁸ בהזדמנויות אחדות הביעו בתי המשפט את דעתם כי אין להפעיל את כלל שיקול הדעת העסקי כאשר לאחריות דירקטורים בגין חלוקה, שכן דיני החלוקה נועדו להגן על נושי החברה, ולא על בעלי מניותיה.¹⁰⁹ לעומתם, פסקי דין אחרים תמכו בהחלת כלל שיקול הדעת העסקי גם בהקשר של חלוקה.¹¹⁰

לפי התפיסה השיפוטית השוללת את החלתו, כלל שיקול הדעת העסקי הוא כלל הגנה לנושאי המשרה בהקשר של החלטות המשפיעות על טובת החברה ובעלי מניותיה בלבד, אך לא כאשר ההשפעה היא על נושי החברה. אחד הטעמים לכך היה שכלל שיקול הדעת העסקי בא לעולם בהקשר של פער – או בעיית נציג – בין נושאי המשרה בחברה לבין בעלי מניותיה. לפי תפיסה זו, כלל שיקול הדעת העסקי הוא אמצעי שיכוך המוסכם על בעלי המניות על מנת לרתום לחברה נושאי משרה ראויים. כלל שיקול הדעת העסקי אמור לפייס את דעתם של נושאי המשרה מפני הרתעת יתר בשל כהונתם. לאמצעי שיכוך כאמור יש נפקות ביחסים ובמתח שבין נושאי המשרה לבין בעלי המניות, אך לא בהקשר שבו גם בעלי המניות נהנים מן ההחלטה (כמו במקרים של חלוקה) והנפגעים ממנה הם הנושים.¹¹¹ טעם נוסף שהובא על ידי בתי המשפט נגד החלת כלל שיקול הדעת העסקי הוא שמדובר בחלוקה שמנוגדת לדין (חלוקה אסורה), ופעולה שהיא בניגוד לדין אינה יכולה לחסות בצל כיבוד שיקול הדעת העסקי של מקבלי ההחלטה.¹¹²

108 בעניין ורדניקוב, לעיל ה"ש 83, נדונה תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי על החלטה בדבר חלוקה מותרת. פסק דין זה לא עסק בתחולתו האפשרית של הכלל האמור על החלטה בדבר חלוקה אסורה. כאשר לדיון בהפעלת ביקורת שיפוטית על חלוקה מותרת ראו להלן תת-פרק 5ד.

109 תנ"ג (כלכלית ת"א) 16519-05-19 ברוט נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פס' 43 לפסק הדין (פורסם בנבו, 12.1.2021); עניין חורב, לעיל ה"ש 6, פס' 87-88 לפסק הדין (אומנם קודם לכן, בפס' 85, השופטת רונן מתייחסת לכך שכלל שיקול הדעת העסקי אינו חל ביחס לחלוקה אסורה מחמת הפרת מבחן הרווח, מבלי להתייחס למבחן יכולת הפירעון, אולם בפס' 87-88 דומה כי היא מתייחסת לאי-תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי ביחס לכל החלטת חלוקה אסורה, ללא הבחנה בין שני מבחני החלוקה שבדין); עניין בטר פלייס, לעיל ה"ש 106, פס' 71 לפסק הדין; עניין מלרג, לעיל ה"ש 6, פס' 157 לפסק הדין.

110 ראו, למשל, מן העת האחרונה, עניין סאני, לעיל ה"ש 7, פס' 159 לפסק הדין. ראו גם ה"פ (מחוזי י-ם) 4098/05 צבי נ' בתיה אחזקת נכסים בע"מ, פס' 18 להחלטה (פורסם בנבו, 3.8.2005).

111 עניין חורב, לעיל ה"ש 6, פס' 87 לפסק הדין.

112 שם, פס' 85 לפסק הדין; עניין מלרג, לעיל ה"ש 6, פס' 158 לפסק הדין.

בכל הכבוד, עמדנו שונה.¹¹³ ההנמקה שהובאה לעיל לשם הגבלת כלל שיקול הדעת העסקי למתח שבין נושאי המשרה לבין בעלי המניות בלבד מצמצמת את פועלו של כלל שיקול הדעת העסקי והופכת אותו לכעין מקבילה למתן פטור לנושאי המשרה מפני אחריות בגין חובת הזהירות. מתן הפטור מצד בעלי המניות אכן מוגבל להקשרים שבהם הנפגעים הפוטנציאליים הם בעלי המניות עצמם, ולא הנושים.¹¹⁴ אולם טעמיו של כלל שיקול הדעת העסקי אינם חופפים בהכרח את הרעיון של מתן פטור מפני חובת הזהירות (או בלשון אחר – התניה חוזית מטעם בעלי המניות על החובה האמורה), ואינם מוגבלים לטעמיו של רעיון זה או למתח המתעורר מבעיית הנציג שבין נושאי המשרה לבעלי המניות.

בין טעמיו השונים של כלל שיקול הדעת העסקי קיים הרצון למתן את הביקורת השיפוטית לאחר מעשה על שיקול דעת מקצועי של מקבלי החלטות בחברה, המביא בחשבון, בין היתר, תוחלות וסיכונים. הרעיון של כלל שיקול הדעת העסקי הוא למתן את הביקורת השיפוטית על החלטות הדירקטוריון. רעיון זה נובע מן החשש מפני הטיית הדעת שבביקורת בדיעבד, ובשל הרצון לאזן את הטלת האחריות על מנת לא להרתיע את מקבלי החלטות יתר על המידה.¹¹⁵ זאת, על מנת לעודד את הדירקטורים ליטול סיכונים ולהפעיל שיקול דעת חופשי ויצירתי לשם קידום ענייניה של החברה (לרבות עניינים של המשקיעים בה). בכך ניתן לראות כי הכלל מבקש לאפשר לדירקטורים לקבל החלטה העולה בקנה אחד עם טובת החברה, בין בטווח הקצר ובין בטווח הארוך.¹¹⁶ טעם נוסף לתחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי (קרי, למיתון הביקורת השיפוטית על החלטות הדירקטוריון) הוא ההפנמה שבית המשפט נעדר עדיפות ומיומנות מקצועית לצורך בחינה מהותית ומעמיקה של תוכני החלטותיו של הדירקטוריון.¹¹⁷ כלל שיקול הדעת העסקי קשור גם לשיקולים של "דמוקרטיה תאגידית": הדירקטוריון הוא הגוף המוסמך לקבל החלטות במהלך חייה של החברה, וביקורת שיפוטית על החלטות

113 לעמדה דומה לעמדתנו ראו אסף חמדני ושרון חנס "סופה של חבס השקעות – גבולות האחריות של דירקטורים לכישלון עסקי" אתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל-אביב 6.9.2020 www7.tau.ac.il/blogs/law/2020/09/06/2368/

114 ס' 259 (ב) לחוק החברות.

115 רע"א 4024/14 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כהן, פס' 53 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם באר"ש, 26.4.2015); עניין ורדינקוב, לעיל ה"ש 83, פס' 69 לפסק דינו של השופט עמית; עניין *Disney*, לעיל ה"ש 106. עוד ראו *Gagliardi* 106. עוד ראו *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985); *v. Trifoods Int'l*, 683 A.2d 1049, 1052 (Del. Ch. 1996) עניין *Citigroup*, לעיל ה"ש 106, בעמ' 114-124. כן ראו *EASTERBROOK & FISCHER*, לעיל ה"ש 85; *Kenneth E. Scott, Corporation*, *Law and the American Law Institute Corporate Governance Project*, 35 STAN. L. REV. 927, 935-936 (1983); *Stephen M. Bainbridge, The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, 57 VAND. L. REV. 83, 114-115 (2004).

