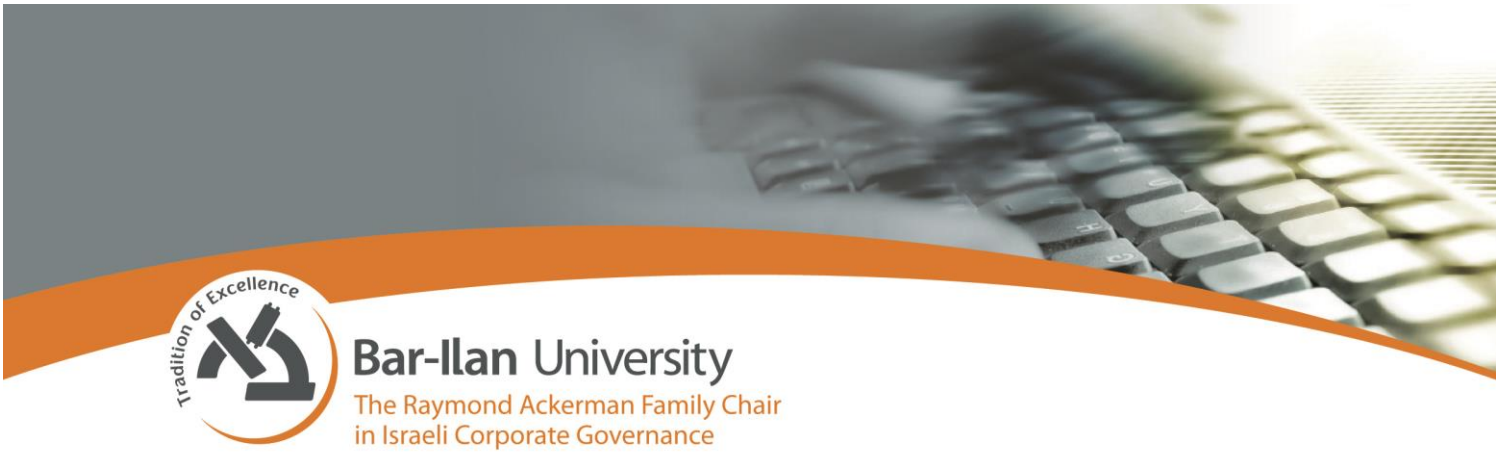


The Raymond Ackerman Family Chair

in Israeli Corporate Governance

Working Paper No. 021

Directors liability for distribution of corporate dividends

Asaf Eckstein

Ono Academic College

July 2018

Faculty of Social Science
School of Business Administration
Bar-Ilan University
Ramat-Gan 5290002, Israel

Tel. 972-3-5318901
Fax. 972-3-7384040
gr.ackerman@biu.ac.il
http://www.israeli-corporate-governance.org

אחריות דירקטורים בגין חלוקה

אסף אקשטיין*

תקציר

אחת ההחלטות החשובות ביותר שמתקבלות בחברה, על-ידי דירקטוריון החברה, היא ההחלטה על חלוקה, בדרך-כלל חלוקה של דיבידנד. במהלך השנים האחרונות ניתנו בישראל מספר פסקי-דין שמעוררים שאלה כבדת משקל והיא – מהו סטנדרט הביקורת השיפוטית הראוי ביחס להחלטה של דירקטורים על חלוקה. עניין מיוחד מתעורר ביחס לשאלה – מהו הסטנדרט הראוי ביחס להחלטה של דירקטורים בנוגע לעמידתה של החברה במבחני החלוקה ויכולתה לחלק דיבידנד. מדובר במצבים שבהם, בדיעבד, התעורר חשש כי החלוקה שאישרו הדירקטורים אושרה בניגוד למבחני החלוקה שנועדו להבטיח שמירה על נושיה של החברה. שאלה זו חסרה תשובה ממצה בפסיקה או בספרות הישראלית ומאמר זה מציע להשלים את החסר. המאמר קורא לראות בהחלטה על היכולת (או אי-היכולת) של החברה לחלק דיבידנד החלטה עסקית רגילה ולקיים ביחס אליה בחינה שיפוטית מאופקת. בחינה שכזו ראוי לה שתבחן אם הדירקטור פעל בתום-לב, כלומר במצב של נקיון-דעת מוחלט ומתוך אמונה סובייקטיבית כי החלוקה נעשית לטובת החברה (תום-לב אמונאי) וקיים הליך סביר מבחינת איסוף המידע והדיון בו עובר לקבלת ההחלטה על החלוקה. במסגרת זו, ראוי לאפשר לדירקטור שיקול דעת רחב הן ביחס לשקילת טובתה של החברה והן ביחס לקיום הליך קבלת ההחלטה. שאלה קשורה שעמה מתמודד המאמר היא שאלת מעמדו והיקפו של כלל שיקול הדעת העסקי ביחס להחלטה על היכולת של החברה לחלק דיבידנד. בהינתן שהחלטה על חלוקה הינה החלטה עסקית רגילה, כאמור, המאמר קורא להחיל את הכלל ביחס להחלטה זו ובהתאמה מציע שלא להחליף את שיקול דעת הדירקטורים בשיקול דעת בית המשפט, בהתקיים הרכיבים של הכלל שאומץ זה מכבר אל תוך דיני התאגידים הישראליים. אולם, בעוד כלל שיקול הדעת העסקי במתכונתו האמריקאית הקלאסית מגן גם על התנהגות רשלנית, כל עוד לא עלתה כדי רשלנות רבתי (רשלנות גסה, בוטה), לפחות בהקשר של החלטה על חלוקה המאמר מציע להיצמד לסטנדרט הזהירות הנדרש מדירקטור מכוח חובת הזהירות המעוגנת בחוק החברות, ובהתאמה לא לאפשר הגנה על התנהגות רשלנית.

---

* מרצה לדיני תאגידים וניירות-ערך, הפקולטה למשפטים, הקריה האקדמית אונו. על הערות ושיחות מועילות אני מודה לדוד האן, ליאב וינבאום, אסף חמדני, שרון חנס, עמיר ליכט, גדעון פרחומובסקי ושלומי שוב. ברצוני להודות גם לאהרון סלומון על סיוע במחקר ולקתדרה לממשל תאגידי באוניברסיטת בר-אילן ע"ש משפחת אקרמן על תמיכה במחקר.

מבוא

א. הדין הישראלי

1. חוק החברות וכלל שיקול הדעת העסקי

2. הפסיקה הישראלית – שיקול דעת הדירקטורים בקשר לחלוקה

(א) להב נ' אי.די.בי

(ב) מלרג

(ג) ע.ל.א.ן מרחצאות

ב. הדין הזר – ארצות-הברית ואנגליה

1. רקע כללי – תמצית מבחני החלוקה בארצות-הברית ובאנגליה

2. בחינת שיקול דעת הדירקטורים בארצות-הברית

(א) הגנה על שיקול הדעת הדירקטורים בקשר להחלטה על חלוקה – בראי החוק

(ב) הגנה על שיקול הדעת הדירקטורים בקשר להחלטה על חלוקה – בראי הפסיקה

(ג) סיכום ביניים

3. בחינת שיקול דעת הדירקטורים באנגליה

(א) הגנה על שיקול הדעת הדירקטורים בקשר להחלטה על חלוקה – בראי החוק

(ב) הגנה על שיקול הדעת הדירקטורים בקשר להחלטה על חלוקה – בראי הפסיקה

ג. הדין הרצוי – הביקורת השיפוטית על החלטות בקשר לחלוקה

1. ההצדקות להחלתו של כלל שיקול הדעת העסקי ביחס להחלטה על חוקיות החלוקה

2. בחינת התקיימותו של כלל שיקול הדעת העסקי ביחס להחלטה על חוקיות החלוקה

3. היקפו של כלל שיקול הדעת העסקי בהקשר של החלטה על חוקיות החלוקה

סיכום

מבוא

כללי שמירת ההון המעוגנים בחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "**חוק החברות**") מיועדים להגן על נושיה של החברה ולמנוע פגיעה אפשרית בציפייתם הלגיטימית לפרוע את חובם מהחברה.[1] כללי שמירת ההון כוללים שני מבחנים מצטברים המורים לדירקטורים בחברה מתי ניתן להחליט על חלוקה. המבחן הראשון הוא מבחן הרווח לפיו החברה רשאית לבצע חלוקה אם בהתאם לדו"חות הכספיים שלה קיימים עודפים או אם נצברו עודפים בשנתיים האחרונות, והכל לפי הדו"חות הכספיים האחרונים שערכה החברה; המבחן השני

[1] הצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, הצעת חוק 2432 (23.10.1995). בדברי ההסבר, בעמ' 100: "ככלל, הואיל ונושיה של כל חברה בערבון מוגבל אינם רשאים לרדת לנכסיהם הפרטיים של בעלי המניות, הדין חייב להבטיח כי הקרן היחדה לסיפוק תביעותיהם, הונה העצמי של החברה, לא תדולדל שלא כדין."

הוא מבחן יכולת הפירעון שנועד להבטיח שגם אם מתקיים מבחן הרווח, לא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מהחברה את היכולת לעמוד בהתחייבויותיה, בהגיע מועד מימושן.[2]

בעת האחרונה ניתנו בישראל פסקי דין מקוריים וחדשניים בנושא חלוקה, בעיקר חלוקת דיבידנדים. פסקי הדין עוררו שאלות פרשניות ביחס לכללי שמירת ההון – הן ביחס למבחן הרווח והן ביחס למבחן יכולת הפירעון. פסק הדין הראשון הוא פסק-דינה של השופטת רות רונן בעניין **להב נ' אי.די.בי** שדן בפרשנות הראויה של מבחן הרווח, במקרה שבו הדירקטורים הסתמכו אמנם על קיומו של רווח בדו"חות הכספיים האחרונים, אולם במועד ההחלטה על חלוקת הדיבידנד ידעו למעשה כי החברה עברה מרווח להפסד ולמרות זאת מיהרו להחליט על חלוקת דיבידנד עובר לפרסום הממשמש ובא של הדו"חות הכספיים הבאים.[3] השופטת רונן נקטה בפרשנות תכליתית של מבחן הרווח ובהמשך אף ייבאה את עקרון תום-הלב המעוגן בחוק החוזים (חלק כללי), תשל"ג – 1973 (להלן: "**חוק החוזים**"), ואישרה את הגשת התביעה כתביעה נגזרת. פסק דין נוסף ניתן בעניין **ע.ל.א.ן נ' בזק** והוא דן בנסיבות שבהן בין אישור החלוקה על-ידי בית המשפט לבין מועד החלוקה בפועל חלף זמן ואירע שינוי נסיבות מהותי. בנסיבות כאלה קבע בית המשפט באותו עניין, ראוי לבצע הערכה מחודשת של יכולת החברה לחלק דיבידנד.[4] לבסוף, לא מזמן ניתן פסק הדין בעניין **מלרג**. פסק הדין הציף שאלות מעניינות בקשר למבחן יכולת הפירעון וקבע בין השאר כי הבדיקה שיש לבצע במסגרת מבחן זה אינה תחומה בזמן, ועליה לבחון את יכולת פירעון של כלל החבויות הידועות של החברה, "מכאן ועד עולם".[5]

פסקי הדין הנזכרים והשאלות העולות בהן, מצדיקים דיון במבחני החלוקה הישראליים. בעיקר, קיימת חשיבות מיוחדת לדיון באופן שבו ראוי שבתי המשפט יבחנו החלטות שקיבלו דירקטורים על חלוקה של דיבידנד שהתבררה בדיעבד כחלוקה שבוצעה בניגוד למבחני החלוקה (לשם הנוחות, אכנה חלוקה שכזו – "**חלוקה אסורה**"), או חשודה ככזו. בתוך כך ראוי לקיים דיון בשאלה – האם כלל שיקול-הדעת העסקי שנקלט בדיני התאגידים הישראלים, חל ביחס להחלטות מעין אלה. דיון בשאלות אלה חסר בפסיקה ובספרות האקדמית הישראלית ומאמר זה יבקש להשלים את החסר.

---

[2] להלן פרק א.1.

[3] תנ"ג 49615-04-13 **להב נ' אי די בי חברה לפתוח בע"מ ואח'** (פורסם בנבו, 6.11.2013).

[4] ת"א 48067-01-11 **ע.ל.א.ן מרחצאות בע"מ נ' "בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ** (14.5.2012).

[5] פרק (ת"א) 3421-01-15 **עו"ד רענן קליר מתוקף תפקידו על-פי סעיף 17 להסדר הנושים למיצוי זכויות של החברה והנושים נ' ד"ר שמחה סדן** (17.12.2016) (להלן: "**עניין מלרג**").

נוסף על פסקי הדין הנזכרים ניתנו גם פסקי הדין הבולטים של השופט כבוב בפרשות בן-דב ו-ורדניקוב. ראו: תנ"ג 48081-11-11 **רוזנפלד נ' בן דב ואח'** (פורסם בנבו, 17.3.13); תנ"ג 43335-11-12 **ורדניקוב נ' אלוביץ ואח'** (פורסם בנבו, 17.9.2014) (ערעור על פסק דין ורדניקוב נדון במסגרת ע"א 7735/14 **אילן ורדניקוב נ' שאול אלוביץ** (פורסם בנבו, 28.12.2016)).

המאמר יתמקד בביקורת השיפוטית על מצבים שבהם התברר בדיעבד כי החלוקה הינה חלוקה אסורה, או חשודה ככזו, יותר מאשר בביקורת על ההחלטה העקרונית של הדירקטורים אם להורות על חלוקה, אם לאו. כלומר, החלטה עקרונית של דירקטורים אם לחלק דיבידנדים, אם לאו, לא תעמוד במוקד הדיון במאמר זה. החלטות מעין אלה קיבלו התייחסות ברורה בפסיקה התאגידית בארצות-הברית וגם בישראל. במסגרת זו נדונו לאורך השנים החלטות של דירקטורים שלא לחלק דיבידנדים בשנה מסוימת או לאורך תקופה מסוימת, למרות קיומם של עודפים המאפשרים חלוקה ונקבע שככלל, לבעלי המניות אין זכות קנויה לקבל דיבידנד, אין בכך משום קיפוח של בעלי המניות והחלטה של הדירקטורים שלא לחלק דיבידנד מוגנת מהתערבות שיפוטית ביחס להגיונה הפנימי.[6] במסגרת זו נדונו גם החלטות של דירקטורים לחלק דיבידנדים, כשהמוטיבציה שבבסיס ההחלטות על החלוקות עוררה סימני שאלה ותהיות.[7] ההחלטה שכן תעמוד לדיון במוקד המאמר היא ההחלטה של הדירקטורים, בזמן אמת, ביחס לשאלה – **אם ניתן** לחלק דיבידנד, כלומר האם החלוקה הנדונה עומדת במבחני החלוקה להם היא כפופה מבחינה חוקית.

בתום סקירה של היחס של דיני החברות בארצות-הברית ובאנגליה להחלטות של דירקטורים על חלוקות שהתבררו כאסורות (או שנחשדה ככאלה), המלמדת על כיבוד שיקול דעת הדירקטורים, המאמר קורא לבתי המשפט בישראל לנהוג באיפוק בעת בחינה של החלטה שכזו על חלוקה. מדובר בהחלטה עסקית וככזו ראוי להחיל ביחס אליה את כלל שיקול הדעת העסקי שאומץ זה מכבר בדיני התאגידים הישראליים. עם זאת, בעוד כלל שיקול הדעת העסקי במתכונתו האמריקאית הקלאסית מגן גם על התנהגות רשלנית, כל עוד לא עלתה לדרגת רשלנות רבתי (רשלנות גסה ובוטה), לפחות בקשר להחלטה על חלוקה, המאמר מציע להיצמד לסטנדרט הנדרש מהדירקטורים מכוח חובת הזהירות המעוגנת בחוק החברות. בהתאמה, המאמר קורא שלא לאפשר הגנה על רשלנות רבתי ולהסתפק בהגנה מפני התערבות שיפוטית על התנהגות של דירקטור שפעל בתום-לב, כלומר במצב של נקיון-דעת מוחלט ומתוך אמונה סובייקטיבית כי החלוקה מקדמת את טובת החברה, וכן קיים הליך סביר מבחינת איסוף המידע והדיון בו עובר לקבלת ההחלטה על החלוקה.

הקריאה להיצמד לגדריה של חובת הזהירות בהקשר של החלטה על חוקיותה של חלוקה, מבוססת על כך שההגנה הרחבה המוענקת מכוח כלל שיקול הדעת העסקי שואבת את כוחה מהצדקות שרלוונטיות למישור היחסים שבין בעלי המניות של החברה לבין הדירקטורים המכהנים בה, בעוד ההחלטה על חוקיותה של חלוקה נוגעת ומשפיעה בעיקר במישור היחסים שבין נושיה של החברה לבין הדירקטורים. ניתוח של סטנדרט הביקורת הנוהג בדין האמריקאי

[6] ראו להלן ה"ש 73.

[7] ראו להלן ה"ש 74 - 85.

ביחס להחלטה על חוקיותה של חלוקה תומך בקריאה להיצמד לחובת הזהירות המוכרת לנו בדיני התאגידים חלף בחירה בהגנה הרחבה יותר שמעניק כלל שיקול הדעת העסקי.

המאמר יתקדם בהתאם לסדר הבא: פרק א של המאמר יציע סקירה תמציתית של הדין הישראלי – כפי שהוא מוצא ביטוי בחוק החברות ובפסיקה הישראלית – תוך התייחסות למבחני החלוקה ולשאלות שהתעוררו באחרונה ביחס אליהם. פרק ב יציע ניתוח של היחס של הדין האמריקאי והאנגלי להחלטות של דירקטורים בקשר לחלוקות שבדיעבד התבררו כאסורות או נחשדו ככאלה. פרק ג יקיים דיון בסטנדרט הרצוי של ביקורת שיפוטית אפשרית על החלטות מסוג זה.

