

מבחן הרווח בחלוקת דיבידנדים: על ודאות בדרך שבין העבר, ההווה והעתיד

מאת

חאלד כבוב*, רעות אברהם-גדליה** ואלון לוקסנבורג***

א. מבוא

זכותו של בעל מניה לקבל דיבידנד היא אחת מהזכויות המהותיות המוצמדות לכל מניה – והיא הכלי העיקרי באמצעותו יכול בעל המניה ליהנות מ"פירות" השקעתו בחברה.¹ למעשה, בראי התכלית המקובלת לשמה מנהלת החברה את עסקיה – השאת רווחיה,² רווחי החברה הם המקור לתשואה ממנה נהנים בעלי המניות על השקעתם בה.³ בראייה משקית רחבה, חלוקת דיבידנד מהווה התמריץ העיקרי לציבור המשקיעים להשקיע את כספו בחברה. מנקודת מבטם של בעלי השליטה, מדובר במקור תזרימי משמעותי לפירעון ההלוואות שנטלו לשם רכישת דבוקת השליטה בחברה (פרקטיקה המכונה "רכישה ממונפת"); ומנקודת מבטם של כלל המשקיעים, מדובר במכשיר "איתות" (Signal) העומד לרשות החברה – באמצעותו היא מבשרת לשוק על אודות איתנותה הפיננסית, רווחיה וציפיותיה העתידיות. ובכך, מגבירה היא את מידת האטרקטיביות של מניית החברה במסחר בשוק המשני.⁴

אם כן, נקודת המוצא היא כי ביצוע חלוקה כאמור מהווה פעולה עסקית לגיטימית, ובתוך המגבלות ומנגנוני האיזון הקבועים בחוק – היא אף רצויה. ואולם, צדו השני של המטבע – הוא כי בהגדרה, כל חלוקת דיבידנד כרוכה בגריעת כספים מקופת החברה, ואגב כך היא אינה משרתת, לכאורה, את טובת החברה.⁵ לצד העובדה כי החלוקה טומנת בחובה הפחתה של המשאבים הזמינים לחברה לטובת פיתוח עסקיה, העברת הון

* שופט בית-המשפט העליון, דוקטור למשפטים.

** עורכת דין, עוזרת משפטית לשופט חאלד כבוב; תלמידה במסלול לתואר שלישי בפקולטה למשפטים ע"ש בוכמן באוניברסיטת תל אביב.

*** מתמחה לשעבר של השופט חאלד כבוב; בוגר תואר במשפטים (LL.B.) ובחשבונאות מאוניברסיטת תל אביב.

אנו מודים לעופר גרוסקופף, אברהם וול ושרון חנס על הערותיהם החשובות והמועילות שתרמו רבות לגיבוש מאמר זה. לשם הגילוי הנאות יצוין, כי פסק הדין בעניין **ברוט** ניתן על-ידי השופט כבוב בעת כהונתו כשופט במחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל-אביב, ובמלאכת הטיפול בתיק עסקה גם עו"ד אברהם-גדליה.

¹ סי' 306 לחוק החברות, התשנ"ט-1999; אירית חביב-סגל **דיני חברות** 98 ו-115 (כרך ב', 2004) (להלן: "**חביב-סגל**"); תני"ג (כלכלית) 47621-07-16 **חורב נ' בי קומיוניקיישנס בע"מ**, פס"ד 26 (נבו 18.07.2019) (להלן: "**עניין חורב**").

² סי' 11 לחוק החברות; לצד האמור יצוין, כי בשנים האחרונות התעורר שיח נרחב בזירה המשפטית הגלובלית בדבר תכלית החברה במציאות הנוכחית, ובכלל זאת ביחס לשאלה אם ראוי לקחת בחשבון שיקולים הנוגעים לאינטרסים של בעלי עניין (Stakeholders) נוספים, כמו גם סוגיות חברתיות. ראו עלי בוקשפן "עשרים ומאה שנים לשאלת תכלית החברה – הצעה להתאמת סעיף 11 לחוק החברות לעידן התאגידי המודרני" **המשפט** כו 141 (2020).