116 על כך שהחלטה בדבר חלוקה עשויה לקדם גם את טובת החברה, ולא רק את טובתם של בעלי המניות, ראו לעיל ה"ש 87 והטקסט שלידה.

117 עניין ורדינקוב, לעיל ה"ש 83, לרבות הסתייגותו של השופט עמית מטעם זה.

הדירקטוריון עלולה להוביל להתערבות עקיפה בקבלת ההחלטות בחברה מצד אלה (התובעים) שאינם מוסמכים לקבל את ההחלטות. לטעמנו, שיקולים אלו יפים ביחס לכל החלטה שכרוכה בה הפעלת שיקול דעת מקצועי, תהא הקבוצה הכלכלית המושפעת ממנה אשר תהא (בעלי המניות או הנושים).

לבסוף, אין אנו תמימי דעים עם בתי המשפט שקבעו כי אי־אפשר להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי מקום שמדובר בהחלטה בדבר חלוקה אסורה, בשל היותה מנוגדת לדין. נבהיר: אין חולק כי אם חלוקה היא אסורה, אין מקום להגן עליה באמצעות כיבוד שיקול הדעת של מקבל ההחלטה. ברם, כל זה נכון בהינתן שמדובר בהחלטה אשר בשעת קבלתה היה ברור כי היא מנוגדת לדין. כך, למשל, החלטה על חלוקה שחורגת ממבחן הרווח (הצופה פני עבר) עלולה להתקבל בשעה שהדירקטורים ערים לכך שהיא לא כדוּי. אולם לא כן באשר להחלטת חלוקה אשר מתגלה רק בסופו של דבר, בדיעבד ועל ידי בית המשפט, כי היא לא קיימה את מבחן יכולת הפירעון. כלומר, בית המשפט מסיק מהתרחשותו של כשל הפירעון כי בשעת קבלת ההחלטה התקיים חשש סביר שהחברה לא תוכל לקיים את התחייבויותיה בהגיע מועד קיומן. אולם ייתכן שבשעת קבלת ההחלטה האמורה לא היה ברור לדירקטוריון כי מדובר בחלוקה אסורה. ייתכן שבאותה שעה סבר הדירקטוריון, לפי שיקול דעתו, כי אין חשש סביר ליכולת הפירעון וכי על כן החלוקה מותרת. מדוע אפוא תישלל ההגנה של כלל שיקול הדעת העסקי מהחלטה כאמור, אפילו ייקבע בסופו של דבר על ידי בית המשפט כי החלוקה אסורה? לטעמנו, בנסיבות אלו ראוי להעניק להחלטה את הגנת שיקול הדעת העסקי.¹¹⁸

עם זאת, השאלה בעניין תחולתו האפשרית של כלל שיקול הדעת העסקי באשר להחלטת דירקטורים כי מבחן יכולת הפירעון התקיים וניתן לבצע חלוקה לבעלי המניות בעינה עומדת. שאלה זו היא בעיקרה שאלה מתודולוגית. נבהיר. פועלו של כלל שיקול הדעת העסקי הוא לתחום את הביקורת השיפוטית לתהליך קבלת ההחלטה על ידי הדירקטוריון ולהדירה מבחינה של תוכן ההחלטה, הגיונה וסבירותה.¹¹⁹ לשם הקמת חזקת התקינות הגלומה בכלל שיקול הדעת העסקי, יש לבסס שלושה רכיבים מצטברים: יש להראות כי בתהליך קבלת ההחלטה פעלו הדירקטורים (1) בתום לב; (2) בהעדר ניגוד עניינים; (3) תוך התבססות על מידע מספק ונדרש בנסיבות העניין ("החלטה מיועדת").¹²⁰ בתביעה הטוענת להפרת חובת הזהירות של הדירקטורים, אשר כנגדה

118 אכן, כך נקבע גם לאחרונה בעניין סאני, לעיל ה"ש 7, פס' 159 לפסק הדין.

119 עניין ורדניקוב, לעיל ה"ש 83, פס' 69 לפסק דינו של השופט עמית; עניין בטר פלייס, לעיל ה"ש 106, פס' 66 לפסק הדין.

120 עניין מנשה, לעיל ה"ש 83, פס' 29–33 לפסק הדין; עניין ורדניקוב, שם, פס' 68–70 לפסק דינו של השופט עמית; עניין אוסטרובסקי, לעיל ה"ש 83, פס' 50 לפסק הדין; עניין אולטרה שיפ, לעיל ה"ש 83, פס' 213 לפסק הדין; עניין ניומן, לעיל ה"ש 83, פס' 56–62 לפסק הדין; עניין בטר פלייס, שם, פס' 62–68 לפסק הדין; חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי", לעיל ה"ש 83; חביב-סגל דיני חברות (שכתוב ועדכון), לעיל ה"ש 75, בעמ' 491–492; יורם דנציגר ועמרי רחום-טוויג "עלייתו של שיקול הדעת העסקי ונפילתה של חובת הזהירות של דירקטורים" ספר גרוס, לעיל ה"ש 75, 23; ליכט "שם הורד", לעיל ה"ש 106, בעמ' 490; פרוקצ'יה "חובת הזהירות של דירקטורים", לעיל ה"ש 106,

הדירקטורים מבקשים לחסות בצילו של כלל שיקול הדעת העסקי, בתי המשפט מתמקדים בתהליך קבלת ההחלטה של הדירקטורים. בתי המשפט בוחנים בדקדקנות את המידע שעמד לנגד עיניהם של הדירקטורים לצורך קבלת ההחלטה, את פרוטוקול הדיונים, את השאלות שנשאלו ואת השיקולים שנבחנו. ברם, כל עוד כלל שיקול הדעת העסקי מתקיים, בתי המשפט נמנעים מלהמשיך הלאה ולבחון אם ההחלטה שהתקבלה בסופו של דבר היא סבירה. כל עוד תהליך קבלת ההחלטה נמצא תקין בעיני בית המשפט, הוא יימנע מלהיכנס אל תוכן ההחלטה. זהו תורף כלל שיקול הדעת העסקי. תוכן ההחלטה וסבירותה ייבחנו על ידי בית המשפט רק אם הוא הגיע תחילה למסקנה כי כלל שיקול הדעת העסקי לא בוסס, בשל אי-התקיימות של אחד או יותר מרכיביו.¹²¹

השאלה המתודולוגית העולה בהקשר של ביקורת שיפוטית על החלטה בדבר חלוקה לבעלי המניות היא אפוא זו: הפעלת כלל שיקול הדעת העסקי תוביל לבחינה שיפוטית של תהליך קבלת ההחלטה על החלוקה. בית המשפט יבחן כאמור את הדיונים שנערכו בדירקטוריון, באיזה מידע, חוות דעת וניתוחים מקצועיים הצטייד הדירקטוריון לשם קבלת החלטתו, וכיצא בזה. ברם, על פני הדברים, אם בית המשפט יימנע מלבחון את תוכן ההחלטה, הוא לעולם לא יוכל להגיע לכלל קביעה כי החלוקה הפרה את מבחן יכולת הפירעון ובשל כך היא אסורה. זאת, משום שבית המשפט לא יבחן את השאלה המהותית אם בעת קבלת ההחלטה התקיים חשש סביר בדבר יכולת הפירעון של החברה. לשון אחר, ביקורת שיפוטית על החלטת חלוקה וקיום מבחן יכולת הפירעון אמורה לכאורה להיות שונה מן הביקורת השיפוטית על החלטות אחרות של הדירקטוריון.