א. הדין הישראלי

1. חוק החברות וכלל שיקול הדעת העסקי

סעיף 302 לחוק החברות מגדיר מהי "חלוקה מותרת".[8] הוא קובע כי חברה רשאית לבצע חלוקה מתוך רווחיה (מבחן הרווח) ובלבד שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע את פרעון חבויותיה של החברה בהגיע מועד פרעונן (מבחן יכולת הפרעון). מבחן הרווח נחשב באופן יחסי למבחן טכני, צופה פני עבר, וקל יחסית ליישום ולהכרעה; כדי לעמוד בו, על הדירקטור המקבל החלטה בקשר לחלוקה, לוודא קיומם של "עודפים" בהסתמך על "הדוחות הכספיים המותאמים האחרונים, המבוקרים או הסקורים, שערכה החברה..." ולפי "כללי חשבונאות מקובלים".[9] לעומת מבחן הרווח, מבחן יכולת הפרעון נחשב למבחן מורכב יותר שמחייב ביצוע הערכה מורכבת יותר שבסופה יידרש הדירקטור להחליט אם ביצוע החלוקה מקים חשש סביר

---

[8] להלן לשונו של סעיף 302 לחוק החברות:

"(א) חברה רשאית לבצע חלוקה מתוך רווחיה (להלן - מבחן הרווח), ובלבד שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבויותיה 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;

"עודפים" - סכומים הכלולים בהון העצמי של חברה ושמקורם ברווח הנקי שלה כפי שנקבע לפי כללי חשבונאות מקובלים, וכן סכומים אחרים הכלולים בהון העצמי לפי כללי חשבונאות 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."

[9] סעיף 302(ב) לחוק החברות. כפי שניתן להתרשם, גם מבחן זה אינו טכני לגמרי משום שהוא מסתמך כאמור על כללי חשבונאות מקובלים. כפי שאראה בהמשך המאמר, כללים אלה הם אינם כללים נוקשים והם מחייבים את הדירקטורים ל"מאמץ מחשבתי" במסגרת בחינת קיומם של עודפים.

כי החברה לא תוכל לעמוד בפרעון חבויותיה.[10] אקדים לציין שהמורכבות גדלה בהינתן שעמדת הפסיקה היא, כפי שאראה בהמשך המאמר במסגרת הדיון בעניין מלרג, שהחבויות אליהן מתייחס מבחן יכולת הפרעון אינן תחומות בזמן, כלומר לא רק חבויות קרובות, אלא מכלול החבויות הקיימות. מעניין לראות שזוהי גם עמדתה של רשות ניירות ערך הישראלית.[11]

מבחן יכולת הפרעון נחשב גם מבחן חשוב יותר ו"קובע" יותר ממבחן הרווח. כך, אפשר ויתקיים מבחן הרווח, אבל לא יתקיים מבחן יכולת הפירעון ולכן לא תתאפשר חלוקה. ההסבר לכך הוא שייתכן וקיימים עודפים בהתאם לכללים החשבונאיים, אבל החלוקה עלולה לפגוע בסולבנטיות של החברה במובן זה שהיא תגביל את יכולתה של החברה לעמוד בחבויותיה במהלך העסקים הרגיל.[12] עליונותו של מבחן יכולת הפירעון מוצאת ביטוי מפורש גם בחוק החברות הישראלי. כך, למרות שמדובר בשני מבחנים מצטברים, גם בנסיבות שבהן לא התקיים מבחן הרווח תתאפשר לפי החוק חלוקה ובתנאי שבית המשפט יאשר לחברה את ביצוע החלוקה, אם שוכנע שמתקיים מבחן יכולת הפרעון.[13]

הסנקציה המוטלת על דירקטורים בגין חלוקה אסורה קבועה בסעיף 311 לחוק החברות שלפיו החלטה של דירקטור על חלוקה שאינה עומדת במבחני החלוקה (מבחן הרווח או מבחן

---

[10] פר"ק (מרכז) 29889-03-10 **איטונג תעשיות בע"מ נ' משרד המשפטים ואח'** (פורסם בנבו, 29.6.2010) ("מבחן יכולת הפירעון, בהיותו מבחן הצופה פני העתיד, איננו מבחן דטרמיניסטי ולפיכך אין הוא דורש ודאות כי חלוקת הדיבידנדים ו/או הרכישה העצמית של מניות החברה על ידי החברה עצמה לא תבאנה לסיכול קיום התחייבות כלשהי של החברה. מבחן יכולת הפירעון, מעצם טבעו, הינו מבחן הסתברותי הבוחן את קיומו (או העדרו) של **'חשש סביר'** לאי קיום התחייבויות החברה כתוצאה מחלוקת הדיבידנדים ו/או הרכישה העצמית של מניות החברה על ידי החברה"; הדגשות במקור). ראו גם פר"ק (מרכז) 54442-06-15 **י.ד. אגוד מקרקעין בע"מ נ' רשם החברות ואח'** (פורסם בנבו, 3.11.2015), בפסקה 20.

[11] ראו, למשל, הנחיית הרשות בקשר לגילוי בעת החלטה על חלוקת דיבידנד מיום 6.8.2009, נגישה בקישור http://www.isa.gov.il/%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94%20%D7%95%D7%90%D7%9B%D7%99%D7%A4%D7%94/Legislation/Rules%20under%20the%20supervision%20authority/Law1968/Documents/IsaFile_7027.pdf ("מבחן זה [מבחן יכולת הפירעון] **אינו תחום בזמן**, ועל מנת לוודא התקיימותו, על דירקטוריון החברה לבחון האם אין בחלוקה, כדי לפגוע ביכולתה של החברה לעמוד בהתחייבויותיה בכללותן, עם הגיע מועד פירעונן."; הדגשה במקור). הנחיית הגילוי עוגנה בתקנה 37(א) לתקנות ניירות-ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן: "**תקנות הדיווח השוטף**") (קובעת שבדו"ח המיידי "יובאו פרטים בדבר הבחינה שערך הדירקטוריון בעת קבלת ההחלטה על החלוקה" בקשר עם עמידה במבחני החלוקה. אחזור להתייחס לתקנה זו בהמשך המאמר בפרק ג'.

[12] JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, 3 TREATISE ON THE LAW OF CORPORATIONS 524 (3rd ed., 2010): "A corporation may have a bona fide surplus of assets over liabilities under orthodox accounting figures but at the same time may be 'insolvent' in the sense that it cannot then meet its current liabilities as they fall due, or the distribution to stockholders would so weaken the corporation's financial position that it would thereafter be unable to meet its liabilities on an orderly basis." אחת הסיבות לכך יכולה להיות היעדר נזילותם של נכסיה של החברה. שם, שם.

[13] סעיף 303 לחוק החברות.

יכולת הפרעון) מקימה לו אחריות בגין הפרת חובת זהירות או הפרת חובת אמונים.[14] בית המשפט יקבע את מהות החובה שהופרה בהתאם לנסיבות המתבררות לפניו, וזאת בשונה ממצב הדברים שהיה קיים עובר לכניסתו לתוקף של תיקון 3 לחוק החברות בחודש מרץ 2005, שאז קבע חוק החברות כי החלטה של דירקטור בדבר חלוקה אסורה מהווה הפרת חובת אמונים.[15] כלומר, בהתאם לדין הישראלי, החלטה עסקית של דירקטור בקשר לחלוקה יכולה להיפסל מחמת הפרה של חובת הזהירות או מחמת הפרת של חובת האמונים.

בהקשר של חובת הזהירות, בנסיבות שבהן דירקטור קיבל החלטה על חלוקה מבלי שעמד בפניו המידע המהותי להחלטה אשר נגיש לו באופן סביר, אז יתגבש יסוד ההתרשלות של עוולת הרשלנות. כלומר, אם יוכח שהדירקטור קיים הליך בלתי-סביר מבחינת איסוף המידע והדיון בו, אז הושלמה הוכחת יסוד ההתרשלות ואם יוכח קיומם של נזק וקשר סיבתי אזי תתקבל תביעת הרשלנות.[16]

אולם, גם במצבים שבהם ניתן לאפיין את התנהלותו של הדירקטור כבלתי-סבירה, עדיין אפשר ועומדת לו הגנת כלל שיקול הדעת העסקי שאומץ בדיני התאגידים הישראליים. כידוע, במקרים שבהם נטען כי הדירקטור הפר את חובת הזהירות, כלל שיקול הדעת העסקי עשוי להגן גם על התנהלות בלתי סבירה של הדירקטור, כל עוד לא מדובר בהתנהלות לא סבירה

---

[14] סעיף 311 לחוק החברות קובע כך:

"בוצעה בחברה חלוקה אסורה יראו כל מי שהיה דירקטור במועד החלוקה כמי שהפר בכך את חובותיו לפי סעיפים 252, 253 או 254, לפי הענין, לחברה, אלא אם כן הוכיח אחד מאלה:

(1) שהתנגד לחלוקה האסורה ונקט את כל האמצעים הסבירים כדי למנעה;

(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."

ראו גם הצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, הצעת חוק 2432 (23.10.1995). בדברי ההסבר, בעמ' 102 נכתב כי "כל דירקטור שהיה שותף לחלוקה האסורה ייראה כמי שהפר את חובותיו כלפי החברה, אלא אם הוכיח כי התנגד לחלוקה, כי הסתמך על מידע מוטעה או שלא ידע ולא היה עליו לדעת על החלוקה."

[15] דברי הסבר להצ"ח 3132, תשס"ב, 638 (18.6.2002), בעמ' 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."

[16] ראו גם עמיר ליכט, "סדנא דארעא – הפרת חובת הזהירות בהחלטה על חלוקת דיבידנד", נקודה בסוף משפט (25.12.2016), נגיש בקישור https://amirlicht.wordpress.com/2016/12/25/68/#more-730

במיוחד שעולה כדי רשלנות רבתי.[17] עמד על כך במפורש בית המשפט העליון של דלוואר בהלכת Aronson:

> "While the Delaware cases use a variety of terms to describe the applicable standard of care, our analysis satisfies us that **under the business judgment rule director liability is predicated upon concepts of gross negligence**" [18].

ובהמשך:

> "While the Delaware cases have not been precise in articulating the standard by which the exercise of business judgment is governed, **a long line of Delaware cases holds that director liability is predicated on a standard which is less exacting than simple negligence**" [19].

כך גם פסק בית המשפט העליון של דלוואר בעניין ואן-גורקום המפורסם,[20] ובפסקי דין מאוחרים יותר.[21] הסיבה לאימוצו של כלל שיקול הדעת העסקי בדלוואר, חלף אכיפה דווקנית

---

[17] על ההבחנה בין רשלנות רגילה לבין רשלנות רבתי ראו, בקצרה, עמיר ליכט, "שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושא-משרה", **משפט ועסקים** יט 475, 524 – 527 (2016). ראו גם את התיאור שמציעים ווילאם אלן (שכיהן כצ'נסלור של בית המשפט הצ'נסרי בדלוואר), ג'ק ג'ייקובס (שכיהן כשופט בית המשפט העליון בדלוואר) ולאו סטריין (שמכהן כנשיא בית המשפט העליון בדלוואר), ולפיו אפשר שרשלנות רבתי חופפת אף לפזיזות: "gross negligence … involves a devil-may-care attitude or indifference to duty amounting to recklessness." William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Jr. Strine, *Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 56 BUS. LAW. 1287, 1300 (2001).

[18] ראו: Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

[19] שם, בעמ' 813 בה"ש 6 שם.

[20] ראו: Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 873 (Del. 1985) ("We think the concept of gross negligence is also the proper standard for determining whether a business judgment reached by a board of directors was an informed one.")

[21] ראו, למשל: Brehm v. Eisner, 746 A. 2d 244, 264 (Del. 2000): "Directors' decisions will be respected by courts unless the directors are interested or lack independence relative to the decision, do not act in good faith, act in a manner that cannot be attributed to a rational business purpose or reach their decision by a grossly negligent process that includes the failure to consider all material facts reasonably available."

של חובת הזהירות של הדירקטורים הייתה הרצון לאפשר לדירקטורים לקבל החלטות עסקיות שעשויות להיות כרוכות בסיכונים עסקיים ולצמצם את החשש של דירקטורים מוכשרים מלכהן בדירקטוריון.[22]

בחזרה להקשר של מאמר זה, כפי שאסביר בהמשך, אמנם המאמר קורא לראות בהחלטה על חלוקה החלטה עסקית רגילה וככזו להחיל ביחס אליה את כלל שיקול הדעת העסקי. עם זאת, לפחות בהקשר של החלטה על חלוקה, המאמר מציע להיצמד לגדרי חובת הזהירות הישראלית ולא לאפשר הגנה על התנהגות רשלנית, גם אם מדובר ברשלנות בדרגה רגילה שאינה עולה כדי רשלנות רבתי.[23]

ראו גם: Sean J. Griffith, *Good Faith Business Judgement: A Theory of Rhetoric In Corporate Law Jurisprudence*, 55 DUKE L.J. 1, 10 & n. 20 (2005) ("Application of the business judgment rule changes the liability standard under the duty of care from negligence—that is, reasonableness or ordinary prudence—to gross negligence.") ראו גם שם, בעמ' 11 ה"ש 21 שם: "A plaintiff challenging the board's actions under the duty of care must allege facts that show that the board's conduct rises (or falls) to the level of 'gross negligence.' ".

לבסוף, ראו: EDWARD P. WELCH ET AL., FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW 173 (2018): "However, where the business judgement rule applies, liability of directors for breach of the duty of care will only exist if the directors are found to have been grossly negligent."

[22] כפי שמסבירים אלן, ג'ייקובס וסטריין: "Only towards the end of the twentieth century did Delaware's corporation law first accord 'bite' to the duty of care. When it took that step, the law reflected the policy concern that an overly aggressive approach to enforcing the duty of care could deter risk-taking and discourage service on corporate boards by qualified candidates." ראו: Allen, Jacobs ו-Strine, לעיל ה"ש 17, בעמ' 1299. עם זאת, כפי שמסבירים המחברים, לפחות בכמה מקרים בולטים לאורך השנים, בתי המשפט בחנו את ההתנהלות של הדירקטורים בסטנדרט שהוא "פחות סבלני" כלפי הדירקטורים. שם, בעמ' 1299 – 1301.

[23] בהקשר זה ראו: ליכט, שם הוורד, לעיל ה"ש 17, בעמ' 524 – 527. ליכט קורא לעודד את אימוצו של כלל שיקול הדעת העסקי לתוך דיני התאגידים הישראליים, אך מבקש להיצמד לדרישה להוכחת רשלנות כפי שדורש חוק החברות הישראלי שמפנה לפקודת הנזיקין, ולא להרחיק עם דרישה להוכחת רשלנות רבתי, כפי שדורש אימוצו של כלל שיקול הדעת העסקי במתכונתו האמריקאית. כלומר, ליכט טוען שאין צורך להוכיח כי נושא משרה "חרג באופן בוטה מן התקן של הליך קבלת החלטות סביר" כדי שנושא המשרה יימצא אחראי. בעוד ליכט קורא לצמצם את הכיסוי שמציע כלל שיקול הדעת העסקי בעת קליטתו בדין הישראלי, באופן גורף, מאמר זה מבקש להשאיר סוגיה זו בצריך עיון ולהסתפק, לפחות לעת הזו, בהתאמה של כלל שיקול הדעת העסקי בהקשר של החלטה על חלוקה שבדיעבד התבררה כחלוקה אסורה או נחשדה ככזו.

2. הפסיקה הישראלית – שיקול דעת הדירקטורים בקשר לחלוקה

חלק זה של המאמר יציע סקירה קצרה של הפסיקה שניתנה בשנים האחרונות בישראל בנושא של חלוקת דיבידנדים, בדגש על נסיבות שבהן התברר בדיעבד כי החלוקה הייתה אסורה, והוא יהווה למעשה את המצע להמשך המאמר.

(א) להב נ' אי.די.בי

לא מזמן, ניתנה החלטתה של השופטת רות רונן בעניין **להב נ' אי.די.בי**.[24] באותו עניין הוגשה בקשה לאישור תביעה נגזרת ביחס להחלטת דירקטוריון חברת אי.די.בי חברה לפתוח לאשר חלוקת דיבידנד בסך של 64 מיליון ש"ח. לטענת המבקש, במועד בו אישר דירקטוריון החברה את חלוקת הדיבידנד, לא התקיים מבחן הרווח, לכן היה על החברה לקבל את אישור בית המשפט לחלוקה כתנאי לחלוקה, ומשאישור זה לא ניתן, הרי שמדובר בחלוקה אסורה. דירקטוריון החברה טען מנגד, כי מבחן הרווח התקיים וההחלטה לאשר את החלוקה התבססה על הדו"חות הכספיים האחרונים של החברה שפורסמו בתום הרבעון השני של שנת 2011.

הצדדים הסכימו על כך שבדו"חות הכספיים האחרונים של החברה שפורסמו בתום הרבעון השני של שנת 2011, ביום 28.8.2011, עמדה החברה במבחן הרווח. עם זאת הסכימו הצדדים על העובדות הבאות: לאחר פרסום הדו"חות חל שינוי לרעה במצבה של החברה; הדירקטורים ידעו על שינוי זה במועד אישור חלוקת הדיבידנד, וגם ידעו על כך שישנה אפשרות ממשית ששינוי זה ימצא ביטוי בדו"חות הכספיים הבאים שצפויים היו להתפרסם כשבועיים לאחר אישור החלוקה. בסופו של דבר, בהתאם לדו"חות שפורסמו בתום הרבעון השלישי, החברה עברה כצפוי ממצב של רווח למצב של הפסד.

השופטת רונן פסקה לטובת המבקש בהתבסס על מהלך דו-שלבי. בשלב הראשון קבעה כי במסגרת קבלת ההחלטה על החלוקה היה על הדירקטוריון לקחת בחשבון אירוע שאירע עובר לקבלת ההחלטה והשפיע לרעה על מצבה של החברה. את הקביעה האמורה ביססה על פרשנות תכליתית ללשון סעיף 302 לחוק החברות והציעה כי "הוראת סעיף 302 הנ"ל למונח 'רווחים', צריכה לקחת בחשבון את המידע העדכני שיש לחברי הדירקטוריון ביחס לאירועי העבר, מידע שהדירקטוריון מודע לכך שישליך על הדוחות הכספיים של החברה שעתידים להתפרסם בסמוך לאחר החלוקה."[25]

בשלב השני, קבעה השופטת רונן כי גם אם הפרשנות התכליתית לא תתקבל, אזי "החלטה של הדירקטוריון המתעלמת במודע ממידע עדכני ביחס לאירועים שקרו בעבר, כשהדירקטוריון מודע לכך שבדוחות הבאים שעתידים להתפרסם, תהיה יתרת העודפים של החברה שלילית,

---

[24] לעיל ה"ש 3.

[25] שם, בפסקה 23.