³ פרי"ק (מחוזי ת"א) 38141-09-10 **ברדיצ'ב נ' כונס הנכסים הרשמי** (נבו 17.04.2019).

⁴ תני"ג (כלכלית) 43335-11-12 **ורדניקוב נ' אלוביץ**, פס"ד 71 (נבו 17.09.2014) (להלן: "**עניין ורדניקוב במחוזי**"); ע"א 7735/14 **ורדניקוב נ' אלוביץ**, פס"ד 122 לפסק דינו של השופט עמית (נבו 28.12.2016) (להלן: "**עניין ורדניקוב בעליון**"); יוסף גרוס **חוק החברות** 916 (מהדורה חמישית מורחבת, 2016); בשנים האחרונות ניכרת מגמה בשוק ההון הישראלי של אימוץ מדיניות דיבידנד, במסגרתה מתחייבות חברות לחלק באופן קבוע שיעור מסוים מרווחיהן כדיבידנד. יובל צוק "מדיניות חלוקת דיבידנדים של החברות בבורסת ת"א" **יחידת המחקר של הבורסה לניירות ערך** (2020) https://info.tase.co.il/Heb/Statistics/ResearchReviews/2020/Pages/Stat_141_Research_2020_01_360688.aspx

⁵ להבחנה בין טובת החברה לבין טובת בעלי המניות, ראו עניין **ורדניקוב בעליון**, לעיל ה"ש 4, פס"ד 122 לפסק דינו של השופט עמית: "ההבחנה בין טובת החברה לטובת בעלי מניותיה יורדת לשורש הבסיס העיוני-פילוסופי של דיני החברות, אולם אין מדובר בהרהורים תיאורטיים גרידא, כי אם בסוגיה בעלת השלכות הנוגעות לעולם המעשה, והמקרה שלפנינו יוכיח. כך, ניתן לטעון כי פעולה של חלוקת דיבידנד, מעצם טיבה, מדגימה באופן מובהק את המתח הפוטנציאלי הקיים בין טובת החברה לטובת בעלי מניותיה. זאת, שכן בעוד שהחלוקה מייטיבה עם בעלי המניות (למצער בטווח הקצר), עצם העברת כספי החברה אל כיסם של בעלי מניותיה מצמצמת את מסת הנכסים של החברה ובכך עשויה לעמוד בניגוד לטובתה (למצער בטווח הארוך)".

מהחברה אל בעלי מניותיה מסכנת גם את "כרית הביטחון" הנתונה לנושי החברה – משכך מזוהה פעולת החלוקה, לא אחת, כנקודת הקונפליקט העיקרית ביחסים שבין בעלי המניות בחברה לבין ציבור הנושים.⁶

בראי האמור, מצא המחוקק לנכון להקדיש פרק ייחודי בחוק החברות לסוגיית שמירת ההון,⁷ בגדרו נקבעו מבחנים בהם נדרשת חברה לעמוד טרם ביצוע של חלוקת דיבידנד ("מבחני החלוקה"). תכליתם של מבחנים אלו היא להתוות את קו הגבול המאזן בין זכויותיהם של כלל בעלי העניין – שמירת הון והותרת משאבים מספקים בקופת החברה להבטחת זכויותיהם של כלל הנושים בה, מזה; אל מול ייעוד יתרת הון מקסימאלית לטובת בעלי המניות בחברה, מזה. מבחנים אלו מעוגנים בסעיף 302 לחוק החברות, לפיו טרם קבלת החלטה על חלוקת דיבידנד, ועל מנת שחלוקה זו תהווה "חלוקה מותרת", על הדירקטוריון לבחון כי החברה עומדת בשני מבחני החלוקה הסטטוטוריים – **מבחן הרווח ו-מבחן יכולת הפירעון**.