לפי סעיף 311 לחוק החברות, על בית המשפט לקבוע תחילה כי החלוקה הנדונה הייתה אסורה, ורק לאחר קביעתו זו, ובהתאם לה, להטיל אחריות על הדירקטורים. ברם, לצורך הקביעה אם החלוקה הייתה מותרת או אסורה, מן ההכרח הוא שבית המשפט יבחן אם החברה קיימה את מבחן יכולת הפירעון או לא, כלומר, מן ההכרח הוא שבית המשפט יבחן את תוכנה של החלטת הדירקטוריון, ולא רק את נסיבות קבלתה. לצורך ההכרעה אם החלוקה מותרת או אסורה, בית המשפט נדרש לקבוע, בעצמו, אם בעת ההחלטה על החלוקה היה חשש סביר שהחברה לא תקיים את חבויותיה בהגיע מועד פירעון. על פני הדברים, אפוא, החוק קורא לצלילה לעומק של בית המשפט אל תוכנה של החלטת החלוקה. הוראה זו נחזית אפוא כהוראה ספציפית אשר קוראת להפעלת מתודולוגיה שונה מכלל שיקול הדעת העסקי. כפי שנראה בחלק הבא, ההתבוננות המתודולוגית דלעיל אומנם מדויקת מבחינה אנליטית-תיאורטית, אולם היא בבחינת אליה וקוץ בה.

בעמ' 94; רות רונן ושיר אשכול "כלל שיקול הדעת העסקי והדרישה לקבל החלטה 'מודעת'" משפטים מז 583 (2018).

121 עניין ניומן, לעיל ה"ש 83, פס' 59 לפסק הדין.

5. הצעה לביקורת שיפוטית בדבר קיומו של מבחן יכולת הפירעון

המהלך המתודולוגי דלעיל דורש למעשה מבית המשפט להכניס את ראשו ורובו להחלטה עסקית מורכבת וקשה, צופה פני עתיד, אשר מנתחת את תחזיות החברה ומחייבת מיומנות פיננסית ומיומנות עסקית בליבת העסקים של החברה. זאת, מעבר לבעייתיות הגלומה בכך שבית המשפט נדרש כאן לבחינה בדיעבד של החלטה אשר בזמן אמת הייתה צופה פני עתיד ואילו כעת, בעת בחינתה השיפוטית, היא בגדר צופה פני עבר.¹²² על פי המהלך המתודולוגי האמור, בית המשפט יידרש לבחון את כלל הרכיבים השונים הרלוונטיים לבחינת יכולת הפירעון התזרימית החזויה של החברה, לשקלל אותם יחדיו ולהוציא מתחת ידיו הערכה אם שקלול כאמור היה אמור לעורר, בעת קבלת ההחלטה בדירקטוריון, חשש סביר בדבר יכולתה של החברה לקיים את התחייבויותיה לכשיגיע מועד פירעון. כך יוכל בית המשפט לקבוע אם זו "חלוקה מותרת" או "חלוקה אסורה".

אולם ספק גדול בעינינו אם זהו התפקיד הרצוי של בית המשפט בעניין זה. בית המשפט אינו מיועד לשקול ולהחליט החלטות כלכליות בעצמו. דומנו כי שקילה כלכלית כאמור על ידי בית המשפט, באופן עצמאי, עלולה להחטיא את התועלת האפשרית שבבקרה השיפוטית על החלטת החלוקה.

לשם המחשת הדברים נשווה לנגד עינינו חברת תעופה המבקשת לחלק דיווידנד לבעלי מניותיה. החברה תידרש לבחון רכיבים שונים לצורך עמידה במבחן יכולת הפירעון. בראש ובראשונה תידרש החברה לבחון את תזרים המזומנים החזוי שלה. תזרים המזומנים החזוי של החברה תלוי במשתנים שונים, ביניהם:

- מספר קווי הטיסה הקיימים והצפויים להיפתח, ורווחיותו העדכנית של כל קו;
- מספר המטוסים של החברה (בבעלות עצמית ובחכירה);
- היקף הלקוחות הקיים והצפוי של החברה (מועדון לקוחות, מבצעים, מזדמנים);
- מצב התחרות הקיים והחזוי בשוק חברות התעופה;
- שינויים רגולטוריים בתנאי התעופה העולמיים (דוגמת אימוץ מדיניות "שמיים פתוחים")¹²³;
- שינויים צפויים בתנאי הכלכלה המקומית והעולמית (רווחה או מיתון צפויים);
- יכולת החברה למחזור חובות תלויים ועומדים (יכולת התלויה, בין היתר, במחיר הכסף בשוק – שיעור הריבית – ובתנאים הסביבתיים השוררים בשוק ההון);

122 על בעייתיות זו ראו לעיל תת-פרק ד1.

123 בעניין זה ראו סטלה קורין ליבר "שמיים פתוחים" – ההשלכות: 'טיסה ללונדון תעלה רק 150 דולר' גלובס 23.4.2013 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000838063. עוד ראו מיכל רז-חיימוביץ' "ממריאים: איך נראית התחרות בענף הטיסות המזולות?" גלובס 21.11.2013 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000895551.

- יכולת החברה להנפיק הון;
- שינויים אפשריים בעלויות התעופה (מחירי הדלקים) ועוד.¹²⁴

בהקשר זה יוער כי בעניין **מלרג**¹²⁵ פסק בית המשפט, בפרשו את לשון סעיף 302 לחוק החברות, כי על הדירקטוריון לבחון את תזרים המזומנים החזוי ללא מגבלת זמן. לשיטת בית המשפט, יש לבחון את תזרים המזומנים החזוי לכל הפחות על פני כל תקופת ההתחייבויות שהחברה כפופה להן, בהתאם ללוח הסילוקין הידוע לה. לטעמנו, הגם שרעיון זה עשוי לשקף מבחינה עיונית את מבחן יכולת הפירעון שבחוק, היתכנותו המעשית קשה. חיזוי תזרים המזומנים העתידי של החברה אינו מדע מדויק. אף אם התחייבויותיה של חברה פרוסות על פני שנים רבות קדימה וידועות, עדיין יכולת ההתבוננות המקצועית אל העתיד וחיזוי הכנסות החברה היא מוגבלת. ככל שמביטים אל אופק עתידי רחוק יותר, כן יכולת חיזוי פוחתת.¹²⁶ לפיכך, לטעמנו, יהיה נכון שדירקטוריון חברה ידרש לבחון תזרים מזומנים חזוי באופן הולך ודוהה (fade out) בלעז), קרי, לקיים בחינה חדה וברורה של תזרים המזומנים החזוי של החברה לשנה הקרובה, בחינה בהסתברות קהה יותר באשר לשנה השנייה, ובחינה בהסתברות הולכת ופוחתת ככל שמדובר בעתיד רחוק יותר.¹²⁷

124 ראו, למשל, אל על נתיבי אויר לישראל בע"מ **דוח תקופתי לשנת 2014** 2015). mayafiles. tase.co.il/rpdf/956001-957000/P956408-00.pdf ; אל על נתיבי אויר לישראל בע"מ **דוח תקופתי לשנת 2015** 2016). mayafiles.tase.co.il/rpdf/1025001-1026000/P1025426-00.pdf

125 עניין **מלרג**, לעיל ה"ש 6.