איננה החלטה שניתן לקבוע כי היא התקבלה בתום-לב.״[26] באמצעות סעיף 61(ב) לחוק החוזים החילה השופטת רונן את תום-הלב החוזי על החלטתם של הדירקטורים לחלק דיבידנדים. אזכיר, כי מקומה הטבעי של חובת תום-הלב החוזית הוא בדיני החוזים, והיא מעוגנת בסעיף 12 לחוק החוזים שקובע חובת תום-לב במשא ומתן ובסעיף 39 לחוק החוזים שקובע חובת תום-לב בקיום של חיוב הנובע מחוזה ובשימוש בזכות הנובעת מחוזה. באמצעות סעיף 61(ב),[27] ניתן כידוע להשתמש בחובת תום-הלב החוזית בתחומים רבים ומגוונים של המשפט, לאו דווקא חוזיים,[28] ופעמים רבות נעשה הדבר כדי להתגבר על דרישות פורמאליות של דינים שונים או למצער, כדי להגמיש אותן.[29] עם זאת, השימוש בחובת תום-הלב החוזית בקשר להחלטות עסקיות של נושאי משרה הינו מקורי וחדשני למדי. בעבר, נעזרה הפסיקה התאגידית בחובת תום-הלב החוזי בהקשרים חוזיים קלאסיים.[30] בנוסף, הפסיקה התאגידית קבעה במפורש כי על החברה חלה חובת תום הלב החוזית במישור יחסיה עם נושיה.[31] וגם באופן כללי נראה כי עקרון תום הלב החוזי חולש ממילא על המשפט הפרטי הישראלי כולו.[32] עם זאת, שימוש בתום-הלב החוזי ביחס להחלטות עסקיות של נושאי משרה הינו, כאמור, חדשני למדי.[33]

---

[26] שם, בפסקה 24.

[27] סעיף 61(ב) לחוק החוזים קובע כי הוראות חוק החוזים ״יחולו, ככל שהדבר מתאים לענין בשינויים המחוייבים, גם על פעולות משפטיות שאינן בבחינת חוזה ועל חיובים שאינם נובעים מחוזה.״ לקריאה נוספת, ראו: גבריאלה שלו **דיני חוזים כרך ב** 86 (2008).

[28] גבריאלה שלו, ״לשון, מושג ותורת משפט: לקראת קודיפיקציה של המשפט האזרחי״, **ספר לבונטין** 327, 337 (2013) (״עקרון תום הלב הלך והתפשט עד שכיסה את כל שיטת המשפט הישראלית״).

[29] לדיון בשימוש בעקרון ״תום-לב כתחליף לצורה״ ולשימוש שנעשה בו שם ״איזון מחודש בין דרישות ההגינות ובין דרישות הצורה״, ראו: גבריאלה שלו, **דיני חוזים – החלק הכללי: לקראת קודיפיקציה של המשפט האזרחי** 386 – 390 (2005).

[30] ראו, למשל, ד״נ 39/80 **ברדיגו נ׳ ד.ג.ב. 9 טכסטיל בע״מ**, פ״ד לה(4) 197, 217 (פסק דינו של השופט (כתוארו דאז) ברק, שבו הוא קובע כי סעיף 8(א) לחוק הירושה לא חל בנסיבות המקרה שלפניו, בין השאר משום ש״ההסדר, שנעשה בין הצדדים, הוא בתום-לב, והריהו מייצג אינטרס כלכלי בריא.״).

[31] ע״א 4263/04 **קיבוץ משמר העמק נ׳ עו״ד טומי מנור, מפרק אפרוחי הצפון בע״מ** (פורסם בנבו, 21.1.09), בפסקה 9 לפסק דינה של השופטת פרוקצ׳יה (״על החברה חלות חובות [תום לב] דומות מכוח [דין החוזים הכללי]... כלפי ציבור הנושים עימם היא באה במגע במהלך פעילותה העסקית״).

[32] ע״א 10582/02 **ישראל בן אבו נ׳ דלתות חמדיה בע״מ** (פורסם בנבו, 16.10.05), בפסקה יג לפסק דינו של השופט רובינשטיין (״לדעתי איפוא הביטוי 'בנסיבות הענין צודק ונכון לעשות כן' [בהקשר של הרמת מסך] ... עניינם, בסופו של יום, מקבילתו של תום הלב, שהוא עקרון 'מלכותי' החופה על המשפט הפרטי הישראלי כולו...״).

[33] בת״א 1316-08 **בנק לאומי לישראל בע״מ נ׳ דולינסקי ואח׳** (פורסם בנבו, 8.1.2012), בפסקה 103, ביצעה השופטת אטיאס שימוש בתום הלב החוזי ביחס ל״גלגול שיקים״ שביצע הנתבע שניהל את החברה (״לאותה תוצאה... ניתן היה להגיע באמצעות עיקרון תום הלב. חובת תום הלב מהווה הוראת יסוד במשפט הישראלי... היא משקפת דוקטרינה 'מלכותית'... והיא חלה גם על פעולות משפטיות שאינן בבחינת חוזה וגם על חיובים שאינם נובעים מחוזה...״). עם זאת, באותו עניין מדובר היה בנסיבות שבהן הנתבע היה המנהל היחיד בחברה וגם הבעלים של החברה. נסיבות אלה שונות מהותית מנסיבות המקרה בעניין להב נ׳ אי.די.בי.

בנקודה זו ראוי להדגיש, כי הגם שלאור הנסיבות החריגות שאיתן התמודד פסק הדין אפשר היה לייבא את תום-הלב החוזי לתוך הדיון התאגידי, חשוב לזכור כי תום-הלב החוזי מהווה תקן התנהגות הדורש עמידה ברמה בסיסית של התנהגות נאותה, וזאת להבדיל מחובת תום-הלב האמונאי המצופה ממי שמכהנים כדירקטורים ודורשת מהם מצב נפשי סובייקטיבי של נקיון-דעת מוחלט.[34]

(ב) מלרג

בחודש דצמבר 2016 ניתן פסק-דינו של השופט חגי ברנר בעניין מלרג.[35] באותו עניין התבקש בית המשפט לחייב את מי שכיהנו כדירקטורים בחברת מלרג בהחזר של כספים ששולמו במסגרת שלוש חלוקות אסורות של דיבידנדים שבוצעו בחברת מלרג שקרסה, ולהטיל עליהם חיוב אישי בגובה מלוא חובותיה של החברה, בנימוק שהחלוקות האסורות הן שהובילו לקריסתה של החברה. במסגרת פסק הדין קבע בית המשפט מספר קביעות עקרוניות חשובות. ראשית, בית המשפט קבע ש"מבחן יכולת הפרעון הוא מבחן הסתברותי שאיננו דורש ודאות או חשש ברמה של קרוב לוודאי, ודי בקיומו של חשש סביר בדבר יכולת העמידה בחבויות, על מנת שהחלוקה תהא אסורה".[36] שנית, בית המשפט עמד על כך שלמרות שבאופן טבעי הקושי להעריך את יכולת הפירעון גדל ככל שהבדיקה המבוצעת במסגרת מבחן יכולת הפירעון מתייחסת למועד רחוק ממועד עריכתה, עדיין, על הבחינה להתייחס ל"כלל החבויות הקיימות, כולל כאלה שמועד פרעונן רחוק",[37] והיא "אינה תחומה בזמן, קרי, תחום התפרסותה הוא מכאן ועד עולם."[38]

שלישית, בית המשפט הסביר שאם ייקבע שהדירקטורים לא בחנו את חלוקת הדיבידנדים באמצעות מבחן יכולת הפירעון, שאז יועבר הנטל אליהם להוכיח שההחלטות בדבר החלוקות היו "סבירות" וכי הן לא הסבו נזק לחברה.[39] רביעית, בית המשפט ציין כי הוא איננו משוכנע שכלל שיקול הדעת העסקי יכול להוות הגנה מפני אחריות בגין חלוקה אסורה.[40] הטעם לכך נעוץ, לפי בית המשפט, בכך שסעיף 311 קובע כי במקרה של חלוקה אסורה רואים את הדירקטורים כמי שהפרו את החובה הקבועה בסעיף 253 לחוק לפעול ברמת מיומנות ולנקוט באמצעים סבירים לקבלת מידע בנוגע להחלטה. בית המשפט הוסיף לציין ש"קשה איפוא להלום מצב שבו קביעה נורמטיבית זו של המחוקק, לפיה רואים דירקטור שהתיר חלוקה

---

[34] עמיר ליכט **דיני אמונאות: חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי** 95 – 96 (2013); עמיר ליכט, "יחסי אמונאות בתאגיד – חובת האמון", **משפט ועסקים** יח 237, 288 (2014).

[35] עניין מלרג, לעיל ה"ש 5.

[36] שם, בפסקה 87.

[37] שם, בפסקה 98.

[38] שם, שם.

[39] שם, בפסקה 97.

[40] שם, בפסקה 158.

אסורה כמי שלא פעל באופן סביר וכמי שלא נקט באמצעים סבירים לשם קבלת מידע, תרוקן מתוכן באמצעות החלת הכלל הפסיקתי של הגנת שיקול הדעת העסקי, המותנה מלכתחילה בתנאי מוקדם והוא שהדירקטור פעל באופן סביר."[41]

לגופו של עניין קבע בית המשפט, כי ביחס לחלוקה הראשונה, למרות שעובר לחלוקה הדירקטורים לא בחנו את שאלת יכולת הפירעון בהתאם למבחנים המקובלים, ולמעשה לא נערך כל דיון בשאלת יכולת הפירעון, הרי שבעת קבלת ההחלטה על החלוקה הראשונה לא היה חשש סביר שהחברה לא תעמוד בפירעון חבויותיה בהגיע מועד קיומן.[42] גם ביחס לחלוקה השנייה והחלוקה השלישית קבע בית המשפט כי הדירקטוריון לא קיים את הבדיקות הדרושות בטרם התקבלה ההחלטה בדבר החלוקה, אך הפעם קבע בית המשפט כי חשש סביר שהחברה לא תעמוד בפירעון חבויותיה בהגיע מועד קיומן – היה קיים הן במועד ההחלטה על החלוקה השנייה,[43] והן במועד ההחלטה על החלוקה השלישית.[44]

(ג) ע.ל.א.ן מרחצאות

בחודש ינואר 2011 הגישה חברת בזק לבית המשפט בקשה לאישור חלוקה על-פי סעיף 303 לחוק החברות. במסגרת הבקשה ביקשה בזק לחלק לבעלי מניותיה סך כולל של 3 מיליארד ש"ח, אשר יחולק לבעלי המניות בחברה בשש מנות חצי שנתיות במהלך השנים 2011 – 2013.[45] בהחלטה מיום 31.3.2011 אישר בית המשפט את החלוקה, בין השאר על-בסיס חוות דעת כלכלית שהוגשה. בחודש מאי 2011 חילקה בזק מנה אחת של דיבידנד בסך 500 מיליון ש"ח. בחודש יולי 2011 פנה אחד הנושים לבית המשפט וביקש להורות לבזק להגיש חוות דעת מעודכנת ביחס לבקשה לאישור המשך החלוקה של חמש מנות נוספות, משום שלטענתו אירע שינוי נסיבות משמעותי המחייב הערכה מחודשת של יכולת הפירעון של החברה. בזק התנגדה וביקשה לדחות את הבקשה בשל היות החלוקה "מעשה עשוי". בפסק-דינה קבעה השופטת דניה קרת-מאיר, כי כאשר קיים פער זמנים משמעותי בין מועד ההכרזה על חלוקת דיבידנד לבין מועד החלוקה בפועל, וחל שינוי נסיבות מהותי, אזי שיש מקום לבחון מחדש את יכולת הפירעון של החברה. בית המשפט בדק האם החלוקה המתוכננת לחודש מאי 2012 עומדת במבחן יכולת הפירעון ולגופו של עניין קבע כי אין בעיה עם החלוקה של מאי 2012. בהתאמה, דחה בית המשפט את ההתנגדות לביצוע החלוקה.

---

[41] שם, בפסקה 158.

[42] שם, בפסקה 125.

[43] שם, בפסקה 154.

[44] שם, בפסקה 187.

[45] ע.ל.א.ן מרחצאות, לעיל ה"ש 4.

ב. הדין הזר – ארצות-הברית ואנגליה

1. רקע כללי – תמצית מבחני החלוקה בארצות-הברית ובאנגליה

מדינות שונות בארצות-הברית אימצו בחוקי החברות שלהן מבחנים שונים לחלוקה.[46] באופן כללי ניתן להצביע על שני סוגים עיקריים של מבחנים הנדרשים בדרך-כלל גם יחד: מבחן המבוסס על רכיב מסוים בדו"חות הכספיים של החברה – והוא רכיב העודפים בהון, ומבחן יכולת פירעון שנועד להבטיח כי החלוקה לא תפגע ביכולת של החברה לפרוע את התחייבויותיה.[47] **בדלוואר**, למשל, תלויה החלוקה בקיומם של עודפים (surplus) או רווח נקי (net profits).[48] חוק החברות של דלוואר מגדיר את העודפים כפער בין הנכסים נטו (נכסים פחות התחייבויות) לבין ההון המונפק.[49] בנוגע לרווח הנקי, חוק החברות של דלוואר אִפְשֵׁר בעבר חלוקה מתוך הרווחים שצברה החברה מיום הקמתה.[50] בשנות ה- 20 של המאה הקודמת, תוקן חוק החברות של דלוואר וכיום הוא מאפשר חלוקה לא רק מתוך הרווח המצטבר הכללי אלא גם מתוך הרווח של השנה הנוכחית שבה מתקבלת ההחלטה על החלוקה או מתוך הרווח של השנה שקדמה לה.[51]

---

[46] לסקירה ראו, למשל, Richard A. Booth, *Capital Requirements in United States Corporation Law* (U. of Maryland Legal Studies Research Paper No. 2005-64) (Nov. 2015), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=864685, at 2.

[47] ראו JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, 3 TREATISE ON THE LAW OF CORPORATIONS 522-3 (3rd ed., 2010): "Today virtually all statutes have some form of balance-sheet test in addition to an insolvency limitation. Only Massachusetts, Minnesota, and North Dakota have the insolvency test as their exclusive requirement."

[48] ראו: Delaware General Corporation Law (DGCL), § 170.

[49] ראו: DGCL, § 154.

[50] ראו: Weinberg v. Baltimore Brick Co., 108 A.2d 81, 83 (Del. Ch. 1954) (*aff'd*, 114 A.2d 812 (Del. 1955)): "In the case of *Wittenberg v. Federal Mining & Smelting Co.*, 1926, 15 *Del.Ch.* 147, 133 *A.* 48, the Chancellor construing this section together with *Sec.* 34 of the same chapter concluded that 'net profits' as used in the statute meant those derived from the entire business of the corporation from its inception and were not synonymous with annual profits."

[51] שם, שם: "In 1927 and 1929, the Delaware Legislature amended *Secs.* 34 *and* 35 *of the Delaware Corporation Law*, the relevant parts of which now appear as *Sec.* 170 *of Title* 8, *Delaware Code* 1953. These amendments authorized corporate directors to pay dividends not only out of net assets in excess of capital, but in the absence of such excess out of net profits for the current or preceding fiscal year, thereby giving the directors a freer hand in passing on earnings to stockholders."

גם חוק החברות של **ניו-יורק** כולל מבחן יכולת פירעון, וקובע כי חברה רשאית לבצע חלוקה של דיבידנדים או חלוקה אחרת כל עוד היא אינה חדלת פירעון ולא קיים חשש שתיהפך חדלת-פירעון.[52] כפי שמורה החוק בניו-יורק, את החלוקה ניתן יהיה לבצע מתוך העודפים כך שלאחר החלוקה הנכסים נטו של החברה יהיו לכל הפחות שווים לסך ההון המוסב (stated capital) של החברה, או לחלופין, בהיעדר עודפים מתאימים לחלוקה, את החלוקה ניתן יהיה לבצע מתוך הרווח הנקי לשנה הפיסקאלית שבה מצהירים על החלוקה או מתוך הרווח הנקי לשנה שקדמה לה.[53] בדומה, כללי החלוקה המעוגנים ב**מודל האמריקאי המוצע לחוק החברות** (Model Business Corporation Act), כוללים את מבחן יכולת הפירעון התזרימית (solvency test) ואת מבחן יכולת הפירעון המאזנית (balance sheet test).[54] בהתאם למבחן יכולת הפירעון התזרימית, על הדירקטורים להבטיח כי החלוקה לא תמנע מהחברה לפרוע את התחייבויותיה בהגיע מועד פירעונן.[55] בהתאם למבחן יכולת הפירעון המאזנית, לאחר החלוקה, התחייבויות החברה לא תעלנה על נכסיה.[56] מבחנים דומים לחלוקה נקבעו גם בחוק החברות של **קליפורניה**,[57] ובחוק החברות של **אנגליה**.[58]

המשותף למכלול המבחנים המתוארים לעיל הוא שכולם מחייבים הערכה מורכבת של נכסים והתחייבויות. הערכה מעין זו יכולה לחשוף את הדירקטורים לתביעות בעילה של חלוקה אסורה, ולאחריות אישית. כפי שאראה בפרק זה של המאמר, הדין האמריקאי ובדומה לו הדין האנגלי מעניקים הגנה רחבה לשיקול הדעת שהפעילו הדירקטורים במסגרת החלטה על חלוקה שבדיעבד התעורר ספק ביחס לעמידתה במבחני החלוקה.

2. בחינת שיקול דעת הדירקטורים בארצות-הברית

(א) הגנה על שיקול דעת הדירקטורים בקשר להחלטה על חלוקה – בראי החוק

עיון בחוק החברות של מספר מדינות מובילות בארצות-הברית מלמדנו כי אלה מעניקים הגנה רחבה ביחס לאופן שבו דירקטורים הפעילו את שיקול דעתם בעת בחינת עמידתה של חלוקה במבחני החלוקה. **בדלוואר** למשל, סעיף 172 לחוק החברות מעניק הגנה מוחלטת לדירקטור שבמסגרת ההחלטה אם לאשר חלוקת דיבידנד, הסתמך על מידע שסיפק נושא משרה או עובד בחברה או אדם אחר; זאת, כל עוד הדירקטור הסתמך על המידע בתום-לב,

---

[52] ראו: NY Bus Corp L § 510 (a) (2014).

[53] ראו: NY Bus Corp L § 510 (b) (2014).

[54] ראו: Model Business Corporation Act (MBCA), § 6.40.

[55] שם. ראו גם Booth, לעיל ה"ש 46, בעמ' 14 ו- 17.

[56] שם, בעמ' 17.