מבחן הרווח נועד לשרטט את קו הגבול כאמור באופן טכני, ברור וקל ליישום. מדובר במבחן **צופה פני עבר** המושתת על כללים חשבונאיים פשוטים, אשר במסגרת בחינתו לא נדרשת הפעלת שיקול דעת רחב – הן מצד הדירקטוריון בזמן אמת, הן מצד בית המשפט, בדיעבד. בגדרי מבחן זה נקבע, כי חברה רשאית לבצע חלוקה "מתוך רווחיה", עד לתקרה בדמות הסכום המירבי המתקבל תחת אחת משתי חלופות – **החלופה הראשונה**, יתרת עודפי החברה בהתאם לדוחותיה הכספיים האחרונים; **והחלופה השנייה**, עודפי החברה שנצברו בשנתיים הקודמות לחלוקה.⁸ עם חקיקתו של מבחן זה, ביקש המחוקק לקבוע מבחן בהיר, הנסמך על כללים חשבונאיים ברורים – המגדירים לחברה, בדיוק, מהם אותם שולי הון עצמי שעליה לשמור.⁹

מבחן יכולת הפירעון, הוא מבחן החלוקה העיקרי, משלים באופיו את מבחן הרווח, ועמידת החברה בו נדרשת גם כאשר הוכח על-ידה כי עמדה במבחן הראשון. מורכבותו של מבחן זה נובעת מהיותו מבחן **צופה פני עתיד**, כך שהחלתו מחייבת מניה וביה חלקהפעלת שיקול דעת רחב על-ידי הדירקטוריון – והוא נסמך באופן מלא על הנחות ותחזיות של אירועים שטרם התרחשו. הבחינה הנעשית בגדרו היא מהותית – ולפיכך, לא די שהחלוקה נעשית מתוך רווחי החברה, אלא יש להוכיח, גם, כי ביצועה לא יקשה על החברה לעמוד בהתחייבויותיה העתידיות בהמשך. במובן זה, עמידה במבחן הרווח היא אך בגדר אינדיקציה למצבה הכלכלי של החברה וליכולת הפירעון שלה – כאשר בחינת יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה נעשית בגדרי המבחן העיקרי, הוא מבחן יכולת הפירעון.¹⁰

הגם שמבחן הרווח נתפש כמבחן טכני ומשני הנסוג בפני מבחן יכולת הפירעון, בהליכים שהגיעו לפתחה של המחלוקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל-אביב עלתה, לא אחת, שאלת יישומו הנכון של מבחן זה. מחלוקות אלו מושתתות, בעיקרן, על כך שמבחן זה יונק את תוכנו מהנתונים הטמונים בדוחותיה הכספיים

⁶ תני"ג (כלכלית) 11-11-48081 **רוזנפלד נ' בן דב**, פס' 168 (נבו 17.03.2013); זהר גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" **ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקציה** 239, 263 (1996); בהתאם, רשאים נושים להגיש תביעה נגזרת מקום בו התעורר חשש לחלוקה אסורה – ובגין עילה זו בלבד. ראו סעיף 204 לחוק החברות.

⁷ הפרק השני לחלק השביעי של חוק החברות.

⁸ ס' 302 לחוק החברות.