126 כך, למשל, חברה מרווחת אשר הנפיקה אגרות חוב לציבור ואשר מתקיימים לגביה סימני אזהרה באשר למצבה הפיננסי נדרשת לגלות פרטים בדבר תזרים המזומנים החזוי שלה לתקופה של שנתיים קדימה, אולם לא מעבר לכך. ראו תק' 10(ב)(14) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), התש"ל-1970 (להלן: תקנות ניירות ערך).

באנגליה פסק בית המשפט העליון, בעניין BNY Corp. Tr. Serv. v. Neuberger Berman Eur. (appeal taken from Eng.) [2013] UKSC 28, [37], כי הבחינה של חדלות פירעון תזרימית "not simply with the petitioner's own inability to pay debts as they fall due presently-due debt, nor only with other presently-due debt owed by the company, but also with debts falling due from time to time in the reasonably near future" **ממשיך וקובע**: "What is the reasonably near future, for this purpose, will depend on all the circumstances, but especially on the nature of the company's business... The express reference to assets and liabilities is in my view a practical recognition that once the court has to move beyond the reasonably near future... any attempt to apply a cash-flow test will become completely speculative, and a comparison of present assets with present and future liabilities (discounted for contingencies and deferment) becomes the only sensible test. But it is still very far from an exact test, and the burden of proof must be on the party which asserts balance-sheet insolvency"

127 השווה "הערכת יכולת פירעון אי די בי חברה לפיתוח בע"מ" 4 (חוות דעת של ברנע ייעוץ כלכלי ופיננסי בע"מ, 4.6.2013). mayafiles.tase.co.il/RPdf/821001-822000/P821189-00.pdf. לפי חוות הדעת, לשם בחינת יכולתה של חברה לעמוד בהתחייבויותיה בעתיד יש לבחון מבחן מאוני (NAV)

בחינה כאמור של תזרים המזומנים החזוי ראוייה להידון במסגרות העסקיות המוסמכות של החברה, בליווי ייעוץ מקצועי ככל הנדרש. אין היא מתאימה לבית המשפט. בית המשפט אינו גוף עסקי מקצועי, והוא אינו אמור לקבל החלטות מקצועיות פיננסיות לגופן. לעומת זאת, בית המשפט הוא בהחלט הגורם המקצועי האובייקטיבי שאמור לערוך ביקורת על החלטה כאמור של הגופים המקצועיים בחברה.¹²⁸ כלומר, יהיה נכון שבית המשפט יפקח, באמצעות ביקורת שיפוטית, על החלטת הדירקטוריון בעניין חלוקה, אך לא יהיה נכון שבית המשפט יידרש לקבוע בעצמו אם חלוקה מעוררת חשש סביר לאי-פירעון של חובות במועדם. קיים הבדל ניכר בין קבלת החלטה לבין פיקוח על החלטה שקיבל אחר.

אשר על כן, אנו מציעים כי עמידת החלוקה במבחן יכולת הפירעון הקבוע בחוק תיבחן בביקורת שיפוטית מסגרתית, כדלקמן: עם הגשת תביעה או בקשה שבהן נטען כי חלוקה שהוחלט עליה אינה מקיימת את מבחן יכולת הפירעון, על בית המשפט להתמקד בסבירות של אופן קבלת ההחלטה על ידי הדירקטוריון ונסיבותיה. אל לבית המשפט למהר לבחון את סבירות תוכנה של ההחלטה, קרי, אם מתקיים חשש סביר שהחברה תתקשה בפירעון חובותיה בהגיע מועד קיומם. בהתחמתו אחר אופן קבלת ההחלטה, יבחן בית המשפט את הרכיבים שהדירקטוריון עמד עליהם ושקללם לצורך קביעתו שהחלוקה מקיימת את מבחן יכולת הפירעון (קרי, שהחלוקה אינה מעוררת חשש סביר בדבר יכולת החברה לקיים את התחייבויותיה מבחינה תזרימית). כך, למשל, בית המשפט יבחן אם הדירקטוריון ניתח ובחן את הרכיבים הבאים:

- יתרת המזומנים שבקופת החברה בעת ההחלטה;
- תזרים המזומנים החזוי של החברה;
- הנחות היסוד של הנהלת החברה שבבסיס תזרים המזומנים החזוי;
- קשיותן של הנחות יסוד אלו או פריכותן;
- לוח הסילוקין הידוע של התחייבויות החברה;
- השוואת לוח הסילוקין האמור אל מול המזומנים שבקופת החברה ותזרים המזומנים החזוי שלה;
- השפעת סטיות כלשהן (באחוזים) מתזרים המזומנים החזוי על יכולת העמידה בלוח הסילוקין הקבוע;

ומבחן תזרימי. בחינת היכולת התזרימית תיערך כך (שם, ההדגשות במקור): "חישוב יכולת תזרימית שבוותן את יכולת החברה לשרת חוב ברמת וודאות גבוהה מאד לשנה הקרובה, ברמת וודאות גבוהה לשנה שלאחריה (שנים 1-2) (להלן יחדיו: 'חוב קרוב') וברמת וודאות פוחתת אך לפחות סבירה לחוב שמועד פירעונו רחוק יותר ('חוב רחוק'). NAV חיובי מובהק מהווה אינדיקציה ליכולת פירעון חוב רחוק בהסתברות סבירה..."

128 עניין ורדניקוב, לעיל ה"ש 83, פס' 70 לפסק דינו של השופט עמית ("דבר יום ביומו שבתי המשפט נדרשים להכריע בשאלת סבירותן של החלטות המתקבלות על ידי אנשי מקצוע בתחומי מומחיותם, לרבות בתחומי המדע, הרפואה, ההנדסה, החשבונאות וכיו"ב").