[57] ראו: CA Corp Code, § 500, § 501 (2016)

[58] ראו: Companies Act 2006, §831

תוך שהאמין באופן סביר שהנושא מצוי בתחום מומחיותו של אותו אדם שמסר לו את המידע.[59]

ההגנה המוענקת לדירקטור מכוח סעיף 172 בהקשר של חלוקה, זהה – הן בנוסח והן במהות – להגנה המוענקת באופן כללי לדירקטור המסתמך על חוות-דעת של מומחה מכוח סעיף 141(e) לחוק החברות של דלוואר.[60] כפי שניתן לראות, שני הסעיפים – סעיף 141(e) הכללי יותר וסעיף 172 שמספק הגנה ספציפית בקשר להחלטה על חלוקה – דומים מאוד להגנה המוענקת מכוח כלל שיקול הדעת העסקי.[61] עם זאת יש לציין, כי שאלת היחס בין ההגנות המוענקות מכוח הסעיפים הנזכרים לבין ההגנה המוענקת מכוח כלל שיקול הדעת העסקי, טרם נדונה בפסיקה האמריקאית.[62]

גם חוק החברות של מדינת **ניו יורק** מעניק הגנה דומה לדירקטורים. כך, סעיפים 717 ו-719 לחוק החברות של ניו יורק קובעים כי דירקטור שמילא את חובתו בתום לב ותוך נקיטת

---

[59] ראו: Delaware General Corporation Law (DGCL), § 172. להלן לשון הסעיף:

"§ 172 Liability of directors and committee members as to dividends or stock redemption.

A member of the board of directors, or a member of any committee designated by the board of directors, shall be **fully protected in relying in good faith upon** the records of the corporation and upon such information, opinions, reports or statements presented to the corporation by any of its officers or employees, or committees of the board of directors, or by any other person as to matters **the director reasonably believes are within such other person's professional or expert competence** and who has been selected with reasonable care by or on behalf of the corporation, as to the value and amount of the assets, liabilities and/or net profits of the corporation or any other facts pertinent to the existence and amount of surplus or other funds from which dividends might properly be declared and paid, or with which the corporation's stock might properly be purchased or redeemed."

[60] ראו: Delaware General Corporation Law (DGCL), § 141(e).

[61] בהקשר זה ראו, למשל: EDWARD P. WELCH, ANDREW J. TUREZYN & ROBERT S. SAUNDERS, FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW 163 (2011): "Under Delaware law, the business judgement rule is the offspring of the fundamental principle, codified in section 141(a), that the business and affairs of a Delaware corporation are managed by or under the direction of its board of directors".

[62] פרופסור סטפן ביינברידג' (Stephen M. Bainbridge), אחד מהחוקרים הבולטים בארצות-הברית בתחום דיני התאגידים, הציף שאלה זו בבלוג המפורסם שלו. ראו: ProfessorBainbridge.com, *Does the Business Judgement Rule Subsume DGCL Section 141(e): Updated* (7.7.2015), http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2015/07/does-the-business-judgment-rule-subsume-dgcl-section-141e.html. אבל, שאלה זו לא זכתה להכרעה ברורה.

אמצעי זהירות (due care) יהיה מוגן מאחריות אישית בקשר להחלטה על חלוקה.[63] במסגרת החלטה מעין זו רשאי הדירקטור להסתמך על מידע שנמסר לו בין השאר על-ידי עובדים או מנהלים בחברה, יועצים, רואי חשבון או גורמים אחרים; וזאת, כל עוד הדירקטור האמין שאלה מסרו מידע שמצוי בתחום מומחיותם.[64]

גם חוק החברות של **קליפורניה** לוקח בחשבון את תום-הלב של הדירקטורים שהחליטו על החלוקה ומבקש לוודא כי פעלו באופן סביר. כך, סעיף 316 לחוק שקובע אחריות לדירקטורים שאישרו חלוקה בניגוד למבחני החלוקה של החוק בקליפורניה, מסייג את האחריות ומכפיף אותה להוראות סעיף 309 לחוק.[65] סעיף 309 לחוק החברות של קליפורניה קובע כי דירקטור רשאי להסתמך על מידע שנמסר לו, לרבות על דו״חות כספיים של החברה, כל עוד פעל בתום-לב ותוך בחינה סבירה של אותו המידע.[66]

---

[63] סעיף 719 לחוק החברות של דלוואר דן באחריות של דירקטורים בגין עניינים מסוימים, וביניהם החלטה על חלוקת דיבידנד. סעיף 719 (e) קובע כך: "a director shall not be liable under this section if, in the circumstances, he performed his duty to the corporation under paragraph (a) of section 717." N.Y. Bus. Corp. Law § 719(e)

סעיף 717(a) קובע כך:

"N.Y. Bus. Corp. Law § 717. **Duty of Directors**.

(a): A director shall perform his duties as a director, including his duties as a member of any committee of the board upon which he may serve, **in good faith and with that degree of care which an ordinarily prudent person in a like position would use under similar circumstances**. In performing his duties, a director shall be **entitled to rely on** information, opinions, reports or statements including financial statements and other financial data, in each case prepared or presented by…" [הדגשות הוספו]

[64] שם, שם.

[65] ראו: CA Corp Code, § 316 (2016). להלן לשון הסעיף:

"**§316**.

(a) Subject to the provisions of Section 309, directors of a corporation who approve any of the following corporate actions shall be jointly and severally liable to the corporation for the benefit of all of the creditors or shareholders entitled to institute an action under subdivision (c):

(1) The making of any distribution to its shareholders to the extent that it is contrary to the provisions of Sections 500 to 503, inclusive…"

[66] ראו: CA Corp Code, § 309 (2016). להלן לשון הסעיף:

"**§309**.

(a) A director shall perform the duties of a director, including duties as a member of any committee of the board upon which the director may serve, in good faith, in a manner such director believes to be in the best interests of the corporation and its shareholders and with such care, including

לבסוף, סעיף 8.33 למודל האמריקאי המוצע לחוק החברות (ה- MBCA) קובע כי דירקטור שאישר חלוקה אסורה (החורגת מכללי שמירת ההון) יהיה אחראי באופן אישי כלפי החברה בגין הסכום החורג מעבר לסכום שמותר היה לחלק, אם הצד הטוען שמדובר בחלוקה אסורה הצליח להוכיח כי בעת קבלת ההחלטה הדירקטור לא ציית לסעיף 8.30 ל- MBCA,[67] שמעגן את חובתו של הדירקטור לפעול בתום-לב ובאופן שהוא מאמין בצורה סבירה שישרת את טובת

---

reasonable inquiry, as an ordinarily prudent person in a like position would use under similar circumstances.

(b) In performing the duties of a director, **a director shall be entitled to rely on** information, opinions, reports or statements, including financial statements and other financial data, in each case prepared or presented by any of the following:

(1) One or more officers or employees of the corporation whom the director believes to be reliable and competent in the matters presented.

(2) Counsel, independent accountants or other persons as to matters which the director believes to be within such person s professional or expert competence.

(3) A committee of the board upon which the director does not serve, as to matters within its designated authority, which committee the director believes to merit confidence,

so long as, in any such case, the director acts in good faith, after reasonable inquiry when the need therefor is indicated by the circumstances and without knowledge that would cause such reliance to be unwarranted.

(c) A person who performs the duties of a director in accordance with subdivisions (a) and (b) shall have no liability based upon any alleged failure to discharge the person's obligations as a director. In addition, the liability of a director for monetary damages may be eliminated or limited in a corporation s articles to the extent provided in paragraph (10) of subdivision (a) of Section 204." [הדגשות הוספו]

[67] ראו: MBCA, § 8.33. להלן לשון הסעיף:

"**§ 8.33 Directors' Liability for Unlawful Distributions**

(a) A director who votes for or assents to a distribution in excess of what may be authorized and made pursuant to section 6.40 (a) … is personally liable to the corporation for the amount of the distribution that exceeds what could have been distributed without violating section 6.40 … if the party asserting liability establishes that when taking the action the director did not comply with section 8.30.

החברה.[68] למרות שיש שטוענים כי סעיף זה מעגן למעשה את כלל שיקול הדעת העסקי,[69] נראה שסעיף זה מגדיר למעשה את חובת הזהירות של הדירקטור במונחים של רשלנות רגילה (ordinary negligence),[70] כלומר אוסר על הדירקטור להיות רשלן, בעוד, כזכור, כלל שיקול הדעת העסקי מגן על רשלנות רגילה ואוסר על דרגה גבוהה יותר של רשלנות רבתי.[71] כך או כך נראה כי סעיף 8.30 ל- MBCA מעניק מרחב של שיקול דעת לדירקטור. על כך ניתן ללמוד, בין השאר מדברי ההסבר לסעיף זה שלפיהם: "There is no one way for 'becoming informed,' and both the method and measure – 'how to' and 'how much' – are matters of reasonable judgement for the director to exercise."[72]

(ב) הגנה על שיקול דעת הדירקטורים בקשר להחלטה על חלוקה – בראי הפסיקה

חלק זה של המאמר מציע סקירה של האופן שבו בחנו בתי המשפט במספר מדינות בארצות-הברית החלטות של הדירקטוריון ביחס לחלוקה. באופן כללי ייאמר, כי החלטות

---

[68] ראו: MBCA, § 8.30. להלן לשון הסעיף:

"**§ 8.30 Standard of Conduct for Directors.**

"(a) Each member of the board of directors, when discharging the duties of a director, shall act: (1) in good faith, and (2) in a manner the director reasonably believes to be in the best interests of the corporation."

ראו גם: WILLIAM K. SJOSTROM, JR., BUSINESS ORGANIZATIONS: A TRANSACTIONAL APPROACH (2016): "Section 8.30, among other things, requires a director to make decisions on an informed basis, in good faith, and in a manner the director reasonably believes to be in the best interests of corporation. Thus as long as a director votes in favor of a dividend in compliance with these standards, he or she will not be personally liable, even if it is later proven that the dividend was paid in violation of §6.40(a)."

[69] ראו: Cox & Hazen, לעיל ה"ש 12, בעמ' 525 וה"ש 12 שם. ראו גם שם, בעמ' 548.

[70] ראו, למשל: Michael P. Dooley, *Rules, Standards, and the Model Business Corporation Act*, 74 L. CONTEMP. PROB. 45, 48 (2011).

[71] ראו לעיל ה"ש 18 - 21. על כך ניתן ללמוד גם מדברי ההסבר לסעיף 8.31 ל- MBCA שדן בסטנדרט האחריות החל על הדירקטור ולפיהם: "The elements of the business judgment rule and the circumstances for its application continue to be developed and refined by courts. Accordingly, it would not be desirable to freeze the concept in a statute. Thus, section 8.31 does not codify the business judgment rule as a whole, although certain of its principal elements, relating to personal liability issues, are reflected in section § 8.31(a)(2)."

[72] ראו: Model Bus. Corp. Act Annotated §8.30 Official Comment at 8-194-196. ראו גם STEPHEN A. RADIN, 1 THE BUSINESS JUDGEMENT RULE: FIDUCIARY DUTIES OF CORPORATE DIRECTORS 435 (2009).

שכאלה ניתנות לסיווג לשני סוגים: 1) החלטה עקרונית של הדירקטוריון אם להורות על חלוקה, אם לאו 2) והחלטה של הדירקטוריון ביחס לשאלה האם החלוקה עומדת במבחני החלוקה. כמוסבר לעיל, מאמר זה מתמקד בסוג ההחלטה האחרון, אולם בטרם אדון בו, אתייחס בקצרה לסוג ההחלטה הראשון.

אחד העקרונות הבסיסיים ביחס להחלטה העקרונית אם לחלק דיבידנד קובע כי לבעלי המניות אין זכות קנויה לקבל דיבידנד ובמצב דברים רגיל הדירקטוריון אינו חייב להורות על חלוקה.[73] אם החליט הדירקטוריון על חלוקה, אפשר ותתעורר שאלה ביחס להצדקה לחלוקת הדיבידנד. שאלה מעין זו עלתה במלוא עוזה בפסיקה הישראלית בשנים האחרונות בפרשות פרטנר,[74] ובזק,[75] שבהן נדון האינטרס של בעל השליטה בחלוקת הדיבידנד וההשפעה של בעל השליטה על ההחלטות של הדירקטורים ביחס לחלוקת הדיבידנד.

ההלכה בדלוואר בהקשר זה, נקבעה בפסק הדין בעניין Sinclair שניתן על-ידי בית המשפט העליון של מדינת דלוואר בשנת 1971.[76] באותו עניין היה מוסכם כי חלוקת הדיבידנדים עמדה במבחני החלוקה המעוגנים בחוק החברות של דלוואר.[77] בית המשפט ציין אמנם כי ייתכנו נסיבות שבהן גם עמידה במבחני החלוקה לא תצדיק את חלוקת הדיבידנד.[78] אולם, קבע, כי רק במצבים חריגים שבהם לא ניתן לבסס את חלוקת הדיבידנד על מטרה עסקית כלשהי ("any reasonable business objective"), רק אז יתערב בית המשפט בהחלטה של הדירקטורים לחלק דיבידנד.[79] בית המשפט החיל את כלל שיקול הדעת העסקי ביחס להחלטה על החלוקה ודחה את התביעה.[80] בעשותו כן, קבע בית המשפט כי המניע לחלוקת הדיבידנד אינו מהותי

---

[73] סעיף 306(א) לחוק החברות קובע כי "לבעל מניה הזכות לקבל דיבידנד או מניות הטבה, **אם החליטה על כך החברה**." (הדגשה הוספה). עמדה על כך גם הפסיקה. ראו, למשל, ע"א 5025/13 **פרט תעשיות מתכת בע"מ נ' דדון חביב** (פורסם בנבו, 28.2.2016), בפסקה 10 לפסק דינה של השופטת חיות ("... ככלל, **אין לבעלי המניות בחברה זכות קנויה לקבל דיבידנד**... מטעמים אלה בתי המשפט בארצות הברית מצאו להתערב בשיקול הדעת של מנהלי החברה שלא לחלק דיבידנד רק במקרים נדירים...") (הדגשה הוספה).

[74] תנ"ג רוזנפלד, לעיל ה"ש 5.

[75] תנ"ג ורדניקוב; ע"א ורדניקוב, לעיל ה"ש 5.

[76] ראו: Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717, 721 (Del. 1971).

[77] שם, שם.

[78] שם, שם: "Since it is admitted that the dividends were paid in strict compliance with 8 Del.C. § 170, the alleged excessiveness of the payments alone would not state a cause of action. Nevertheless, compliance with the applicable statute may not, under all circumstances, justify all dividend payments".

[79] שם, שם.

[80] שם, בעמ' 722: "We conclude that the facts demonstrate that the dividend payments complied with the business judgment standard and with 8 Del. C. § 170".

לצורך ההכרעה, כל עוד התובע לא הראה כי חלוקת הדיבידנד מקורה במניעים לא הולמים ולא הוכיח כי החלוקה עולה כדי בזבוז משווע (waste).[81]

פסק הדין בעניין Sinclair העניק הגנה לדירקטורים שהחליטו על חלוקה; להשלמת התמונה ברור, כי גם בדלוואר[82] וגם במדינות מובילות נוספות בארצות-הברית,[83] כי גם החלטה שקיבל הדירקטוריון שלא לחלק דיבידנד מוגנת מביקורת שיפוטית באמצעות כלל שיקול הדעת העסקי, כל עוד היא איננה נגועה בתרמית ולא מאופיינת בניצול גס של המנדט שניתן לדירקטוריון. בהתאמה, רק במצבים נדירים עשויים בתי המשפט בארצות-הברית להתערב בהחלטת הדירקטוריון שלא לחלק דיבידנד.[84] נראה, שזו גם גישתה של הפסיקה הישראלית.[85] עד כאן דיון קצר ביחס של הפסיקה האמריקאית להחלטה העקרונית של הדירקטוריון אם לחלק דיבידנד, אם לאו. מכאן אעבור לתאר את היחס של הפסיקה להחלטה של הדירקטוריון על חוקיות החלוקה, כלומר עמידתה של החלוקה במבחני החלוקה.

---

[81] שם, שם. ראו גם: Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., 533 A.2d 585, 602-603 (Del. Ch. 1987): "…where, as here, a dividend complies with 8 *Del. C.* § 170, the alleged excessiveness of the amount alone does not state a cause of action." לבסוף, ראו: *Burton v. Exxon Corporation*, 583 F. Supp. 405, 415 (S.D.N.Y. 1984)

[82] ראו: Gabelli & Co. v. Liggett Grp. Inc., 479 A. 2d 276, 280 (Del. 1984): "It is settled law in this State that the declaration and payment of a dividend rests in the discretion of the corporation's board of directors in the exercise of its business judgment; that, before the courts will interfere with the judgment of the board of directors in such matter, fraud or gross abuse of discretion must be shown." ראו גם: Smith v. Smitty McGee's, Inc. C.A. No. 15668, Slip op. at 23 (Del. Ch. May 8, 1998): "Generally, whether or not a corporation should declare a dividend rests within the sound discretion of the board of directors, and the decision is protected by the business judgment rule. A plaintiff may allege wrongdoing against the board of directors, however, that causes them to lose the protection of the business judgment rule. A court may compel a corporation to pay a dividend where the corporation's affairs are in a condition justifying the declaration of the dividend as a matter of prudent business management and that the withholding of it is explicable only on the theory of an oppressive or fraudulent abuse of discretion."

[83] כך קבע למשל בית המשפט העליון בקליפורניה ב: *Zellerbach v. Allenberg*, 99 Cal. 57, 71 (1893): "…the rule as to declaring dividends is that the apportionments of the net earnings to the payment of cash dividends . . . . is largely one of policy, entrusted to the discretion of the directors, which when honestly and intelligently exercised, will not be lightly overruled." וראו גם פסיקה של בית המשפט העליון של ארצות-הברית שקובעת דברים דומים: *Gibbons v. Mahon*, 136 U.S. 549, 558 (1890).

[84] לקריאה נוספת, ראו: FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW, לעיל ה"ש 61, בעמ' 580.

[85] ראו, למשל, **פרט תעשיות נ' דדון חביב**, לעיל ה"ש 73.