⁹ דברי ההסבר להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2432, עמ' 76 ו-100-101 (להלן: "**דברי ההסבר להצעת חוק החברות**"). לצד האמור יצוין, כי החלטת המחוקק לקשור בין דיני החלוקה לבין כללי החשבונאות אינה החלטה טריוויאלית וחפה מקשיים. בהינתן שכללי החשבונאות לא עוצבו לשם המטרה של הגנה על ציבור הנושים (אלא לשם הצגת מצבה הפיננסי של החברה לציבור המשקיעים), ניכר כי קיימים היבטים בכללי החשבונאות שאינם עולים בקנה אחד עם תכלית זו. כך, למשל, ההתבססות על דוחות הכספיים המאוחדים המגלמים את תוצאות חברות הבת אינה מתחשבת בעובדה כי העברת הכספים לחברת האם (היינו, זמיונותם לפירעון חובותיה) כרוכה בקבלת החלטה אקטיבית על חלוקת דיבידנד מצד הדירקטוריונים של חברות הבת. לדיון בעיוותים שנוצרו ביישומם של מבחן הרווח כתוצאה מן ההסתמכות על כללי החשבונאות ולהצעה נוספת לתיקונן, ראו אוריאל פרוקציה ושלומי שוב "מבחן הרווח לחלוקת דיבידנד בחוק החברות: עיון מחודש" **פורום עיוני משפט** מו (2022).

¹⁰ לדיון באפשרות לבצע חלוקה שאינה עומדת במבחן הרווח, ראו ה"ש 31 להלן והטקסט מעל.

העדכניים של החברה – אשר מתפרסמים רק כחודשיים (למצער) **לאחר** תום תקופת הדיווח הרלבנטית. הסדר זה מוביל לכך שקיים **פער תמידי** בין מועד תום תקופת הדיווח (אליה מתייחסים הדוחות הכספיים), לבין מועד פרסום הדוחות הכספיים עצמם. ככל שמועד קבלת החלטת החלוקה על-ידי הדירקטוריון נמנה עם התקופה בה נערכים הדוחות הכספיים טרם פרסומם ("**תקופת הפער**"), עשוי הדירקטוריון לעמוד בפני מכשול אשר לאופן יישומו הראוי של מבחן הרווח בצל אירוע שהתרחש **בעבר** אך טרם התבטא בדוחותיה הכספיים של החברה ("**אירוע עתידי**") – וכפי שאירע בעניין **להב** ובעניין **ברוט**, הניצבים שניהם במוקד מאמר זה.¹¹

באותם מקרים, נדרש בית המשפט לבחון מהי משמעות התעלמותם של הדירקטורים ממידע שהובא בפניהם ביחס לאי-עמידתה של החברה במבחן הרווח – זאת, כאשר האירוע עליו התבסס המידע כאמור לא התרחש בתקופת הדיווח אליה מתייחסים דוחותיה הכספיים העדכניים של החברה. המסקנה המשותפת בשני הליכים אלו הייתה, כי בהתקיים מספר תנאים **ובמקרים נדירים ביותר**, אין הדירקטוריון רשאי להסתמך על הדוחות הכספיים העדכניים בלבד – אלא, שעליו להתחשב במידע החדש הנוגע ל-"אירוע העתידי", שביטוי יבוא רק בדוחותיה הכספיים העתידיים של החברה.

הקביעות השיפוטיות בעניין **להב** ובעניין **ברוט**, מבטאות למעשה את המתח שבין אופיו הטכני-אובייקטיבי של מבחן הרווח לבין נורמות משפטיות אחרות בדיני התאגידים הישראליים – והן פורשו בקרב שחקני שוק ההון כעמדות מנוגדות. כך, סווגו הקביעות בעניין **להב** כשימוש בסטנדרטים לשם הרחבת שיקול הדעת השיפוטי (תוך צמצום הוודאות המשקית); ואילו הקביעות בעניין **ברוט** נתפשו כהחלה של הכלל הסטטוטורי במובנו הצר, היינו כצמצום שיקול הדעת השיפוטי (ואגב כך – הגברת הוודאות המשקית).¹² פערים פרשניים אלו יצרו אי-ודאות אשר לאופן בו יש לבחון "אירוע עתידי" טרם קבלת החלטת חלוקה, ובכך לטעמנו – נפגם מימושה המלא של התכלית הניצבת ביסודו של מבחן זה, כמבחן ודאי וברור.