- קיומן של אמות מידה פיננסיות בהתחייבויות החברה וההסתברות שהחברה לא תעמוד בהן בטווח הזמן החזוי;
- ההשפעה האפשרית של אי־עמידה באמות המידה הפיננסיות על לוח הסילוקין;
- יכולת החברה לגייס הון או חוב בשוק או למחזר חובות בנקאיים לאורך ציר הזמן העתידי והשפעת גיוס כאמור על לוח הסילוקין.¹²⁹

בית המשפט יבחן את האופן שבו קיבל הדירקטוריון את החלטת החלוקה.¹³⁰ אם יגיע למסקנה כי הדירקטוריון אכן בחן את כל הרכיבים הרלוונטיים למבחן יכולת הפירעון, ניתחם ושקללם, יגבה בית המשפט את החלטת הדירקטוריון ויקבע כי החלוקה מותרת. רצוננו לומר: בית המשפט יסיק מן האמור כי קביעת החברה שהחלוקה מקיימת את מבחן יכולת הפירעון (קרי, שאין חשש סביר שהחברה לא תוכל לקיים את התחייבויותיה בהגיע מועד קיומן) היא כשלעצמה החלטה סבירה ועל כן ייתן לה תוקף שיפוטי. ודוק: בית המשפט לא יבחן את אופן שקלול הרכיבים השונים על ידי הדירקטוריון, קרי, את ההסתברות שיוחסה לרכיבים חזויים (דוגמת תחזית תזרים המזומנים) ואת המשקל היחסי שהוצמד לרכיבים השונים בשקלול הכולל של ההחלטה. זהו בדיוק שיקול הדעת המקצועי של הדירקטוריון. בית המשפט, כמפקח וכמבקר, יימנע מלהיכנס לשקלול כאמור. בית המשפט יקיים ביקורת ויוודא כי הדירקטוריון אכן בחן את שלל הרכיבים השונים הרלוונטיים להחלטה והביאם בכלל שיקוליו,

129 יושם אל לב כי הביקורת השיפוטית מתמקדת בבחינתו שהדירקטוריון עורך עובר לחלוקת הדיוודנד, ופחות באמות מידה שוקיות, חיצוניות לחברה, דוגמת דירוגי חוב או מחיר המניה במסחר בבורסה. ראו עניין **מלרג**, לעיל ה"ש 6, פס' 118 לפסק הדין.

130 לצורך כך יבחן בית המשפט, בראש ובראשונה, את הפרוטוקול של ישיבות הדירקטוריון שבהן נדונה החלטה זו. ראו שם; עניין **ניומן**, לעיל ה"ש 83. כאשר החלוקה נערכה בחברה מדווחת, ניתן לבחון גם את הדיווח לציבור על החלטת החלוקה. לפי תק' 37(א)(1) לתקנות ניירות ערך, על החברה לדווח פרטים בדבר הבחינה שערך הדירקטוריון בעת קבלת ההחלטה על החלוקה בקשר לעמידת התאגיד במבחן הרווח ובמבחן יכולת הפירעון. התקנה מציינת פרטים שהחברה נדרשת לדווח בהקשר זה, ביניהם "א) אישור הדירקטוריון בדבר עמידת התאגיד בכל מבחני החלוקה; (ב) מהות, אופי וטיב המידע שבחן הדירקטוריון בבואו לאשר את החלוקה, ובכלל זה הפרמטרים שנבחנו בקשר עם עמידת התאגיד בכל מבחני החלוקה; (ג) נימוקי הדירקטוריון לאישור החלוקה, ופרטים בדבר הבחינה שערך בקשר עם השפעת החלוקה על מצבו הכספי של התאגיד, ובכלל זה מבנה ההון של התאגיד, רמת המינוף שלו, עמידתו בדרישות הפיננסיות ומגבלות המוטלות עליו ומצב נזילותו, וכן השלכותיה על פעילותו של התאגיד במתכונתו הקיימת, לרבות השפעתה על תכניות השקעה של התאגיד שלגביהן נתן גילוי בעבר; (ד) הסתמך הדירקטוריון על יכולת התאגיד לממש נכסים או על מקורות כספיים הנובעים מחברות שהתאגיד מחזיק בהן, תובא התייחסות נפרדת ליכולת זו ולמקורות שהובאו בחשבון, תוך הבחנה בין נכסי התאגיד לבין המקורות הכספיים הנובעים מחברות כאמור" (שם, ההדגשה הוספה).

יוער כי הפרטים הטעונים דיווח לפי התקנה האמורה – בדבר מבנה ההון של התאגיד, רמת המינוף שלו, עמידתו באמות המידה הפיננסיות ומצב נזילותו – תואמים את הפרמטרים שהצענו לעיל כי ייבחנו במסגרת הביקורת השיפוטית על החלטת דירקטוריון בדבר חלוקה.

אך את אופן השקלול של רכיבים אלו יותר בית המשפט לדירקטוריון ויכבד את החלטתו.¹³¹

לעומת זאת, אם בית המשפט יגיע למסקנה כי הדירקטוריון לא הביא בחשבון את הרכיבים הדרושים לצורך מבחן יכולת הפירעון, יהא עליו עדיין לבחון, בהתאם להוראת סעיף 302 לחוק, אם מבחינה מהותית קיימה החלוקה את מבחן יכולת הפירעון או לא. רצוננו לומר: חרף הכשל של הדירקטוריון בתהליך קבלת ההחלטה על החלוקה, על בית המשפט לבחון את החלוקה מבחינת התוכן הכלכלי. בנסיבות כאמור על בית המשפט לבחון אם נכון לשעת ההחלטה על החלוקה בדירקטוריון עוררו נתוני החברה ותחזיותיה חשש סביר (אשר לא נבחן על ידי הדירקטוריון, כאמור) כי החברה לא תהיה מסוגלת לקיים את התחייבויותיה בהגיע מועד קיומן. בנסיבות כאמור נטל השכנוע כי החלוקה קיימה בכל זאת את מבחן יכולת הפירעון, חרף אי-התייחסותו של הדירקטוריון למבחן זה, יוטל על הדירקטורים הנתבעים. אכן, כך פסק בית המשפט בעניין **מלרג**.¹³² במצב דברים כזה, כפי שהוצע בהקשרים שונים בכמה פסקי דין שניתנו בעבר, כאשר ייגש בית המשפט לבחינת מהות ההחלטה, עוצמת הבחינה של המהות תושפע מטיב ההליך שהתקיים עובר לקבלת ההחלטה ומעוצמת הפגם שהתגלה בהליך. ככל שהפגם חמור יותר כן יעמיק בית המשפט את בחינת המהות, ולהפך.¹³³

131 גישה מוצעת זו דומה לביקורת השיפוטית שנהגה על רשויות המנהל בטרם הרחיב בית המשפט העליון ביקורת זו גם לסבירות תוכן של ההחלטות שקיבלו רשויות המנהל. בטרם שילב בג"ץ את עילת הסבירות כעילה לביקורת שיפוטית על שיקול הדעת המנהלי, בחן בית המשפט אך ורק אם הרשות המנהלית שקלה את כל השיקולים הרלוונטיים הדרושים להחלטה, אם היא פעלה בשרירות, ואם ההחלטה הייתה נגועה בניגוד עניינים כלשהו. מיכל שקד "הערות על ביקורת הסבירות במשפט המינהלי" **משפטים** יב 102 (1982); משה לנדוי "על שפיטות וסבירות בדין המנהלי" **עיוני משפט** יד 5 (1989); דפנה ברק-ארז **משפט מינהלי** כרך ב 725 (2010); נעם סולברג "על ערכים סובייקטיביים ושופטים אובייקטיביים" **השילוח** 18, 37 (2019). מבלי להיכנס לנכבי המשפט המנהלי בשאלה זו, אנו סוברים כי בהקשר הפיננסי המורכב של החלטה מקצועית על חלוקה, ביקורת שיפוטית מאופקת כאמור – הבוחנת את מסגרת החלטה אך לא את סבירות תוכנה – היא הביקורת הראויה.

132 עניין **מלרג**, לעיל ה"ש 6, פס' 103–104 לפסק הדין. עם זה, עניין **מלרג** לא דן באופן הביקורת השיפוטית על מבחן יכולת הפירעון בנסיבות שבהן הדירקטוריון דן במבחן זה לגופו עובר לקבלת ההחלטה על החלוקה, שכן לא אלה היו הנסיבות שלפניו. הצעתנו לבחינה כאמור הובאה בפסקאות הקודמות.