פסק הדין הראשון שאליו אבקש להפנות ניתן בבית המשפט העליון של מדינת **ניו יורק** בשנת 1940 בעניין Randall v. Bailey.[86] באותו המקרה נאמן של החברה בפשיטת רגל תבע את הדירקטורים (לשעבר) של החברה בגין חלוקות שעליהן החליטו. למרות שדו"חות החברה במועדים הרלוונטיים שיקפו קיומם של עודפים לחלוקה, הנאמן טען שביצוע החלוקות הוביל להפחתת הון אסורה. עיקר טענותיו כוונו לשערוך של נכסים שביצעה החברה.[87] כך, למשל, עד לשנת 1915 קרקע שהייתה בבעלות החברה הייתה רשומה בספרים של החברה בערכה (עלותה) ההיסטורית – 1,526,157 דולר. אבל בין השנים 1915 ועד 1918 ביצעה החברה בשתי הזדמנויות שונות שערוכים של הקרקע שהגדילו את ערכה (write-up) והובילו לרישום של הקרקע בספרי החברה בערך של 8,737,949 דולר, כלומר פער של למעלה מ-7 מיליון דולר (ועלייה של למעלה מ-500% בערך הרשום של הנכס).[88] בית המשפט ביצע פרשנות של החוק,[89] וקבע כי מהוראות החוק משתמעת אפשרות להעריך את הנכסים לפי ערכם הנוכחי ולא רק לפי ערכם ההיסטורי.[90] מכאן עבר בית המשפט לקבוע כי **הדירקטורים אינם יכולים להסתמך "באופן עיוור" על הנתונים כפי שהם מופיעים בדו"חות החברה**, ועליהם לקבל החלטה מיודעת ומושכלת ביחס לערך הנכסים של החברה:

> "furthermore, the statements there made are predicated upon the assumption that directors realize that they are under a duty to exercise an informed judgment with respect to the assets of the company of which they are directors and have performed that duty. **If directors have blindly**

---

[86] ראו: Randall v. Bailey, 23 N.Y.S.2d 173 (Sup. Ct. 1940)

[87] שם, בעמ' 176.

[88] שם, בעמ' 178.

[89] שם, בעמ' 179: "It is to be emphasized at the outset that the question is not one of sound economics, or of what is sound business judgment or financial policy or of proper accounting practice, or even what the law ought to be. My views of the business acumen or financial sagacity of these directors, as well as my views as to what the legislature ought to permit or prohibit, are entirely immaterial. The question I have to decide is whether or not an existing statute has been violated. The problem is one of statutory construction."

[90] שם, בעמ' 182: "In other words, the capital or capital stock referred to in these statutes is the sum of the liability to stockholders, and any value which the corporation's property has in addition to that sum is surplus. And I cannot doubt that the words 'otherwise obtained' and 'accumulated,' as used by the court in the cases just mentioned, include an appreciation in the value of property purchased whether realized or unrealized." בית המשפט ציין כי לא ניתן למצוא ולו מקרה אחד שבו בתי המשפט בארצות-הברית החליטו שלא ניתן לקחת בחשבון ערך לא ממומש של נכס במסגרת הערכת האפשרות לחלק דיבידנדים. שם, בעמ' 183.

> **or complacently accepted either cost or any other arbitrary figures as indicative of value, they have not exercised either discretion or judgment** and no court is required to act as if they had. **When directors have in fact exercised an informed judgment with respect to the value of the company's assets, the courts obviously will be exceedingly slow to override that judgment**, and clear and convincing evidence will be required to justify a finding that such judgment was not in accordance with the facts"[91].

בית המשפט קבע באותו עניין כי במסגרת הערכת עמידה במבחני החלוקה ניתן להביא בחשבון עליית ערך בלתי ממומשת (unrealized appreciation) וכי במקרה שלפניו הדירקטורים קיבלו החלטות מיודעות לפיהן ערך הנכסים עלה על ערך ההתחייבויות בתוספת סכומי החלוקה, וכי החלוקות לא יובילו להפחתות הון אסורות.[92]

שנים אחדות לאחר פסק הדין של בית המשפט העליון של ניו-יורק בעניין Randall v. Bailey, פסק בית המשפט הצ'נסרי של **דלוואר** בעניין Morris v. Standard Gas & Elec. Co.[93] באותו עניין, פנה התובע לבית המשפט וביקש צו מניעה זמני (preliminary injunction) ביחס לחלוקת דיבידנדים מתוכננת. התובע התנגד לחלוקה בטענה שהיא אינה עומדת בתנאי החלוקה משום ששווי הנכסים הנקי של החברה אינו מספיק לחלוקה. בית המשפט דחה את הבקשה בהתבסס על נתונים שנתמכו בחוות-דעת מומחים שהוגשו לחברה בזמן אמת, ולפיהם השווי הנקי של הנכסים עבר באופן משמעותי את הסף הקבוע בחוק. בראש ובראשונה, לדירקטוריון החברה הוגשה חוות-דעת מומחה שקבעה כי הסכום המיועד לחלוקה קטן מהפער בין הנכסים של החברה לבין התחייבויותיה.[94] השורה התחתונה של חוות הדעת הייתה שהשווי ההוגן של הנכסים של החברה עולה באופן ניכר על הסכום שאותו מבקשת החברה לחלק.[95] הדירקטוריון קיבל גם סקירה מסמנכ"ל הכספים של החברה ומיו"ר הדירקטוריון – שניהם הסבירו כי החברה רשאית לחלק את הדיבידנד והסבירו את השיטות ששימשו אותם להערכת

---

[91] שם, בעמ' 184 – 185.

[92] בתוך כך קבע בית המשפט, כי לפחות אחד הדירקטורים היה בעל ניסיון בהערכות שווי של נכסי נדל"ן, וכי הדירקטורים האחרים יכולים היו להסתמך עליו בנוגע להערכת שווי הנכסים, כאילו מדובר היה בביצוע הערכה רשמית. שם, בעמ' 185.

[93] ראו: Morris v. Standard Gas & Elec. Co., 63 A. 2d 577, 581 (1949)

[94] שם, בעמ' 579.

[95] שם, בעמ' 580: "The report concluded that the net assets of the defendant had a fair value substantially in excess of $ 88,500,000."

יכולת הפירעון של החברה.[96] לבסוף, יו"ר הדירקטוריון נעזר בחוות דעת שקיבל משני משרדי עורכי-דין (אחד מדלוואר והשני משיקגו) שחיוו דעתם כי מדובר בחלוקה מותרת של דיבידנד.[97] הדיונים שנערכו בחברה בקשר לשקילת העמידה בתנאי החלוקה תועדו בפרוטוקולים.[98]

בית המשפט דחה כאמור את טענות התובע וציין כי הדירקטורים שקלו את חלוקת הדיבידנד במשך שלוש ישיבות, תוך שהם מסתמכים על חוות דעת מומחה, על המאזנים ועל דו"חות רווח והפסד.[99] לבסוף קבע בית המשפט, כי בהיעדר טענה לתרמית או לחוסר תום-לב מצד הדירקטורים, בית המשפט לא יחליף את שיקול דעתו בשיקול דעת הדירקטורים כל עוד החלטתם הייתה מיודעת והתבססה באופן סביר על ההערכות שנעשו ביחס לשווי הנכסים והעמידה בכללי החלוקה:

> "I purposely refrain from placing too much reliance upon the more elaborate statements contained in defendant's affidavits showing the justification for the action of the directors because I prefer to evaluate the information presented to and the action taken by the directors prior to or at the time the dividend was declared."[100]

ובהמשך:

> "Plaintiff's case comes down to a disagreement with the directors as to value under circumstances where the directors took great care to obtain data on the point in issue, and exercised an informed judgment on the matter. In such a situation, I am persuaded that **this court cannot substitute either plaintiff's or its own opinion of value for that reached by the directors where there is no charge of fraud or bad faith**. As stated, the process of valuation called for by *Section* 34(*b*) of necessity permits of no one objective standard of value. Having in mind

[96] שם, בעמ' 580.
[97] שם, בעמ' 580.
[98] שם, בעמ' 580.
[99] שם, בעמ' 582.
[100] שם, בעמ' 584.

its function, **the directors must be given reasonable latitude in ascertaining value**."[101]

פסק דין מנחה נוסף ניתן **בדלוואר** בשנת 1997 אז פסק בית המשפט העליון של דלוואר בעניין Klang v. Smith's Food & Drug Centers.[102] באותו עניין העלה התובע שלל טענות ובין השאר טען נגד החלטת הדירקטורים לאשר ביצוע רכישה עצמית של מניות החברה, שהובילה לטענתו לביצוע הפחתת הון אסורה. בין השאר, טען התובע כי הכסף לביצוע הרכישה הגיע שלא מתוך העודפים (surplus) כפי שהם מופיעים במאזן החברה. בית המשפט קבע כי בניגוד לטענת התובע, המאזן אינו מהווה ראייה קונקלוסיבית לקיומם או היעדרם של עודפים וכי חברות רשאיות לשערך את נכסיהן כדי להוכיח קיומם של עודפים לחלוקה.[103] בתוך כך קבע בית המשפט את הדברים הבאים:

"Corporations may revalue assets to show surplus, **but perfection in that process is not required**. **Directors have reasonable latitude** to depart from the balance sheet to calculate surplus, **so long** as they evaluate assets and liabilities in **good faith**, on the basis of **acceptable data**, by methods that they reasonably believe reflect present values, and arrive at a determination of the surplus that is not so far off the mark as to constitute actual or constructive fraud."[104]

ובהמשך:

"We believe that plaintiff reads too much into Section 154. The statute simply defines 'net assets' in the course of defining 'surplus.' It does not mandate a 'facts and figures balancing of assets and liabilities' to determine by what amount, if any, total assets exceeds total liabilities. **The statute is merely definitional. It does not require any particular method of calculating surplus**, but simply prescribes factors that any such calculation must include."[105]

---

[101] שם, בעמ' 584 – 585 [הדגשות הוסף].

[102] ראו: Klang v. Smith's Food & Drug Ctrs., Inc., 702 A. 2d 150, 156 n. 12 (Del. 1997).

[103] שם, בעמ' 152.

[104] שם, בעמ' 152.

[105] שם, בעמ' 155 (הדגשה הוספה).

כלומר, בית המשפט העניק לדירקטורים מֶרְחַב תִּמְרוּן בקשר לחישוב העודפים, **כל עוד ההערכה שביצעו נעשתה בתום-לב**, על בסיס מידע מבוסס, ובאמצעות שיטות שהדירקטורים האמינו בצורה סבירה כי הן משקפות ערכים נוכחיים, והדירקטורים הגיעו להערכה שאיננה רחוקה מלהיות מדויקת.[106]

בנסיבות הקונקרטיות שנדונו בפסק הדין, דירקטוריון החברה נעזר בחוות דעת של חברת השקעות שקבעה כי החלוקה לא תסכן את הסולבנטיות של החברה.[107] התובע טען נגד השיטות ששימשו את חברת ההשקעות בחוות דעתה, אולם בית המשפט דחה את הטענות וקבע כי חוות הדעת לקחה בחשבון, כראוי, את מכלול הנכסים וההתחייבויות של החברה.[108] בית המשפט התבסס על הקביעות מפסק הדין בעניין Morris שנדון לעיל, ולפיהן בית המשפט יכבד את האופן שבו העריך הדירקטוריון את העודפים ולא יחליף את שיקול דעת הדירקטורים בשיקול דעתו, כל עוד הערכת הדירקטוריון התבססה על מידע מקובל והתקבלה בהיעדר חוסר תום-לב או מרמה.[109] באותו מקרה קבע בית המשפט, כי התובע לא טען לחוסר תום לב מצד הדירקטורים, וגם לא עמד בנטל להראות כי השיטות והנתונים שניצבו בבסיס הניתוח שביצע הדירקטוריון אינם מהימנים, או שהקביעה של הדירקטורים ביחס לעודפים איננה מדויקת באופן כזה שעולה כדי מרמה.[110]

פסק דין אחרון שאליו אבקש להפנות במסגרת סקירת הפסיקה בארצות-הברית ניתן בשנת 2004 על-ידי בית המשפט לענייני פשיטת רגל של המחוז הצפוני של מדינת אוקלהומה (United States Bankruptcy Court for the Northern District of Oklahoma) בעניין In re Sheffield Steel Corp.[111] באותו עניין נדונה טענה של חברה שהייתה רשומה בדלוואר (Sheffield Steel), ועיקר פעילותה באוקלהומה, נגד שני דירקטורים שלה שקיבלו לטענתה

---

[106] שם, בעמ' 154 קבע בית המשפט כי אין זה ריאלי לכבול את החברה ולהגביל אותה אך ורק לנתונים המופיעים במאזן לצורך עמידה בתנאי החלוקה. לקריאה נוספת, ראו: FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW, לעיל ה"ש 61, בעמ' 371.

[107] שם, בעמ' 152.

[108] שם, בעמ' 155.

[109] שם, בעמ' 155 – 156.

[110] שם, בעמ' 156: "Here, plaintiff does not argue that the SFD Board acted in bad faith. Nor has he met his burden of showing that the methods and data that underlay the board's analysis are unreliable or that its determination of surplus is so far off the mark as to constitute actual or constructive fraud." בתוך כך קבע בית המשפט כי במסגרת הערכת העמידה במבחני החלוקה, רשאים הדירקטורים להסתמך בתום-לב על מידע שנמסר להם, וזאת בהתאם להוראות חוק החברות של דלוואר (סעיף 172 שמתייחס באופן ספציפי לאפשרות של הדירקטוריון להסתמך בתום-לב על מידע שנמסר לו בקשר לחלוקה וסעיף 141(e) שקובע באופן כללי אפשרות של הדירקטוריון להסתמך בתום-לב על מידע, לאו דווקא בקשר לחלוקה). שם, בה"ש 12.

[111] ראו: Waddell's Rebar Fabricators, Inc. v. HMK Enters. (In re Sheffield Steel Corp.), 320 B.R. 423 (Bankr. N.D. Okla., Nov. 8, 2004).

החלטה על חלוקה של דיבידנדים שמפרה את כללי החלוקה של דיני התאגידים של דלוואר: אחד מהם כיהן כיו"ר הדירקטוריון והשני כמנכ"ל החברה.[112] שני הדירקטורים היו בתקופה הרלוונטית בעלי מניות של החברה ובזכות עובדה זו נהנו גם הם מהחלוקה.[113] לטענת החברה, הדיבידנדים חולקו תוך הפרה של החוק של דלוואר שדורש חלוקה מתוך העודפים (surplus), ובהתאם לכך דרשה החברה השבה של הסכומים שחולקו.[114] בנוסף לשני הדירקטורים נתבקשה השבה מחברה פרטית (HMK) שהחזיקה כ- 96% ממניותיה של חברת Sheffield.[115] אחד משני הדירקטורים שנגדו טענה Sheffield, החזיק במניותיה של HMK בשיעור ניכר.[116]

את הדיון במקרה ניהל בית המשפט בהתאם לחוק החברות של דלוואר. תחילה, בהליך מקדמי קבע בית המשפט שבהתאם לחוק החברות של דלוואר כדי לקבוע אחריות אישית לדירקטורים בגין החלטה על חלוקה **די להוכיח כי התנהלות הדירקטורים בהחלטה על החלוקה הייתה רשלנית**, ואין חובה להוכיח כי הדירקטורים ידעו כי מדובר בחלוקה אסורה:

> "It is not necessary to plead or establish that the directors knew the dividends were unlawful; under Section 174(a), **liability flows even from negligent violations of Section 173**. Sheffield alleges that Karol and Ackerman were grossly negligent or reckless, which exceeds the least culpable state of mind necessary to establish a claim under Section 174(a)." [117]

בהמשך, במסגרת הדיון בבקשת המשיבים לדחות את התביעה, זיקק בית המשפט את טענות החברה וקבע כי הוויכוח נסוב למעשה סביב **השיטה** ששימשה לחישוב הנכסים נטו (נכסים פחות התחייבויות) בדרך להחלטה אם לאשר את החלוקה והאם הדירקטוריון הקפיד על תהליך בדיקה ולמידה מספק ומבוסס, בניסיון לעמוד בדרישה של החוק לחלוקת דיבידנד מתוך העודפים.[118] בית המשפט קבע כי החלוקה הייתה בלתי חוקית משום שנעשתה שלא מתוך

---

[112] שם, בעמ' 433.

[113] שם, שם.

[114] שם, בעמ' 430.

[115] שם, שם.

[116] שם, בעמ' 433.

[117] Waddell's Rebar Fabricators, Inc. v. HMK Enters. (In re Sheffield Steel Corp.), 320 B.R. 405, 413 (Bankr. N.D. Okla., Aug. 27, 2004) (הדגשה הוספה).

[118] In re Sheffield Steel Corp. (Nov. 8, 2004), לעיל ה"ש 111, בעמ' 451: "…Sheffield's allegation of director liability for improper declaration and payment of dividends boils down to a dispute as to **the appropriate method of determining net assets available for payment of such dividends and**

העודפים,[119] כפי שמחייב החוק בדלוואר.[120] הוא גם קבע כי הדירקטורים אינם זכאים להגנה מכוח סעיף 172 לחוק החברות של דלוואר (הסתמכות בתום-לב על חוות-דעת מומחה), משום שלא נקטו באמצעי זהירות בבחירת מומחים שיסייעו להם להחליט – עובר לאישור החלוקה – שקיימים עודפים לחלוקה; משום שלא קיים תיעוד לכך שהדירקטורים ביצעו חישוב של העודפים עובר לאישור החלוקה; משום שהדו״חות הכספיים המבוקרים של החברה מלמדים על כך שלא היו קיימים עודפים; ומשום שהדירקטורים לא התייעצו עם מי שכיהן בתקופה הרלוונטית כסמנכ״ל הכספים של החברה.[121] אמנם, החברה קיבלה חוות-דעת של היועץ החיצוני הקבוע שלה, אולם כפי שקבע בית המשפט, הייתה זו חוות דעת ספקולטיבית וראשונית (״'preliminary valuation' speculative״) שניתנה לחברה בקשר למהלך מתוכנן רחב יותר של החברה להנפקת אג״ח בסך 110 מיליון דולר ולאחריו חלוקת 10 מיליון דולר לבעלי המניות; בית המשפט לא מצא בה הערכה מהימנה.[122]

(ג) סיכום ביניים

חלק זה המאמר ניתח את היחס של דיני החברות במדינות בולטות בארצות-הברית והראה שחוקי החברות באותן מדינות, כמו גם הפסיקה הנוהגת בהן, מעניקים הגנה רחבה מאוד לדירקטורים בקשר להחלטה על חלוקה שבדיעבד התבררה כחלוקה אסורה או נחשדה ככזו. ההגנה מוענקת לדירקטורים כל עוד נקטו אמצעי זהירות בבחירת הגורמים המומחים שיסייעו להם בהחלטה על החלוקה, הסתמכו על המידע בתום-לב סובייקטיבי מתוך אמונה שהמידע נמסר על-ידי גורמים שהמידע מצוי בתחום מומחיותם, בחנו את המידע שנמסר להם בצורה סבירה ולא הסתמכו עליו בצורה ״עיוורת״. במצב דברים שכזה נראה כי בתי המשפט בארצות-הברית לא יחליפו את שיקול דעת הדירקטורים בשיקול דעת.