דרך התחקות אחר נקודות הדמיון והשוני בכל אחד מההליכים, מבקש מאמר זה לגשר על פערים אלו. וכך, המסקנה אותה נבקש לבסס היא, כי שתי החלטות אלו יכולות, וצריכות, לדור יחד בכפיפה אחת. חשיבות גישור הפער כאמור מקבלת לטעמנו משנה תוקף בהינתן העובדה, שאירוע מן הסוג העומד בבסיס הקביעות בעניין **להב** ובעניין **ברוט** – הוא מחויב המציאות. שכן, בהינתן פרקי הזמן שהוקצו לפרסום הדוחות הכספיים של חברות ציבוריות, עצם הקביעה הסטטוטורית, לפיה תוכנו של מבחן הרווח ייגזר ישירות מן הרווח הנקי של החברה, כמפורט בשורת התחונה של דוח רווח והפסד – טומנת בחובה הכרה בפער המובנה שבין היום האחרון לתקופת הדיווח לבין מועד פרסום הדוחות הכספיים. משכך, הדעת נותנת כי קיומו של פער מסוים בין מצבה הכלכלי של החברה על-פי דוחותיה הכספיים העדכניים לבין מצבה במועד קבלת ההחלטה – בין אם מהותי ובין אם זניח – הוא בלתי נמנע. הואיל ו-"סגירת" הפער האמור אינה אפשרית, יש מקום לטעמנו לפעול לצמצום אי-הוודאות הנלווית אליו ככל הניתן.

לשם כך, נבקש במאמר זה להציע אמות מידה וקווים מנחים ליישומו של מבחן הרווח בצלו של "אירוע עתידי" – הן על-ידי דירקטורים ויועצים משפטיים מראש, הן על-ידי בתי המשפט בדיעבד. במסגרת הדיון

¹¹ תני"ג (ת"א) 49615-04-13 להב נ' אי די בי חברה לפתוח בע"מ, פס" 14 (נבו 06.11.2013) (להלן: "עניין להב"); תני"ג (ת"א) 16519-05-19 ברוט נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פס" 15 (נבו 12.01.2021) (להלן: "עניין ברוט"). בגין פסק דין זה תלוי ועומד ערעור לבית המשפט העליון. ראו ע"א 1734/21 ברוט נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ.

¹² ניצן שפיר "בית המשפט הכלכלי מחזיר את הוודאות לדירקטורים בנוגע למבחן הרווח בחלוקת דיבידנד (13.01.2021) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001356981>; משה גורלי "חלוקת הרווחים בדסק"ש חידדה את ההלכה המשפטית" <https://www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3890476,00.html> (31.01.2021) **כלכליסט**

באמות המידה אותן נציע, נבקש להראות מדוע פרשנות מצומצמת לחריג שעניינו ב-"אירוע עתידי" היא ראויה ונכונה לטעמנו. זאת, לא רק על מנת להיטיב עם ציבור הדירקטורים לשם מילוי תפקידם – אלא, גם, על מנת להיטיב עם כלל בעלי העניין בחברה. ואלו הן אמות המידה המוצעות: **חלופת מבחן הרווח** (עליה התבסס הדירקטוריון במסגרת החלטת החלוקה), בהינתן השוני בין מסגרות הזמנים (Time Frames) תחת שתי חלופותיו של מבחן הרווח; **אופי המידע**, הן לעניין מהותיותו, הן לעניין בחינתו של אירוע פרטני בשים לב להתרחשותם של מגוון אירועים בתקופת הפער; **היסוד הנפשי** הנלווה להחלטת הדירקטוריון, ובכלל זאת מודעות חבריו לעצם התרחשות "האירוע העתידי", וכן למידת השפעתו (המהותית) הצפויה על דוחותיה הכספיים של החברה; ו-**מועד קבלת החלטת החלוקה ובחינת המידע**. זאת, בפרט, מקום בו מדובר באירוע שהשפעתו אינה ודאית, אלא ברמת הסתברות גבוהה מאד בלבד.