133 כך, למשל, קבעו בתי המשפט בהקשר של בחינה שיפוטית של המלצות שגובשו על ידי ועדת תביעות בלתי תלויה. ראו תנ"ג (כלכלית ת"א) 815-09-13 **לנואל נ' מאור**, פס' 46 לפסק הדין (פורסם בנוב, 14.9.2016) (ההדגשות במקור): "**בשלב הראשון** נדרש בית המשפט לבחון את עצמאות הוועדה, תום הלב וסבירות החלטות הוועדה, זאת באמצעות בחינה של נקיטת פרוצדורות ומאמצים כנים של הוועדה על מנת לבסס ממצאיה, או במילים אחרות קיומו של Due Process; **בשלב השני** נבחנת החלטת הוועדה לגופה, לרבות סבירות החלטת הוועדה... כאשר היחס בין שני השלבים הינו כמעין **מקבילית כוחות**." לקביעה דומה ראו עניין **ניומן**, לעיל ה"ש 83, פס' 60–61 לפסק הדין, שם התמקדה השופטת רונן במעבר שבין כלל שיקול הדעת העסקי לבין סטנדרט שיפוטי של בחינה של מהות ההחלטה. בהתאם לפסק הדין, ככל שבית המשפט ימצא כי קיים חשש לקיומו של ניגוד

מבחן הביקורת השיפוטית שאנו מציעים באשר לקיום מבחן יכולת הפירעון ולאחריות הדירקטוריון הנובעת מהפרתו הוא כלל שיקול הדעת העסקי. אכן, לטעמנו, בהיות מבחן יכולת הפירעון מבחן צופה פני עתיד, המשקלל תחזיות וסיכויים של החברה בדבר תזרים המזומנים שלה ומעמת אותם עם התחייבויותיה, ולנוכח ההכרה בלגיטימיות של קבלת החלטות על חלוקת דיווידנדים לבעלי מניות בחייה של חברה, קיים טעם של ממש לאמץ את כלל שיקול הדעת העסקי ולהחילו גם בהקשר של המבחן האמור בדיני החלוקה.

הצעתנו נועדה ליישב בין הוראת החוק בסעיף 302 בעניין מבחן יכולת הפירעון לבין כלל שיקול הדעת העסקי. בדברינו הראינו כי הקושי המתודולוגי שהובא לעיל ניתן ליישוב באופן הרמנויטי. זאת ועוד, אנו מאמינים כי אף אלה המסתייגים מהחלת כלל שיקול הדעת העסקי בהקשר של החלטות דירקטוריון שבהן הערך המוגן הוא זכויות הנושים עשויים להצטרף לעמדתנו המובעת כאן בעניין הביקורת השיפוטית המאופקת על מבחן יכולת הפירעון, מן הנימוקים שהבאנו. דומנו כי לדידם ניתן לאמץ ביקורת שיפוטית זו, על פי המבחנים והכללים הדיוניים המוצעים על ידינו, מבלי לקרוא לילד בשמו ומבלי להכריז באופן רשמי על החלת כלל שיקול הדעת העסקי בהקשר של חלוקה. לדידנו, אכן מדובר בהחלת "כלל שיקול הדעת העסקי", בשם ומלכות. את טעמנו לאפשרות החלתו של כלל זה גם בהקשר של החלטות עסקיות הנושקות לזכויות הנושים הבהרנו לעיל.

6. אחריות דירקטורים לחלוקה במשפט המשווה

בחינה השוואתית של סוגיית אחריותו של דירקטוריון להחלטה על חלוקה אסורה של דיווידנדים היא בחינה מאתגרת. יש לעורכה בצורה מפוכחת ומדודה. נזכיר כי מבחני החלוקה הקבועים בשיטות משפט שונות, כפי שסקרנו אותם בפרק א לעיל, אינם זהים. כך, למשל, באנגליה ובדלוור, להבדיל מישראל, החוק אינו קובע מבחן של יכולת פירעון תזרימית חזויה כתנאי לחלוקת דיווידנדים. ממילא שאלת אחריותם של הדירקטורים בשיטות משפט אלו לחלוקת דיווידנדים שאינה מקיימת את מבחני החלוקה שם עוסקת בבחינת קיומם של מבחנים אחרים – מבחן הרווח או מבחן יכולת הפירעון המאזנית. לעומת זאת, בניו יורק ובקליפורניה החוק דורש גם את התקיימותה של יכולת הפירעון התזרימית החזויה של החברה בעקבות החלוקה. לעיל הראינו כי הביקורת השיפוטית בדבר אחריות דירקטורים לחלוקה עשויה להשתנות לפי מבחן החלוקה הנדון. לפיכך הלמידה וההיקש משיטות משפט זרות צריכים להיעשות בהתאם למבחן החלוקה הרלוונטי.

עניינים, יועבר הנטל אל הנתבעים להוכיח הגינות מלאה. אולם אם בית המשפט יקבע כי קיים רק חשש להעדרו של הליך מידע מספיק בנסיבות העניין, יועבר אומנם הנטל אל כתפי הדירקטורים, אך יהיה מכביד פחות, משום שמדובר בפגם חמור פחות. במקרה זה יועבר אל הנתבעים הנטל להוכיח שהם קיבלו החלטה סבירה.

באנגליה החוק דורש כי דירקטורים יפעלו במיומנות ובשקידה באופן סביר. דרישה זו ישימה גם באשר להחלטה על חלוקה. כאמור, באנגליה אין דרישה בחוק לבחינה של תזרים מזומנים חזוי כמבחן חלוקה. מכאן שבחינת אחריותם של דירקטורים להחלטה על חלוקה אסורה תתמקד בקיומם של מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון המאזנית (שהם מבחנים צופי פני עבר) ותיערך בהתאם לבחינת קיומה של חובת הזהירות של הדירקטורים. אכן, בית המשפט שם קבע כי האחריות לחלוקה אסורה מתעוררת רק אם היה כשל התנהגותי של הדירקטורים בבחינת החלוקה, קרי, אם הדירקטור ידע או היה עליו לדעת, לפי מבחן הדירקטור הסביר, כי הדיווידנד אינו חוקי (כלומר, אינו מקיים את מבחני החלוקה).¹³⁴ בספרות שם נטען כי על מנת לצמצם את החשיפה של דירקטורים לאחריות בגין מידע שהוא בבחינת צופה פני עתיד – כגון פרט מטעה בדוחות החברה – יש להגביל את האחריות לידיעה על המידע השגוי או לכל הפחות לפזיזות של הדירקטור ביחס להיותו של המידע שגוי.¹³⁵