הניתוח של הדין האמריקאי מעלה כי הדין האמריקאי הקדיש מעט מאוד תשומת לב, אם בכלל, לשאלה אם כלל שיקול הדעת העסקי בתצורתו הקלאסית חל ביחס להחלטה על חלוקה אסורה.[123] כך או כך, התמונה המצטיירת היא כי בשונה מכלל שיקול הדעת העסקי שמציע

---

whether the board exercised sufficient care, diligence and reason in attempting to conform to the law limiting the payment of dividends from surplus." (הדגשה הוספה)

[119] שם, בעמ׳ 452.

[120] ראו לעיל ה״ש 48 - 51.

[121] In re Sheffield Steel Corp. (Nov. 8, 2004), לעיל ה״ש 111, בעמ׳ 451 – 452.

[122] שם, שם.

[123] להתייחסות מפורשת אחת שמצאתי ראו: In re Musicland Holding Corp., 398 B.R. 761, 785 (Bankr. S.D.N.Y., December 23, 2008): "For present purposes, it suffices to say that [the business judgement rule] does not provide a defense to an unlawful dividend claim. Section 174(a) imposes a form of strict liability without regard to any action or inaction by a particular director. The Individual Defendants have not cited a case that applied the business judgment rule to a statutory claim under

הגנה רחבה ביותר, גם לדירקטור שהתרשל (כל עוד רשלנותו לא הייתה בוטה או גסה), החקיקה והפסיקה האמריקאית נוטות שלא להעניק הגנה רחבה שכזו בהקשר של החלטה על חלוקה שהתעוררו ספקות לגבי עמידתה במבחני החלוקה. כלומר, בהתאם לדין האמריקאי גם רשלנות רגילה צפויה לחשוף את הדירקטור לאחריות אישית.

3. בחינת שיקול דעת הדירקטורים באנגליה

(א) הגנה על שיקול דעת הדירקטורים בקשר להחלטה על חלוקה – בראי החוק

עד כה המאמר התמקד בדין האמריקאי, אולם נראה שגם פנייה לדין האנגלי עשויה להועיל לניתוח המוצע במאמר זה. חוק החברות האנגלי קובע חובת זהירות דומה לזו הקבועה בחוק החברות הישראלי ולפיה על הדירקטור לנקוט אמצעי זהירות סבירים ולפעול במיומנות ובשקידה ("Duty to exercise reasonable care, skill and diligence").[124] דרישה זו חלה גם כאשר דירקטור מקבל החלטה בקשר לחלוקה.[125]

אמנם, חוק החברות האנגלי אינו כולל הגנה ספציפית לדירקטורים ביחס להחלטה על חלוקה; גם הספרות האקדמית שדנה בחוק החברות האנגלי כמעט ואינה מתייחסת לסטנדרט הביקורת השיפוטית הרצוי ביחס להחלטה של דירקטורים על חלוקה שבדיעבד עלה חשד כי היא אסורה. אולם, מעניין לראות שיש מי שבכל זאת מתייחס לנושא וקורא לנקוט בגישה מאופקת במסגרת שקילת הטלת אחריות על דירקטורים בקשר להחלטה על חלוקה. כך, למשל, המלומדת איליס פאראן (Eilís Ferran) מתייחסת במאמרה לסעיף 463 לחוק החברות האנגלי

---

§ 174(a). To the contrary, the business judgment rule does not apply because the payment of an unlawful dividend is an illegal act. See Pereira v. Cogan, 294 B.R. 449, 531 n.76 (S.D.N.Y. 2003), vacated & remanded on other grounds sub nom., Pereira v. Farace, 413 F.3d 330 (2d Cir. 2005), cert. denied, 547 U.S. 1147, 126 S. Ct. 2286, 164 L. Ed. 2d 812 (2006)."

אולם, לטעמי, יש להתייחס בזהירות לקטע שהובא לעיל. ראשית, הקביעה שהובאה לעיל חסרה דיון כלשהו בנקודה הרלוונטית לענייננו. שנית, כפי שניתן לראות פסק הדין בעניין In re Musicland Holding Corp. הסתמך על פסק הדין בעניין Pereira. בעניין Pereira פסק בית המשפט בקשר להחלת כלל שיקול הדעת העסקי ביחס להחלטה על חלוקה וציין כך: "It is the law of the case that the Defendants are not entitled to the business judgment rule for the claims based on alleged director inaction, *i.e.*, all of the breach of fiduciary claims but those grounded on the attempted retroactive ratification of Cogan's 1988-94 compensation and the declared dividends". שם, בעמ' 531 ה"ש 76. כלומר נראה שעניין Pereira התייחס לנסיבות שבהן הדירקטורים חדלו בפיקוח על חלוקת דיבידנדים ולכן קשה לבסס על פסק דין Pereira מסקנה בענייננו.

[124] ראו: Companies Act 2006, § 174

[125] ראו: Companies Act 2006, § 838. סעיף זה דן בהחלטה על חלוקה וקובע כי אם הפרו הדירקטורים את החובות החלות עליהם, בין השאר החובה החלה עליהם מכוח סעיף 174 לחוק החברות האנגלי הנזכר לעיל, אזי שחלה עליהם חובה להשיב את כספי הדיבידנד שחולק.

שקובע שכדי לחייב דירקטור באחריות בגין פרט מטעה בדו״חות של החברה יש להוכיח כי הדירקטור **ידע** שהפרט שדווח עליו הינו פרט כוזב או לכל הפחות היה **פזיז** ביחס לנכונות אותו הפרט שעליו דווח.[126] פאראן מסבירה כי הגנה זו שמעניק סעיף 463 נחוצה נוכח הסיכונים להם חשופים דירקטורים באישור הדו״חות, בעיקר משום שהדו״חות, מטבעם, חייבים לכלול התייחסות לאירועים צופי פני עתיד.[127] פאראן מציעה לשקול החלה של נטל הוכחה מעין זה (של מודעות או פזיזות) גם בנסיבות שבהן נבחנת בדיעבד החלטה של דירקטורים על חלוקה שהסתמכה על דו״חות של החברה ובדיעבד התבררה כשגויה.[128]

(ב) הגנה על שיקול דעת הדירקטורים בקשר להחלטה על חלוקה – בראי הפסיקה

הפסיקה האנגלית מיעטה להתמודד עם שאלת הסטנדרט הרצוי לבחינה של החלטה של דירקטורים על חלוקה שבדיעבד התבררה ככזו שלא עומדת במבחני החלוקה או עלו ספקות ביחס לעמידתה במבחנים. בכל זאת, קצת על היחס של הפסיקה האנגלית להחלטה שכזו ניתן ללמוד מפסק דינו של בית המשפט העליון של הממלכה המאוחדת בעניין Holland v Commissioners for Her Majesty's Revenue and Customs שניתן בשנת 2010.[129] באותו עניין, הלורד הופ (Lord Hope) שכיהן כמשנה לנשיא בית המשפט העליון של הממלכה המאוחדת התמודד עם השאלה – האם אחריות של דירקטורים בגין חלוקה שלא עמדה במבחני החלוקה הינה אחריות מוחלטת או אחריות שמבוססת על דרגת האשם של הדירקטורים.[130] הלורד הופ קבע (באוביטר) כי המגמה העדכנית היא להטיל על הדירקטור אחריות מוחלטת, אך תוך שמירה על אפשרות של בית המשפט לפטור בדיעבד את הדירקטור מאחריות ובכך לרכך את ההשפעה הנוקשה האפשרית הכרוכה בהטלת אחריות מוחלטת:

> "**The trend of modern authority supports the view that a director who causes a misapplication of a company's assets is in principle strictly liable** to make good the misapplication, **subject to his right to make good, if he can, a claim to relief under section 727 CA 1985**. The authorities that favour the contrary view really come to an end with Dovey v Cory [1901] AC 477, as the later judgment of Romer J in Re City Equitable Fire Insurance Co Ltd [1925] Ch 407 can be read, at least

---

[126] ראו: Companies Act 2006, § 463

[127] Eilis Ferran, *Directors' Liability for Unlawful Dividends*, 70 CAMBRIDGE L. J. 321, 326 (2011)

[128] שם, שם.

[129] [2010] UKSC 51, 1 W.L.R. 2793.

[130] כפי שמסביר הלורד הופ, לשאלה זו ניתנה תשובה שונה בהליכים שונים שהתנהלו עד לאותו שלב באנגליה, מבלי שהתקיים ביחס לשאלה זו דיון של ממש. שם, בעמוד 2812 – 2813.

> in relation to dividends, as supporting strict liability. Furthermore, **the whole point of introducing the right to claim relief under section 727 was to enable the court to mitigate the potentially harsh effect of being held strictly liable**."[131] (הדגשות הוספו)

בהמשך הוסיף הלורד הופ, כי בנסיבות אותו המקרה, מר מייקל הולנד, שכיהן כדירקטור והיה מעורב בהחלטה על חלוקות של דיבידנדים בהיעדר עודפים מספקים, לא הוכיח כי פעל באופן סביר ("reasonably") ולכן לא עמדה לו הזכות לבקש מחילה / הפטר ("relief") מכוח סעיף 727 לחוק החברות האנגלי של 1985.[132] סעיף זה,[133] שהוחלף על-ידי סעיף 1157 לחוק

---

[131] שם, בעמוד 2813. תמיכה בקיומה של אחריות מוחלטת הובעה בהמשך פסק הדין גם על-ידי לורד סאוויל (Lord Saville) שציין כך: "Nevertheless there is to my mind a significant parallel between liability for deceit … and the unqualified statutory prohibition in section 263 of the Companies Act 1985 on payment of a dividend otherwise than out of available profits. Contravention of this prohibition is a statutory wrong giving rise to strict liability…". שם, בעמ' 2834.

[132] שם, שם.

[133] ראו: Companies Act 1985, § 727. להלן לשון הסעיף:

§ 727 Power of Court to Grant Relief in Certain Cases

(1) If in any proceedings for negligence, default, breach of duty or breach of trust against an officer of a company or a person employed by a company as auditor (whether he is or is not an officer of the company) it appears to the court hearing the case that that officer or person is or may be liable in respect of the negligence, default, breach of duty or breach of trust, but that he has **acted honestly and reasonably, and that having regard to all the circumstances of the case** (including those connected with his appointment) he ought fairly to be excused for the negligence, default, breach of duty or breach of trust, that **court may relieve him**, either wholly or partly, from his liability on such terms as it thinks fit.

(2) If any such officer or person as above-mentioned has reason to apprehend that any claim will or might be made against him in respect of any negligence, default, breach of duty or breach of trust, he may apply to the court for relief; and the court on the application has the same power to relieve him as under this section it would have had if it had been a court before which proceedings against that person for negligence, default, breach of duty or breach of trust had been brought.

(3) Where a case to which subsection (1) applies is being tried by a judge with a jury, the judge, after hearing the evidence, may, if he is satisfied that the defendant or defender ought in pursuance of that subsection to be relieved either in whole or in part from the liability sought to be enforced against him, withdraw the case in whole or in part from the jury and forthwith direct judgment to be entered for the defendant or defender on such terms as to costs or otherwise as the judge may think proper.

החברות האנגלי של 2006,[134] קובע כי אם נושא משרה פעל בתום-לב ובצורה סבירה, רשאי בית המשפט לפטור אותו מאחריות באופן מלא או חלקי.[135] אזכיר, כי הדברים שהובאו בעניין Holland נקבעו על-ידי הלורד הופ בדרך-אגב (אוביטר). בנוסף, כפי שמציינת המלומדת איליס פאראן, את הדברים שהובאו יש לקרוא בזהירות הראויה, שכן הם נקבעו ביחס לדירקטורים שנמצא לגביהם שפעלו באופן לא הגון והאָשָׁם בהתנהגותם הוכח באופן ברור.[136] בכל אופן, הדברים האמורים מלמדים על כיבוד שיקול דעת הדירקטורים והגנה על דירקטורים בהקשר של החלטה על חלוקת דיבידנדים.

ג. הדין הרצוי – הביקורת השיפוטית על החלטות בקשר לחלוקה

החלטה על חלוקת דיבידנד הינה החלטה המסורה לדירקטוריון החברה,[137] בהתאם לשיקול דעתו הכפוף למבחני החלוקה הקבועים בחוק החברות. כבכל עת, גם בעת קבלת החלטה על חלוקה כפוף הדירקטור לחובות האמונים והזהירות המוטלות עליו. בהקשר של חובת האמונים ברור כי על הדירקטור חל איסור מוחלט להימצא בניגוד עניינים ועליו לקבל את ההחלטה מתוך מצב של תום-לב סובייקטיבי, מצב של ניקיון דעת-מוחלט המכוון להגשים את טובת החברה באופן מוחלט. בהקשר של חובת הזהירות ברור כי על הדירקטור לקיים הליך סביר של איסוף המידע המהותי הנגיש לו באופן סביר, הבנה של המידע, דיון במידע והחלטה על בסיסו. כידוע, הבחינה השיפוטית של עמידתו של הדירקטור בחובת הזהירות מכוונת לבחינת הליך קבלת ההחלטה ולא לבחינת מהותה והגיונה הפנימי. משהדברים ברורים ובהינתן מידה רבה של חפיפה בין הדיון בחובות האמונים והזהירות לבין הדיון בכלל שיקול הדעת העסקי, אעבור לדון בהצדקות להחלתו של הכלל במסגרת הבחינה השיפוטית של ההחלטה של הדירקטוריון ביחס לעמידתה של החלוקה במבחני החלוקה ובהיקפו הראוי של הכלל בהקשר זה.

1. ההצדקות להחלתו של כלל שיקול הדעת העסקי בהקשר של החלטה על חוקיות החלוקה

החלטה על חלוקת דיבידנד הינה החלטה עסקית הדומה להחלטות עסקיות אחרות שמקבלים נושאי משרה בחברה באופן שוטף על ביצוע הנפקות, אישור חבילת תגמול של

---

[134] Companies Act 2006, § 1157. לשונו של סעיף זה זהה כמעט לחלוטין ללשון סעיף 727 שהובא לעיל.

[135] ליכט, דיני אמונאות, לעיל ה"ש 34.

[136] ראו: Ferran, לעיל ה"ש 127, בעמ' 326 ("The cases that are said to be part of the trend away from fault-based liability need to be carefully examined in order not to miss the contextual significance of judicial statements that in isolation may appear to support a strict standard but which were actually made in relation to directors who were dishonest or otherwise very clearly at fault"). ראו גם לעיל ה"ש 131.

[137] סעיפים 92 ו- 307 לחוק החברות. ברור, כי החברה יכולה להכפיף החלטה על חלוקה לאישור של האסיפה הכללית.

מנהלים, רכישת חברות ועוד.[138] כשם שהחלטות עסקיות מעין אלה זוכות להגנה רחבה מהתערבות שיפוטית בנוגע למהותן והגיונן, כך ראוי שגם החלטות של דירקטורים על חלוקה תהיינה מוגנות מהתערבות מעין זו, בין אם מדובר בהחלטה עקרונית אם נכון ומוצדק לחלק דיבידנד ובין אם מדובר בהחלטה העומדת במוקד הדיון במאמר זה והיא – אם מותר מבחינה חוקית לחלק דיבידנד. בהתאמה, ראוי ונכון להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי כך שיעניק חזקת תקינות להחלטות של דירקטורים בקשר לחלוקה, כל עוד התקבלו על-בסיס תהליך ראוי, בתום-לב ולטובת החברה.

כידוע, ההצדקות המרכזיות המשמשות לתימוכין בכלל שיקול הדעת העסקי הינן כיבוד מומחיותם העסקית של הדירקטורים, העובדה שלבתי המשפט אין יתרון מוסדי על הדירקטורים בבחירה ובחינה של החלטות עסקיות, החשש מפני הרתעת-יתר של דירקטורים מנטילת סיכונים עסקיים, והחשש מפני הטיית החוכמה-בדיעבד (hindsight bias).[139] הצדקות אלה תקפות גם ביחס להחלטות של דירקטורים על עמידתה (או אי עמידתה) של חלוקה במבחני החלוקה, שלעיתים תכופות מתאפיינות בהערכות מורכבות המבוססות על היבטים חשבונאיים ומימונים, ויכולות לחשוף את הדירקטורים לאחריות אישית.

החלטה על עמידתה של חלוקה במבחני החלוקה מתאפיינת באי-ודאות. אי הוודאות מתבטא בעיקר בקושי לקבוע באופן נחרץ קיומו או אי-קיומו של חשש סביר ליכולת הפירעון של החברה במסגרת מבחן יכולת הפירעון. דיון שהתקיים בנושא בפורום שווי הוגן בשנת 2017, עשוי ללמדנו שקיים אף קושי להגדיר מהו חשש סביר:[140]

"<u>אסף חמדני</u>

כאמור, השאלה היא איך מחליטים אם החשש 'סביר'. יש כאן אלמנט משמעותי מאד של שקול דעת בית המשפט...

<u>צור פניגשטיין</u>

---

[138] ראו גם ת.א 3488-06-08 (בית משפט מחוזי מרכז) **מעיינות עדן בע"מ** (פורסם בנבו, 24.7.2008): "החלטת דירקטוריון החברה בדבר ביצוע חלוקה היא החלטה עסקית, אשר מטילה על הדירקטורים חובות אמון וזהירות כבכל החלטה אחרת"; תנ"ג ורדניקוב, לעיל ה"ש 5, בפסקה 58 ("כפי שניתן להיווכח, ניהול מבנה ההון של חברה הינו חלק מרכזי ביותר בפעילותה העסקית-מקצועית"). ראו גם הצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, הצעת חוק 2432 (23.10.1995). בדברי ההסבר, בעמ' 100: "... השאלה האם להכריז על חלוקת דיבידנד, ואם כן – באילו תנאים, חייבת להתקבל, כמו כל החלטה אחרת בחברה, בתום לב ולטובת החברה כולה."

[139] שרון חנס, "כלל שיקול-הדעת העסקי", **עיוני משפט** לא(2) 313, 333 - 339 (2009); ליכט, שם הוורד, לעיל, בעמ' 487 – 490. ראו גם ע"א ורדניקוב, לעיל ה"ש 5, בפסקה 68 לפסק דינו של השופט עמית. הצדקות נוספות בדמות קיומם של מנגנוני שוק לפיקוח על הדירקטורים פחות רלוונטיות בהקשר של החלטה על חלוקה ויידונו להלן בפרק ג.3.