השימוש באמות מידה אלו בעת החלטת מבחן הרווח, יסייע לטעמנו בהגברת הוודאות בקרב שחקני השוק – וגם, יהא בו כדי לשמור על אופיו של מבחן זה כמבחן טכני, פשוט וצופה פני עבר – כרצון המחוקק. חשיבותה של ודאות זו נדרשת ונכונה, הן עבור בעלי ההון הזכאים ליהנות באופן מקסימאלי מפירות השקעתם; והן עבור בעלי החוב, שראוי שתיוותר להם כרית ביטחון מספקת, לעת צרה. צדו השני של המטבע, הוא כי קיומה של עמימות משפטית סביב סוגיה זו עלולה להוביל להתרעת יתר בקרב דירקטורים, גם ביחס לחלוקות שראוי ונכון לבצען; והיא אף עשויה לייצר מערך תמריצים שגוי בקרבם – לפיו תבקשנה חברות לבצע חלוקות מידיות על מנת להימנע מאותה עמימות שעלולה לבוא עם חלוף הזמן. כך גם מנקודת מבטם של בעלי המניות – דרושה בידם הוודאות כי זכותם הבסיסית ליהנות מפירות השקעתם לא תאוי, בשל חשש מפני הטלת אחריות על נושאי המשרה שבידם מצויה הסמכות לקבל את ההחלטה. מכל אלו, גובשו אמות המידה המוצעות במסגרת מאמר זה – והן תואמות לטעמנו את דרך הילוכו של בית המשפט, הן בעניין **להב** והן בעניין **ברוט**.

המאמר ממשיך כדלהלן: **בחלקו הראשון** של המאמר נבקש להניח את המסגרת הנורמטיבית על יסודה מושתת מבחן הרווח – בהתייחס לנקודת הקונפליקט הטמון באירוע של חלוקת דיבידנד בין בעלי המניות לבין נושי החברה; **בחלק השני** נסקור את פסיקות בתי המשפט בשתי הפרשיות המרכזיות הניצבות במוקד המאמר – פרשת **להב** ופרשת **ברוט**; ו**בחלק השלישי** נציע את דרכנו ליישוב הפער בין הקביעות שניתנו בכל אחת מפרשיות אלה, ופורשו בקרב שחקני השוק כקביעות סותרות. בראי חשיבות השבת הוודאות בתחום זה לשוק ההון, נבקש בחלק זה להציע אמות מידה וקווים מנחים ליישומן של מבחן הרווח בצלו של "אירוע עתידי".

ב. מבחן הרווח – המסגרת הנורמטיבית

הפרק השני לחלק השביעי של חוק החברות מתווה את כללי שמירת ההון ואת גבולות ביצועה של חלוקה בתאגיד. תכליתו, היא לצמצם, במידת האפשר, את המתח המובנה שבין פעולת החלוקה ה'לגיטימית', מנקודת מבטם של בעלי המניות בחברה – אל מול חששם של נושיה, מפני צמצום כרית הביטחון שאמורה להבטיח את פירעון חובם. באיזון שבין אלה לאלה, מקובל להניח, כי ככל שהחלטת החלוקה התקבלה כהלכה על-ידי האורגן המוסמך – אין לראות בהעברת הדיבידנד, כשלעצמה, כפגיעה בטובת החברה.¹³ אלא,

¹³ עניין **ורדניקוב במחוזי**, לעיל ה"ש 4, פסי' 71; ת"א (כלכלית) 48631-06-17 **סאני תקשורת סלולרית בע"מ נ' בן דב**, פסי' 139 (נבו 22.03.2021) (להלן: "עניין סאני").