גם בדלוור אין דרישה של החוק לחיזוי תזרים מזומנים לצורך החלטה על חלוקה. המבחן הוא מבחן ה-*surplus* או מבחן הרווח השנתי (*net profits*), קרי, מבחן צופה פני עבר. עם זה, נקבע כי במסגרת הערכת שווי הנכסים לצורך חישוב ה-*surplus* המאזני יש הצדקה לחשבו לפי שווי הוגן של הנכסים, ולא לפי עלות היסטורית. חישוב שווי הוגן כאמור מצריך הערכות שווי. בהקשר זה נקבע שם בחוק כי לצורך חלוקה הדירקטורים רשאים להסתמך בתום לב על מידע שהובא לפניהם על ידי אדם שנושא המידע מצוי בתחום מומחיותו.¹³⁶ גם בתי המשפט בדלוור נתנו משקל לשיקול דעתם של הדירקטורים ולדרך קבלת ההחלטות שלהם, תוך שהם אינם שוללים את תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי להגנת דירקטורים אשר החליטו על חלוקה.¹³⁷

חוקי החברות בניו יורק ובקליפורניה כוללים מבחן של יכולת פירעון תזרימית. עם זה, הפסיקה במדינות אלו בעניין אחריות הדירקטורים בגין חלוקה אסורה אינה ענפה. פסק דין שהתקבל בניו יורק בשנת 1940 גיבה דירקטורים אשר התחשבו בשערוך נכסים לשוויים הריאלי ובעקבות כך מצאו כי לחברה יש *surplus* שניתן לחלק ממנו דיווידנד, לאחר שקבע כי הדירקטורים קיבלו החלטה מיודעת ומושכלת בעניין שווי הנכסים.¹³⁸ כל עוד הטוען להפרה בגין חלוקה אסורה לא יצליח להראות כי אותה החלטה התקבלה בחוסר תום לב, לא יתערב בית המשפט בשיקול דעתו של הדירקטוריון.¹³⁹ בקליפורניה החוק מטיל אחריות על דירקטורים אשר אישרו חלוקה שאינה עומדת במבחני החוק,¹⁴⁰

134. *Burnden Holdings (UK) (in liquidation) v. Fielding* [2019] EWHC (Ch) 1566 (Eng.)

135. ראו *Ferran, Directors' Liability for Unlawful Dividends*, לעיל ה"ש 38, בעמ' 326.

136. ס' 172 לחוק החברות של דלוור.

137. ראו, למשל, *Levien v. Quadrant Structured Prods. v. Vertin*, 102 A.3d 155 (Del. Ch. 2014);

Morris v. Standard Gas & Elec. Co., 63 314 A.2d 216 (Del. Ch. 1973);

Randall v. Bailey, 23 N.Y.S.2d 173 (Sup. Ct. 1940).

138. *Randall v. Bailey*, 23 N.Y.S.2d 173 (Sup. Ct. 1940).

139. *Kamin v. Am. Express Co.*, 383 N.Y.S.2d 807 (Sup. Ct. 1976).

140. ס' 316 לחוק החברות של קליפורניה.

אך משחרר דירקטור מאחריותו אם הוא הסתמך על מידע מקצועי שנמסר לו לצורך ההחלטה על החלוקה לאחר שבחן את המידע באופן סביר ובתום לב.¹⁴¹

פרק ה: תקיפה של החלטת החלוקה – זכות העמידה

הדיון לעיל בחן את אחריות הדירקטורים בשל החלטה על חלוקה אסורה ואת הביקורת השיפוטית שעל בית המשפט להפעיל בדונו בתביעה נגד הדירקטורים בעניין זה. לפני סיום נבקש עוד לעמוד בקצרה על עניין דיוני הקשור בטבורו לשאלת האחריות והביקורת השיפוטית באשר להחלטות חלוקה. עניין זה הוא שאלת זכות העמידה לתבוע את הדירקטורים בגין החלטת חלוקה.

חלוקה היא פעולה אשר מוציאה כסף או שווה כסף מן החברה החוצה אל בעלי מניותיה.¹⁴² ככזו, פעולת החלוקה מכווצת את היקף נכסיה של החברה. חלוקה אסורה, קרי חלוקה שאינה מקיימת את מבחני החלוקה, מכווצת את נכסי החברה באופן שעלול לפגוע בחברה יתר על המידה. הנפגעת מהחלטת חלוקה כאמור היא בראש ובראשונה החברה עצמה, שכן ערכה הכלכלי התכווץ מעבר לגבולות הגזרה שהחוק מתיר. בעקיפין חלוקה כאמור עלולה לפגוע בנושי החברה ולמנוע בעדם מלהיפרע את חובם מן החברה באופן מספק. כאשר הנפגעת הישירה מן החלטה היא החברה, זכות התביעה בגין הפגיעה האמורה שייכת לחברה עצמה. לפיכך עילת התביעה נגד הדירקטורים בגין אחריותם להחלטה על חלוקה אסורה היא עילת תביעה של החברה. דא עקא, בשל כשל התת-אכיפה הנובע מבעיות נציג של נושאי המשרה המוסמכים בחברה (אשר לא יפעלו לתבוע בשמה את עצמם), יש מקום בהקשר זה לאפשר גם לגורם אחר להגיש תביעה בבית המשפט בשם החברה.

ניתן לשקול מועמדים אחדים לקידום תביעות נגד הדירקטורים בגין חלוקה אסורה. מועמדים אפשריים כאלה הם בעל מניות, נושה או מפרק החברה (או הנאמן, בשמו העדכני לפי חוק חדלות פירעון). אכן, לנאמן של חברה יש סמכויות תביעה בשמה נגד צדדים אחרים, לאחר קבלת אישור מבית המשפט של חדלות פירעון להגשת תביעה כאמור.¹⁴³ באמצעות תביעות שיגיש בשם החברה, הנאמן פועל להגדלה מרבית של נכסי החברה, שמהם ייפרעו נושיה. תביעה שיגיש הנאמן של חברה בגין חלוקה אסורה היא תביעה אשר תוביל בסופו של דבר להעשרת כיסיהם של נושיה. זהו תפקיד מובהק של הנאמן – "להשיא את שיעור החוב שיפרע לנושים".¹⁴⁴ תביעה כאמור שיגיש הנאמן

141 ס' 309 לחוק החברות של קליפורניה.

142 ראו ההגדרות של "חלוקה" ו"דיבידנד" בס' 1 לחוק החברות.

143 ס' 43–44 לחוק חדלות פירעון.

144 ס' 1(2) לחוק חדלות פירעון.

מוצדקת מבחינה דיונית, שכן הנפגעים מן החלוקה האסורה הם שייחנו מפירות התביעה.¹⁴⁵

כאשר החברה אינה מצויה בהליך חדלות פירעון, התביעה נגד הדירקטורים עלולה להינגף מחמת בעיית הנציג המתעוררת במיצוי זכויות התביעה של החברה נגד מקבלי החלטות בה – הדירקטורים. הללו, כאמור, פשוט יימנעו מלהחליט על הגשת תביעה בשם החברה נגד עצמם. המענה המוכר לבעיית נציג זו הוא מנגנון התביעה הנגזרת.¹⁴⁶ מנגנון זה מאפשר לאדם אחר, שאינו החברה, לתבוע בשם החברה ולריב את ריבה.¹⁴⁷ האדם האחר אשר ראוי לריב את ריבה של החברה בהקשר של חלוקה אסורה הוא נושה של החברה, שהרי בסופו של יום הנושים הם הנפגעים העקיפים מן החלוקה האסורה. המבחן המהותי של חלוקה – מבחן יכולת הפירעון – עוסק ביכולת הפירעון של החברה כלפי הנושים. הם המוטב האולטימטיבי של דיני החלוקה. על כן, הגם שזכות התביעה המשפטית הישירה, הרשמית, היא של החברה, נכון וראוי לגשר על בעיית הנציג באכיפה באמצעות הקניית זכות עמידה לנושה של החברה להגיש תביעה נגזרת בשמה בגין חלוקה אסורה.¹⁴⁸ אכן, חוק החברות מקנה זכות לנושה להגיש תביעה נגזרת בשם החברה בגין חלוקה אסורה.¹⁴⁹