[140] ראו: בית ספר אריסון למנהל עסקים, פורום שווי הוגן – Fair Value Forum – FVF (5.4.2017), https://www.idc.ac.il/he/specialprograms/accounting/fvf/Documents/FVF/%D7%AA%D7%A9%D7%A2%D7%96/summary-april17.pdf.

... במקרה של 'חשש סביר' אתה מתבסס על תרחיש שמרני.

<u>שלומי שוב</u>

שמה זה אומר?

<u>צור פניגשטיין</u>

הפרשנות שלי בפרקטיקה זה 'שמרני סביר', שהוא לא קיצוני בשמרנות שלו, משהו כמו אמצע החציון התחתון... עוד פעם, זה לא כלל אצבע ממש אלא מעין 'עקרון מנחה'. אף אחד לא יודע מה ההסתברות באמת, אבל זו הנחת עבודה...

<u>עו"ד הילה פלג</u>

... יש פה ניסיון, אני חשבתי שהפורום מנסה להבין איך לוקחים את הדבר הזה ומיישמים קדימה, כי אני חושבת שיש קושי מאוד מאוד גדול ... החוכמה בדיעבד פה היא קטסטרופלית."

הדברים האמורים מחדדים את הקושי של הדירקטורים להעריך – בזמן אמת – אם קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מהחברה את היכולת לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות. הקושי מתעצם ודאי נוכח הדרישה מהדירקטורים לבחון את יכולת העמידה של החברה בחבויותיה – החל ממועד קבלת ההחלטה של הדירקטורים על החלוקה ועד בכלל, דרישה שהתחדדה בפסק הדין בעניין מלרג.[141]

הדברים האמורים, ביחד עם הניסיון שנצבר בדיני התאגידים בישראל ובחו"ל, עשויים ללמד גם כי מבחני החלוקה אינם מבטיחים הגנה מוחלטת על האינטרסים המוגנים של הנושים. מובן, שגם לא ניתן להבטיח הגנה מוחלטת לנושים, בהינתן שההחלטה על החלוקה והשפעתה על כושר הפירעון של החברה היא החלטה הצופה פני עתיד. הגנה מוחלטת על הנושים בהקשר זה משמעותה היא נטילת אפס סיכון ; בהתאמה, משמעותה המעשית היא אי-חלוקה. ממכלול הטעמים המפורטים לעיל, המסקנה המתבקשת היא, כי ראוי להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי ביחס להחלטות על עמידתה של חלוקה במבחני החלוקה.[142]

---

[141] עניין מלרג, לעיל ה"ש 5. בהקשר של הקושי של הדירקטורים לבחון עמידה במבחני החלוקה מעניין להפנות גם לאוריאל פרוקצ'יה, "מאחורי הקלעים", **משפטים** לב(2) 303, 318 - 319 (2002) (מבקר את הדרך שבה עוצבו כללי החלוקה הישראליים ; מסכם שעדיף היה לייצר כללי חלוקה ברורים "בבית היוצר של המחוקק, ולא לזרוק את הכדור למגרשם של בתי המשפט").

[142] לציין, כי בתנ"ג ורדניקוב קובע השופט כבוב קביעה ממנה משתמע למעשה כי כלל שיקול-הדעת העסקי חל ביחס להחלטה של דירקטורים על חלוקה. ראו : תנ"ג ורדניקוב, לעיל ה"ש 5, בפסקה 59 ("בדומה לכל החלטה עסקית, ככלל, גם החלטות נושאי המשרה בחברה בדבר ניהול מבנה ההון שלה חוסות תחת כלל 'שיקול הדעת העסקי'..."). אולם, בניגוד לנסיבות שנדונו בעניין ורדניקוב, וכמוסבר במאמר זה, הדגש בדיון המוצע במאמר זה הוא בשאלה – האם להחיל את הכלל ביחס להחלטה על חלוקה שבדיעבד התבררה ככזו שאינה עומדת במבחני החלוקה.

2. בחינת התקיימותו של כלל שיקול הדעת העסקי ביחס להחלטה על חוקיות החלוקה

במסגרת בחינת התקיימותו של כלל שיקול הדעת העסקי, הדגש בבחינה השיפוטית הוא כידוע על תום-הלב של הדירקטורים, דרך התנהלותם והליך קבלת ההחלטות על-ידם. באשר לתום-הלב, הבחינה השיפוטית מתמקדת בשאלה – אם הדירקטורים פעלו במצב של נקיון-דעת מוחלט ומתוך אמונה סובייקטיבית כי החלוקה נעשית לטובת החברה (תום-לב אמונאי).[143] במסגרת שקילת טובת החברה רשאים הדירקטורים לשקול מגוון רחב של שיקולים. בהקשר של חלוקת דיבידנדים עולה באופן טבעי השאלה אם החלוקה משרתת את טובת החברה בטווח הקצר או בטווח הארוך וכיצד היא משתלבת עם מדיניות מבנה ההון של החברה.[144] הדין הרצוי הוא לאפשר לדירקטורים שיקול דעת רחב גם בקשר להיבט זה. בהקשר זה מעניין להפנות, למשל, לדברי ההסבר לסעיף 8.30 למודל האמריקאי המוצע לחוק החברות, ה- MBCA:

> "In determining the corporation's 'best interests,' the director has wide discretion in deciding how to weight near-term opportunities versus long-term benefits."[145]

באשר להליך קבלת ההחלטה, כפי שמלמדת הסקירה ההשוואתית שהוצעה בחלקים מוקדמים של מאמר זה וכפי שמלמד הניסיון שהצטבר בישראל, כהנחת מוצא לבחינה השיפוטית ראוי לזכור שמבחני החלוקה הקיימים מאפשרים מרחב תמרון לדירקטורים המחליטים האם החברה עומדת בתנאי החלוקה.

בשנים האחרונות ניתן לזהות שימוש שנעשה בקשר למבחן הרווח בטכניקות חשבונאיות ומימוניות, ובהן ביצוע שערוכים חשבונאיים. משום שמדובר בטכניקות שמאפשרות הצגת רווחים שאינם תוצר של הפעילות העסקית של החברה, שימוש בטכניקות אלה מעורר מידה מסוימת של אי נוחות וביקורת – גם בישראל,[146] וגם בארצות-הברית.[147] אולם, מדובר

---

[143] ליכט, לעיל ה"ש 34.

[144] דיון מקיף הוקדש לנושא על-ידי השופט כבוב בעניין ורדניקוב, לעיל ה"ש 5.

[145] ראו: Model Bus. Corp. Act Annotated §8.30 Official Comment at 8-190-191.

[146] אלי שמעוני, "דיבידנד מרווחי שיערוך מגדיל את הסיכון להיקלע להסדר חוב", **כלכליסט** (29.6.17).

[147] ראו, למשל: Cox & Hazen, לעיל ה"ש 12, בעמ' 516: "Sound policy supports allowing firms to distribute true economic gains to their owners. Such gains are those that are not needed to replace the facilities and resources either committed or already consumed within the company's current business. If the land on which the company's plant is built increases in value, that is not a true economic gain that can be distributed to the shareholders–any sale of the land or a parcel of it would

בטכניקות שהוכרו כלגיטימיות בדין האמריקאי למשל.[148] כך או כך, ברור כי השימוש בטכניקות מעין אלה הפך את ההכרעה בנוגע לעמידתה של החברה במבחני החלוקה לקשה ומורכבת יותר.

בהתחשב במורכבות, במסגרת ההכרעה אם החברה עומדת במבחני החלוקה, רשאים הדירקטורים להסתמך על מידע ממקורות שונים, לרבות מידע המוצא ביטוי בדו"חות של החברה ומידע שנמסר להם ממי שהנושא מצוי בתחום מומחיותו. האפשרות להסתמך על מידע מעוגנת במפורש בסעיף 311 לחוק החברות שדורש כי הדירקטורים יסתמכו "בתום לב" ובצורה "סבירה" על המידע. כפי שהראיתי, גם החקיקה במדינות השונות בארצות-הברית מאפשרת הסתמכות על מידע שנמסר לדירקטורים בכתב או בעל-פה – הן בקשר לחלוקה, והן בקשר לנושאים אחרים שביחס אליהם מחליטים הדירקטורים.[149] עם זאת, יודגש, כי **על ההסתמכות להיעשות באופן ראוי ובתום-לב**. על האופן שבו ראוי לבחון את הסתמכותם של הדירקטורים ניתן ללמוד, בין השאר, מהמבחנים שנקבעו זה מכבר בפסיקה הישראלית בעניין תנובה וטגר, המנחים את הגורם המתייעץ בראש ובראשונה לבחור גורם מייעץ המומחה בתחומו, ולהעביר לגורם המייעץ את מלוא התשתית העובדתית הרלוונטית לסוגיה הנבחנת.[150]

הסתמכות "עיוורת" של הדירקטורים על הדו"חות של החברה לא תזכה את הדירקטורים בהגנה מפני ביקורת שיפוטית מהותית ואולי אף מפני אחריות אישית; על הדירקטורים מוטלת החובה להתייחס בצורה זהירה לנתונים המופיעים בדו"חות הכספיים ולוודא, תוך נקיטת מאמץ סביר, כי הם אכן משקפים את מצבה האמיתי של החברה – זהו הדין החל בארצות-

possibly necessitate an equal expenditure to replace the land so that operation can continue." (הדגשה הוספה).

[148] ראו, למשל, MBCA § 6.40(d)(2008): "The board of directors may base a determination that a distribution is not prohibited … either on financial statements prepared on the basis of accounting practices and principles that are reasonable in the circumstances or on a fair valuation or other method reasonable in the circumstances." ראו גם Klang v. Smith's Food & Drug Ctrs, לעיל ה"ש 102 ו- Morris v. Standard Gas & Electric Co., לעיל ה"ש 93.

[149] פרק ב' לעיל. ראו גם בספרם של המלומדים JAMES D. COX ו- THOMAS LEE HAZEN, שמסבירים כי כל עוד החוק לא אסר במפורש על שימוש בהגנה המבוססת על תום-לבם של הדירקטורים ונקיטה באמצעים סבירים (due care) מצדם עובר לקבלת ההחלטה ובמסגרת קבלת ההחלטה, ראוי כי בתי המשפט יאפשרו שימוש בהגנה זו. ראו: Cox & Hazen, לעיל ה"ש 12, בעמ' 546.

[150] ע"פ 845/02 **מדינת ישראל נ' תנובה מרכז שיתופי לשיווק תוצרת חקלאית** (פורסם בנבו, 10.10.2007), בפסקה 37; ע"פ 5672/05 **טגר בע"מ נ' מדינת ישראל** (פורסם בנבו, 21.10.07), בפסקה 66.

הברית,[151] ובאופן כללי נראה שגם באנגליה.[152] הסתמכות עיוורת על הדו״חות ועל חוות-דעת של מומחים עלולה אף לעלות כדי הפרת חובת זהירות.[153] יחד עם זאת, יובהר כי הדירקטורים אינם נדרשים לחקירה של ממש של הנתונים ולחשיפה של מצגים כוזבים בדו״חות, גם אם בדיעבד נראה כי בחינה מקצועית של הדו״חות יכולה הייתה לחשוף את המצגים הכוזבים.[154] איזון מעין זה נדרש לשם מניעת הרתעת-יתר של דירקטורים בעת קבלת החלטות על-ידם,[155] בין השאר בקשר לחלוקה. להשלמת התמונה, מובן, כי אם יוכח שבזמן החלוקה הדירקטורים **ידעו** שמדובר בחלוקה שאינה עומדת בכללי החלוקה, לא יהיה בהסתמכות על דו״חות של החברה או חוות-דעת מומחה (לפיה ניתן לבצע את החלוקה) כדי להכשיר את החלוקה. תוצאה זו מתבקשת מאליה ומוצאת תימוכין מפורשים – בחוק החברות של קליפורניה למשל,[156]

---

[151] Cox & Hazen, לעיל ה״ש 12, בעמ׳ 547: "… the directors are bound to exercise their business judgement on the accuracy of the reports furnished them and to use care to inspect them and ascertain whether they represent a true picture of values and the corporate affairs." לסקירה של מקרים שבהם ביקרו בתי משפט בארצות-הברית הסתמכות ״עיוורת״ של דירקטורים על מידע שהתקבל ממקורות שונים במסגרת החלטות שקיבלו במגוון רחב של נושאים, ראו: RADIN, THE BUSINESS JUDGEMENT RULE, לעיל ה״ש 72, בעמ׳ 615 – 637.

[152] ראו, למשל, Equitable Life Assurance Society v. Bowley [2003] EWHC 2263 (Comm), [2004] 1 BCLC 180, at para 41 ("I do not think this statement does represent the modern law at least if (as the applicants were inclined to submit) it means unquestioning reliance upon others to do their job."). ראו גם Ferran, לעיל ה״ש 127, בעמ׳ 324.

[153] ראו: לעיל FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW ה״ש 21, בעמ׳ 175 ה״ש 239 שם.

[154] Cox & Hazen, שם: "If they act in good faith and in reliance on such reports and are deceived as to the condition of the corporation, it is indeed harsh to hold them responsible for not having the skill to detect misrepresentations, even if such representations might appear obvious to practiced eye on review of the report."

[155] דברים אלה עולים בקנה אחד גם עם דברים שקבע השופט עמית בעניין אפריקה ישראל. ראו: רע״א 4024/14 **אפריקה ישראל להשקעות בע״מ נ׳ כהן** פס׳ 53 (פורסם בנבו, 26.4.15): ״הדירקטור הסביר אינו נדרש ואינו יכול להיות בלש או חוקר, והוא נסמך על דיווחיהם של בעלי התפקיד בחברה ועל היועצים של החברה בתחומים השונים. במצב הדברים הרגיל, אין לדירקטוריון ייעוץ מקצועי-עצמאי, אלא באותם מקרים מיוחדים... לכן, לצד העלאת רף חובת הזהירות והמיומנות של הדירקטור, שומא עלינו לזכור גם את הצד השני של המטבע, או של המטוטלת, ולהישמר מפני הרתעת-יתר של דירקטורים. זו עשויה לבוא לידי ביטוי הן בחשש מקבלת החלטות ונטילת סיכונים עסקיים לטובת החברה והן בחשש למלא את תפקיד הדירקטור.״

[156] CA Corp Code, § 316(b) (2016): "In performing the duties of a director, **a director shall be entitled to rely on** information, opinions, reports or statements, including financial statements and other financial data, in each case prepared or presented … **so long as, in any such case, the director acts in good faith, after reasonable inquiry when the need therefor is indicated by the circumstances and without knowledge that would cause such reliance to be unwarranted**." (הדגות הוספו)

ובפסיקה האמריקאית.[157] כזכור, בדרך זו פסקה לא מזמן השופטת רות רונן בעניין להב נ' אי.די.בי בפסיקה שלא הסכימה להכשיר הסתמכות טכנית של הדירקטורים על הדו"חות הכספיים האחרונים, בנסיבות של התעלמות מודעת של הדירקטורים מאי עמידתה של החברה במבחני החלוקה.[158]

ברור, שככל שההכרעה לה נדרשים הדירקטורים בקשר לחלוקה קשה ומורכבת יותר, שאז יקל עליהם לטעון לטעות כנה וסבירה בהערכת העמידה של החברה במבחני החלוקה, ולבנות על הסתמכות על מידע שנמסר להם ממקורות שונים.[159] מורכבות מעין זו צפויה להתעורר במסגרת יישום מבחן יכולת הפירעון,[160] בעיקר בעת בחינה של התחייבויות שאמורה החברה לפרוע בעתיד הרחוק. כלומר, בעוד מלשון החוק והפסיקה הברורה בעניין מלרג עולה כי מוטל על הדירקטורים לוודא כי החלוקה לא תפגע ביכולת של החברה לפרוע את מכלול התחייבויותיה, הן בטווח הקרוב והן בטווח הרחוק, יקל על הדירקטורים לטעון להסתמכות בתום-לב על חוות-דעת שנמסרה להם בקשר ליכולת הפירעון בטווח הרחוק. בהקשר זה מעניין להפנות לדברים שכתבו המלומדים James D. Cox ו- Thomas Lee Hazen בספרם ביחס לשאלות שעל הדירקטורים לשאול ולבחון במסגרת מבחן יכולת הפירעון:

> "The problematic nature of such questions and other especially commends interpreting the statute within the broader context of corporate law, so that **what is needed is not a rote application of wooden standards believed linked to the firm's future solvency but rather emphasis on good faith and the process the directors**

---

[157] בהקשר זה ראו, למשל: Commonwealth Transportation Commissioner v. Matyiko, 481 S.E.2d 468 (Va. 1997) ("We conclude that, at the time they voted for or assented to the distribution of the Corporation's assets, **the defendants had**, within the meaning of Code § 13.1-690(B), '**knowledge** or information' that the condemnation award possibly would be less than the amount distributed under the 'drawdown' order. **And this knowledge or information was sufficient as a matter of law to make the defendants' reliance** upon the opinions of Saunders and Pontynen **unwarranted**. Since such reliance was the sole basis for the trial court's ruling that the defendants acted in good faith with respect to the distribution of the Corporation's assets, it follows that the ruling was erroneous.") (הדגשה הוספה)

[158] ראו לעיל ה"ש 26- 34.

[159] פסק דין תנובה, לעיל ה"ש 150, בפסקה 36: "ככל שמדובר בשאלה משפטית מורכבת יותר שהדין לגביה אינו ברור וחד משמעי, כך תהא ההסתמכות על ייעוץ מקצועי לרבות עצת עורך דין בנוגע לאותה שאלה סבירה יותר. לעומת זאת, ככל שמדובר בשאלה מורכבת פחות וככל שההתנהגות שחוקיותה נבחנת קרובה יותר ל'גרעין הקשה' של העבירה הנדונה, כך תפחת סבירות ההסתמכות על עצת עורך דין כמכשירה את אותה התנהגות."

[160] באשר למורכבות של מבחן זה והשאלות הדרושות ליבון במסגרתו ראו: Cox & Hazen, לעיל ה"ש 12, בעמ' 524 – 525.

> **have brought to bear their judgement**. Simply stated, the equity solvency test should be seen as setting forth a context within which traditional manners of inquiry occur as to whether the directors' decision is protected by the **business judgement rule**."[161]

לקראת סיום, אבקש לחזור בקצרה לפסק הדין בעניין מלרג שניתן לאחרונה. כזכור, פסק הדין קבע כי לא ניתן להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי על החלטה שהתירה חלוקה אסורה, וזאת בעיקר בהסתמך על לשון סעיף 311 לחוק החברות: "בוצעה חלוקה אסורה יראו כל מי שהיה דירקטור במועד החלוקה כמי שהפר בכך" את חובת הזהירות או האמונים כלפי החברה.[162] אכן, הצמדות ללשון הסעיף מעוררת קושי להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי, שהרי הלשון מצווה על הטלת אחריות אישית על דירקטור – אם "בוצעה חלוקה אסורה". כלומר, ההוראה קובעת אחריות מוחלטת. יחד עם זאת אני סבור, כי את התיבה "בוצעה חלוקה אסורה" ראוי לפרש ככזו שמתייחסת **להליך** קבלת ההחלטה על החלוקה, **ולא לתוצאה או למסקנה** לפיה בדיעבד התברר כי החלוקה אינה עומדת (ולא עמדה בזמן אמת) בתנאי החלוקה. חיזוק לכך שהדגש בסעיף 311 הוא על ההליך ניתן למצוא בהמשך הסעיף המאפשר לדירקטור להיחלץ מאחריות אם הוכיח תנאים מסוימים הנוגעים להליך קבלת ההחלטה על החלוקה (בעיקר התנאי הדורש כי הדירקטור הסתמך בהחלטתו הסתמכות סבירה על מידע וכו').[163]

3. היקפו של כלל שיקול הדעת העסקי בהקשר של החלטה על חוקיות החלוקה

כלל שיקול הדעת העסקי אומץ בדיני התאגידים הישראליים באופן רשמי בשנים האחרונות.[164] כידוע, כלל זה מעניק הגנה מביקורת שיפוטית גם להתנהגות של דירקטור שעולה כדי רשלנות, כל עוד לא עלתה כדי רשלנות גסה ובוטה (רשלנות רבתי).[165] מדובר בהגנה החורגת מגדריה של חובת הזהירות הקובעת איסור על התנהגות רשלנית מצד הדירקטור. שאלת היחס

---

[161] ראו: Cox & Hazen, לעיל ה"ש 12, בעמ' 524 – 525 (הדגשות הוספו).

[162] ראו לעיל ה"ש 41.

[163] אגב, לפי לשון הסעיף המקורי, כפי שהוא מנוסח בהצעת חוק החברות, ההגנה מוענקת לדירקטור "שהסתמך בתום לב הסתמכות סבירה על מידע מטעה שאילו היה נכון היתה החלוקה מותרת, וההסתמכות על מידע כאמור היתה סבירה בנסיבות הענין." הצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, הצעת חוק 2432 (23.10.1995). בדברי ההסבר, בעמ' 104.

[164] ע"א ורדניקוב, לעיל ה"ש 5. למעשה, הכלל נוהג בדיני התאגידים כבר שנים רבות כפי שהוא משתקף בעקרון אי ההתערבות המנחה כי שיקול הדעת בנוגע לניהול ענייני החברה מסור למנהליה, ובסעיף 253 לחוק החברות המחייב את נושא המשרה בחובה הליכית הדורשת ממנו לפעול ברמת מיומנות הנדרשת מנושא משרה סביר ובתוך כך לנקוט אמצעים סבירים לקבלת מידע מהותי הרלוונטי להחלטות שאותן הוא נדרש לקבל. לדיון מקיף ומעמיק ראו: ליכט, שם הוורד, לעיל ה"ש 23, בעמ' 511 – 524.

[165] ראו לעיל ה"ש 17 - 21.

בין חובת הזהירות הישראלית לבין כלל שיקול הדעת העסקית נדונה בקצרה ויש מי שקורא להתאים את היקפה של ההגנה המוענקת מכוח כלל שיקול הדעת העסקי בישראל להיקפה של חובת הזהירות הישראלית.[166] מדובר בשאלה כבדת משקל ודיון ממצה בה חורג מהמסגרת המוצעת במאמר זה. בחלק זה של המאמר אסתפק בלהציע שבהקשר של החלטה של דירקטורים על חלוקה, ראוי להגביל את ההגנה שמציע כלל שיקול הדעת העסקי במתכונתו הקלאסית ולא לאפשר הגנה על התנהגות רשלנית. הטעם לדבר נעוץ בעיקר בכך שהצדקות מרכזיות להחלת כלל שיקול הדעת העסקי במתכונתו הקלאסית רלוונטיות עת עסקינן במישור היחסים שבין הדירקטורים לבין בעלי המניות של החברה והן פחות רלוונטיות למישור היחסים שבין הדירקטורים לנושי החברה. אבקש להמחיש זאת באמצעות הפניה לשלוש הצדקות הקשורות ביניהן.

ראשית, לפחות בשווקים יעילים המציעים מידע נגיש המאפשר לאפיין את החברות ואת דרך ניהולן, נהנים המשקיעים מחלופות להשקעה בחברות שנתפסות בעיניהם כחברות שנוטלות סיכונים עסקיים מופרזים. בחירה של משקיעים להשקיע בחברה שמנהליה מוכרים ככאלה שנוטלים סיכונים עסקיים, לעיתים אף נועזים, משמעה שאותם המשקיעים לקחו בחשבון, באופן רצוני (וולונטרי), את האפשרות שאותם סיכונים עסקיים יתבררו כטעות ויסבו הפסד לחברה ולמשקיעים. היטיב להסביר זאת בית המשפט הפדראלי לערעורים של המחוז השני בעניין Joy המפורסם:

> "First, shareholders to a very real degree **voluntarily undertake the risk of bad business judgment**. Investors need not buy stock, for investment markets offer an array of opportunities less vulnerable to mistakes in judgment by corporate officers. Nor need investors buy stock in particular corporations. In the exercise of what is genuinely a free choice, the quality of a firm's management is often decisive and information is available from professional advisors. Since shareholders can and do select among investments partly on the basis of management, **the business judgment rule merely recognizes a certain voluntariness in undertaking the risk of bad business decisions**."[167]

---

[166] ראו לעיל ליכט ה"ש 23.

[167] ראו: Joy v. North, 692 F. 2d 880, 885 (2d Cir. 1982) (הדגשות הוספו)

שיקול זה להחלתו של כלל שיקול הדעת העסקי רלוונטי הרבה פחות, אם בכלל, עת עסקינן בנושיה של החברה. זאת משום שספקים, עובדים וצדדים שלישיים אחרים, לעיתים קרובות אינם נהנים מאפשרות לבחור בחברה מסוימת או בהנהלה מסוימת ומשכך יש לאפשר להם הגנה רחבה יותר מזו המוענקת לבעלי מניות שבאופן רצוני השקיעו את כספם בחברה מסוימת.

שנית, בדרך-כלל לבעלי מניות שאינם מרוצים מהתנהלות החברה שבה השקיעו את כספם עומדת האפשרות למשוך את השקעתם באותה החברה ולבחור להשקיע את כספם באפיק השקעה אחר (אפשרות זו ידועה בספרות כ-exit. להלן: "**יציאה**"). בדרך-כלל, נושיה של החברה אינם נהנים מאפשרות שכזו.[168]

הצדקה שלישית להחלתו של כלל שיקול הדעת העסקי שרלוונטית למישור היחסים שבין בעלי המניות לדירקטורים ורלוונטית הרבה פחות למישור היחסים שבין הנושים לדירקטורים היא קיומן של חלופות להתערבות של בית המשפט והתפקיד שהן ממלאות בפיקוח על נושאי משרה בחברה בכלל ודירקטורים בפרט.[169] על-פי הצדקה זו, דירקטורים בחברה ציבורית נתונים לפיקוח של מנגנוני שוק, ובין השאר לפיקוח של בעלי המניות – ברצותם ימונו וברצותם יפוטרו. בהתחשב בקיומו של אותו הפיקוח מצד בעלי המניות, כך על-פי ההצדקה להחלתו של כלל שיקול הדעת העסקי, אפשר להסתפק בהתערבות מצומצמת של בתי המשפט ביחס להחלטות של דירקטורים בכלל וביחס להחלטות בקשר לחלוקה בפרט. מובן, שהצדקה זו להחלתו של כלל שיקול הדעת העסקי מתקיימת בעוצמה פחותה עת עסקינן בהחלטות של דירקטורים בקשר לחלוקה.

---

[168] ראו: Ralph A. Peeples, *Use and Misuse of the Business Judgement Rule in the Close Corporation*, 60 NOTRE DAME L. REV. 456, 461 (1985): "Underlying all of these plausible rationales, however, is a more basic premise which is less frequently recognized. The business judgement rule becomes relevant when a shareholder sues a manager. **Courts have deferred to managerial decisions because of the assumption that a shareholder has an alternate course of action: selling the interest in the corporation**. If the assumption of an available alternative is accepted, the plaintiff's position arouses less judicial sympathy. The courts presume that with a free and efficient capital market, the economic remedy is more efficient than the legal remedy" (הדגשה הוספה).

[169] חנס, לעיל ה"ש 139, בעמ' 338 - 339; אירית חביב-סגל **דיני חברות לאחר חוק החברות החדש** כרך א 373 - 374 (1999) (מסבירה כיצד מלומדים בתחום דיני התאגידים קראו לנהוג באיפוק שיפוטי בקשר לפעולות רשלניות של נושאי משרה, מאחר שבהקשר זה כוחות השוק נחשבים אפקטיביים בפיקוח על נושאי המשרה); Daniel R. Fischel, *The Business Judgement Rule and the Trans Union Case*, 40 BUS. LAW. 1437, 1442-3 (1985).

ההסבר לדבר נעוץ בעיקר בכך שלפחות בטווח הקצר, החלטה על חלוקת דיבידנד נתפשת פעמים רבות בעיני בעלי המניות כמהלך חיובי[170] ואף מונעת, לפחות במידה מסוימת, מהרצון של נושאי משרה בחברה לרצות את בעלי המניות הקיימים ולמשוך משקיעים פוטנציאלים.[171] מכאן, שלפי הגיון זה הרי שאין לסמוך על פיקוח שוקי של בעלי המניות על החלטות של דירקטורים בקשר לחלוקה.[172] דברים ברוח דומה נקבעו גם בפסיקה הישראלית, בעניין פרטנר למשל, שם קבע השופט כבוב כי "חלוקת דיבידנד היא הפעולה שמייצגת בצורה הטובה ביותר את הקונפליקט בין בעלי המניות בחברה לבין נושיה. בפשטות, בעוד שבעלי המניות מברכים על כך שכסף מקופת החברה עובר לכיסם, נושי החברה מצרים על העברה זו שכן היא מביאה לריקון כיסי החברה מהם הם אמורים להיפרע בוא היום. כך, כל אחת מן הקבוצות הנ"ל מושכת את החבל לכיוונה: בעלי המניות מעודדים חלוקת דיבידנדים, בעוד נושי החברה שואפים להגבילה."[173]

---

[170] בהקשר זה אפשר להפנות למאמרים רבים שתיעדו כיצד השוק הגיב באופן חיובי להכרזה על חלוקה של דיבידנדים וכיצד השוק הגיב באופן שלילי לאי-חלוקה. ראו, למשל: Paul Asquith & David W. Mullins, Jr., *The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth*, 56 J. BUS. 77, 85-87 (1983) (החוקרים תיעדו עליה ממוצעת של 3.7% במחיר המניה של חברות שהודיעו על חלוקה, ביומיים שלאחר ההודעה על החלוקה). ראו גם: Roni Michaely, Richard H. Thaler & Kent L. Womack, *Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?*, 50 J. FIN. 573, 582-583 (1995) (החוקרים מצאו עליה ממוצעת של 3.4% במחיר המניה של חברות שהודיעו על חלוקה, ביומיים שלאחר ההודעה על החלוקה, וירידה ממוצעת של 7% בעקבות הודעה הפוכה, ביומיים שלאחר ההודעה).

[171] ראו, למשל: Malcolm Baker & Jeffrey Wurgler, *A Catering Theory of Dividends*, 59 J. FIN. 1125 (2004). בהקשר זה מעניין להפנות ל- Franklin Allen & Roni Michaely, *Payout Policy*, in HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE (George M. Constantinides, Milton Harris & Rene M. Stulz eds.) 337, 349-350 (2003) (החוקרים בחנו חלוקה של דיבידנד בכ- 13,200 חברות ציבוריות בשנים 1971 – 2001 ומצאו כי ברוב המוחץ של המקרים חברות מגדילות את היקף הדיבידנד שחילקו בשנה הקודמת, ולא להיפך).

[172] מובן, שטיעון זה איננו מושלם. גם בהקשר של החלטות על חלוקת דיבידנד עדיין קיימת מידה מסוימת של פיקוח מצד מנגנוני שוק – שהרי ברור שישנן נסיבות שבהן טובת החברה תהא שלא לחלק דיבידנד וחלף זאת לתעל את הרווח שנצבר בחברה לטובת מחקר ופיתוח למשל; כמו-כן ברור, כי במצבים שבהם החלטה של דירקטורים על חלוקה הובילה או קרבה את החברה למצב של חדלות פירעון, תהא בכך משום פגיעה במוניטין של הדירקטורים. לבסוף, תקנה 37(א) לתקנות הדיווח השוטף מחייבת את החברה לחשוף באופן רחב ביותר את הליך שקילת השיקולים ששקלו הדירקטורים עובר לקבלת ההחלטה על חלוקה. לא ניתן להתעלם מחובה זו שיש בה אלמנט שמרסן מראש את התנהלותם של הדירקטורים ומעודד אותם לשקול באופן נכון את החלוקה – הן מבחינת ההליך והן מבחינת המהות. ראו לעיל ה"ש 11. תקנה 37(א) מחייבת את החברה בדיווח מיידי של "מהות, אופי וטיב המידע שבחן הדירקטוריון בבואו לאשר את החלוקה"; "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 השלכותיו על פעילותו של התאגיד במתכונתו הקיימת , לרבות השפעתה על תכניות השקעה של התאגיד שלגביהן נתן גילוי בעבר" וכן בדיווח על "יכולת התאגיד לממש נכסים" אם הסתמך הדירקטוריון על יכולת שכזו.

[173] תנ"ג רוזנפלד, לעיל ה"ש 5, בפסקה 168.

נוכח מכלול הדברים האמורים לעיל אני סבור, כי ראוי להגן על החלטות של דירקטורים בקשר לחלוקה באמצעות כלל שיקול הדעת העסקי. אולם, בה בעת, ראוי להתאים את כלל שיקול הדעת העסקי כך שיחפוף לגדריה של חובת הזהירות ובהתאמה – לא יאפשר הגנה על התנהלות רשלנית של דירקטורים בהקשר של החלטה על חלוקה.

חיזוק למצב רצוי זה ניתן למצוא גם במחקר ההשוואתי שהוצע בחלקים מוקדמים של המאמר וממנו עולה כי בקשר להחלטה על עמידתה של חלוקה במבחני החלוקה, הן החוק והן הפסיקה, מעניקים לדירקטורים מֶרְחַב תִּמְרוּן **סביר** ("reasonable latitude"); דורשים מהם לקיים חקירה **סבירה** ("reasonable inquiry") של יכולת העמידה במבחני החלוקה; להקפיד על מידה **סבירה** של זהירות ("reasonable care"); להפעיל שיקול דעת **סביר** ("reasonable judgement"); לפעול באופן **סביר** בנסיבות העניין ("degree of care which an ordinarily prudent person in a like position would use under similar circumstances") ובתוך כך להסתמך על עקרונות ושיטות הערכה **סבירות** ("prepared on the basis of accounting practices and principles that are reasonable in the circumstances or on a fair valuation or other method reasonable in the circumstances.").

סיכום

אחד הנושאים האקטואליים ביותר בדיני התאגידים הישראליים הוא החלטה של דירקטוריון החברה על חלוקת דיבידנד. במסגרת זו, אחת השאלות המאתגרות וכבדות המשקל שאיתה התמודדה הפסיקה הישראלית בשנים האחרונות היא – כיצד לבחון החלטה של הדירקטוריון ביחס לעמידתה או אי-עמידתה של החברה במבחני החלוקה. הדיון שקיימה הפסיקה הישראלית בסוגיה זו איננו מקיף וחסר ומאמר זה מבקש להשלים את החסר.

המאמר מראה, כי מבחני החלוקה הישראליים מאפשרים לדירקטורים מרחב של שיקול דעת ומציע, כי בדומה לחוק ולפסיקה בארצות-הברית ובאנגליה, בחינה שיפוטית של החלטה של דירקטורים בדבר עמידתה או אי עמידתה של החברה במבחני החלוקה, ראוי לה שתהא מאופקת ותתמקד בבחינה אם הדירקטורים פעלו מתוך אמונה סובייקטיבית כי החלוקה תקדם את טובת החברה ואם קיימו הליך סביר מבחינת איסוף המידע והדיון בו עובר לקבלת ההחלטה על החלוקה. בתוך כך רשאים הדירקטורים להסתמך לא רק על דו"חות של החברה אלא גם על מקורות מידע חיצוניים לרבות מומחים. עם זאת אין לאפשר הסתמכות "עיוורת" על אותם המקורות והדירקטורים נדרשים לבחון את הנתונים המופיעים בהם ולוודא כי הם רלוונטיים להחלטה ומשקפים את מצבה של החברה.

שאלה שמתעוררת באופן טבעי מהדיון בסטנדרט הביקורת השיפוטית על החלטה של הדירקטוריון על עמידתה של החלוקה במבחני החלוקה היא תחולתו והיקפו של כלל שיקול

הדעת העסקי. באשר לתחולתו של הכלל, החלטה בנוגע לעמידתה או אי עמידתה של החברה במבחני החלוקה הינה החלטה עסקית המסורה לשיקול דעת הדירקטוריון וככזו ראוי להחיל ביחס אליה את כלל שיקול הדעת העסקי. עם זאת, בהקשר של החלטה זו ראוי לצמצם את היקף ההגנה המקורית שמעניק הכלל גם ביחס להתנהגות רשלנית ולהיצמד לגבולותיה של חובת הזהירות שאינה מגנה על התנהגות רשלנית. זאת ממספר טעמים הנעוצים בעובדה שבעוד הצדקות מרכזיות להחלתו של כלל שיקול הדעת העסקי צמחו במישור היחסים שבין בעלי המניות לבין הדירקטורים, הדיון במאמר זה מתמקד בהחלטה המצויה על מישור היחסים שבין נושיה של החברה לבין הדירקטורים.