מועמד נוסף להגשת תביעה בשם החברה על חלוקה אסורה הוא בעל מניות. אכן, בעל המניות, כבעל העניין הכלכלי השירי בחברה, הוא הדמות המתאימה להגשת תביעה נגזרת בשם חברה נגד נושאי משרה בה. חוק החברות אכן מקנה לבעל מניות את הכוח להגיש תביעה נגזרת בשם חברה.¹⁵⁰ כך ככלל. אכן, בעניין כשירותו של בעל מניות לתבוע תביעה נגזרת חוק החברות אינו מבחין בין הקשרים שונים. אף הפסיקה דנה בבקשות שהגישו בעלי מניות לאישור תביעה נגזרת בגין החלטות דירקטוריון על חלוקה.¹⁵¹ ברם, לטעמנו, ההקשר של החלטה על חלוקה אינו תואם את הכלל בדבר זכאותו של בעל מניות לנהל תביעה נגזרת. בחלוקה בעלי המניות הם הנהנים מן

145 ראו ת"א (כלכלית ת"א) 30851-01-16 **חבס השקעות (1960) בע"מ נ' ברוך חבס ייוזם (2005) בע"מ** (פורסם בנבו, 30.7.2020); תנ"ג (כלכלית ת"א) 27487-03-18 **בנתאי נ' אקסטל לימיטד** (פורסם בנבו, 30.12.2019); עניין **מלרג**, לעיל ה"ש 6.

146 ס' 194 לחוק החברות.

147 על התביעה הנגזרת ראו בהרחבה אסף חמדני ורות רונן "מי שולט בתביעה הנגזרת?" **ספר יורם דנציגר**, לעיל ה"ש 75, 211.

148 מבחינה דיונית אין זכאות לתבוע תביעה נגזרת, אלא יש לפנות אל בית המשפט ולבקש ממנו אישור להגיש תביעה נגזרת בשם החברה. ראו ס' 194 לחוק החברות. ראו גם רע"א 8259/17 **צנציפר חברה ליבוא תבואות ומספוא בע"מ נ' א. דורי בניה בע"מ** (פורסם באר"ש, 18.1.2018); רע"א 4417/18 **בבלפור נ' בנק דיסקונט לישראל בע"מ** (פורסם באר"ש, 3.12.2018).

149 ס' 204 לחוק החברות.

150 ס' 194 לחוק החברות.

151 תנ"ג (מחוזי מר') 11266-07-08 **שטבינסקי נ' פסיפיקה אחזקות בע"מ** (פורסם בנבו, 8.4.2013); תנ"ג (כלכלית ת"א) 48081-11-11 **רוזנפלד נ' בן דב** (פורסם בנבו, 17.3.2013); עניין **חורב**, לעיל ה"ש 6; עניין **ורדינקוב**, לעיל ה"ש 83.

הפעולה, ולא הנפגעים ממנה – לא במישרין ולא בעקיפין. נהפוך הוא: הפסדה הכלכלי של החברה הוא הרווח הכלכלי של בעלי המניות, אשר הדיווידנד זורם לכיסיהם האישיים. בנסיבות כאמור בעל המניות אינו הדמות הנכונה לתבוע בשם החברה את נזקה שנגרם עקב החלוקה. אין הנהנה מן החלוקה ראוי לנהל תביעה שעניינה טענות נגד חוקיות הפעולה שבגינה צמחה לו עצמו טובת הנאה.¹⁵²

משום כך אנו חולקים, בכל הכבוד, על הפסיקה המתירה לבעלי מניות לנהל תביעה נגזרת בשם החברה על טענות בגין החלטת חלוקה שהחליט הדירקטוריון. לעניות דעתנו, פסיקה כאמור מטשטשת את ההתאמה המתבקשת בין זכות העמידה לניהול תביעה נגזרת בשם החברה לבין בעל הזכות השיוויונית שנפגעת בהחלטת הדירקטוריון שבגינה קמה התביעה. לשיטתנו, יש להגביל את הזכות לנהל תביעה נגזרת בגין טענה נגד החלטת חלוקה לנאמן של החברה בהליך חדלות פירעון בלבד או לנושה של החברה. בעל מניות יוכל לנהל תביעה נגזרת בדבר חלוקה רק אם הטענה היא שהחלוקה הובילה לקיפוח בין בעלי המניות לבין עצמם.

סיכום

החלטה על חלוקה אסורה בחברה חושפת את הדירקטורים שניהנו בעת ההחלטה האמורה לאחריות אישית בגין הפרה של חובת הזהירות או חובת האמונים שלהם. לאחריות זו יש השפעות ex ante ניכרות על התנהלותם של דירקטורים ועל המדיניות של חלוקת הדיווידנדים. אחריותם האישית של הדירקטורים תיבחן מטבע הדברים במסגרת התדיינות בבית המשפט. ברשימה זו עמדנו על המורכבות של בחינת אחריותם של הדירקטורים לחלוקה שמתבררת בסופו של דבר כחלוקה אסורה. במסגרת ניתוחנו עמדנו על השונות בין מבחני החלוקה הקיימים במשפט ההשוואתי ועל השונות הקיימת בין שני המבחנים שבחוק הישראלי: מבחן הרווח מזה ומבחן יכולת הפירעון מזה. מאפייניהם השונים של מבחני החלוקה מצדיקים לטעמנו בחינה שיפוטית כירורגית לכל הפרה נטענת של כללי החלוקה. ברשימה זו טענו כי האחריות האישית של דירקטורים בגין הפרה של מבחן הרווח אינה חופפת בהכרח את אחריותם האישית בגין הפרה של מבחן יכולת הפירעון. דווקא המבחן האחרון – אשר קביעתו אינה ודאית ונסמכת על תחזיות עתידיות מורכבות – הוא המבחן שמצדיק ריסון שיפוטי יחסי בטרם יטיל בית

152 השוו בדלוור Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. 1971). בעניין זה נדחו טענותיו של בעל מניות מיעוט אשר ביקש לתקוף חלוקת דיווידנדים שעליה הוחלט בחברה ואשר מהם נהנתה החברה האם השלטת בה. טענתו של בעל מניות המיעוט הייתה כי הדיווידנדים היו מופרזים, פגעו בחברה, ואף הביאוה לידי פירוק. טענותיו נדחו, בין היתר, בשל כך שבעל המניות עצמו נהנה אף הוא מחלוקת הדיווידנדים האמורה, שכן החלוקה בוצעה באופן שוויוני בין בעלי המניות.

אסף אקשטיין, דוד האן

משפט ועסקים כד(2), תשפ"ב

המשפט על הדירקטורים אחריות אישית בגין הפרתו. לפיכך קראנו ברשימה זו להפעלת כלל שיקול הדעת העסקי לטובת דירקטורים הנתבעים בגין חלוקה אסורה שאינה מקיימת את מבחן יכולת הפירעון.