שבהינתן התועלת הגלומה בפעולה זו, חלוקת דיבידנד היא בוודאי אינה פעולה אסורה – ובתוך המגבלות ומנגנוני האיזון שנקבעו בחוק, היא אף רצויה.¹⁴

מנגנון האיזון המרכזי אם כן, בין אינטרס הנושים לבין אינטרס בעלי המניות, קבוע בסעיף 302 לחוק החברות.¹⁵ על-פי הוראות סעיף זה, בבואו של דירקטוריון החברה להורות על חלוקת דיבידנד – ועל מנת שחלוקה זו תהווה "חלוקה מותרת" – עליו לבחון כי החברה עומדת בשני מבחני החלוקה הסטטוטוריים, היינו **מבחן הרווח** ו-**מבחן יכולת הפירעון**. וכך קובעת לשון החוק:

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

(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."

המונח "חלוקה" מוגדר בסעיף 1 לחוק החברות באופן הבא:

"חלוקה' – מתן דיבידנד או התחייבות לתיתו, במישרין או בעקיפין, וכן רכישה; ולענין זה, 'רכישה' – רכישה או מתן מימון לרכישה, במישרין או בעקיפין, בידי חברה או בידי חברה בת שלה או בידי תאגיד אחר בשליטתה, של מניות החברה או של ניירות ערך שניתן להמירם למניות החברה או שניתן לממשם במניות החברה, או פדיון של ניירות ערך בני פדיון שהם חלק מהונה העצמי של החברה בהתאם לסעיף 312(ד), ולרבות התחייבות לעשיית כל אחד מאלה, והכל, ובלבד שהמוכר אינו החברה עצמה או תאגיד אחר בבעלותה המלאה של החברה;"

¹⁴ עניין ברוט, לעיל ה"ש 11, פס' 15.

¹⁵ עניין להב, לעיל ה"ש 11, פס' 14.

מבחן הרווח מוכר כמבחן טכני, קל ליישום וצופה פני עבר – אשר אינו דורש הפעלת שיקול דעת רחב מצד הדירקטוריון.¹⁶ בגדרי מבחן זה נקבע, כי חברה רשאית לבצע חלוקה "מתוך רווחיה", עד לתקרה בדמות הסכום המתקבל באחת מבין משתי חלופות – **החלופה הראשונה**, יתרת עודפי החברה בהתאם לדוחותיה הכספיים האחרונים; **והחלופה השנייה**, עודפי החברה שנצברו בשנתיים הקודמות לחלוקה.¹⁷

התפישה המקובלת היא כי מטרתו של מבחן זה, שהשימוש בו נעשה גם במדינות בעלי שווקי הון ומערכות משפט מפותחים דוגמת ארצות-הברית ואנגליה,¹⁸ היא לשמור על המשאבים הכלכליים שהושקעו בחברה על-ידי בעלי מניותיה – וזאת באמצעות הטלת איסור על חלוקת כספים שמקורם אינו מרווחים אותם צברה החברה במסגרת פעילותה העסקית.¹⁹ התכלית שעמדה לנגד עיני המחוקק הישראלי היא קביעתו של מבחן בהיר, הנסמך על כללים חשבונאיים – שיגדיר לחברה באופן ברור וחד משמעי מהם אותם שולי הון עצמי שעליה לשמור.²⁰ אם כן, בקבעו כי העודפים הראויים לחלוקה ייבחנו בהתבסס על כללי החשבונאות המקובלים, קרי עם אימוץ הכללים כאמור בהוראות החוק, העניק להם המחוקק מעמד משפטי מחייב.²¹

חרף כוונת המחוקק לכוון מבחן פשוט ליישום, במרוצת השנים הובאו בפני בתי המשפט מספר הליכים שעניינם בפרשנותו של מבחן הרווח – בין היתר על רקע ההתפתחות שחלה בכללי החשבונאות המקובלים. כך, למשל, הובהר כי מקור הרווחים הניתנים לחלוקה הוא "הרווח החשבונאי הנקי" של החברה, היינו רווח החברה המופיע בדו"ח רווח והפסד המאוחד שפרסמה; ואילו, אין נפקות לשאלה אם מדובר ברווח תזרימי ממשי או רווח כלכלי "על הנייר".²² במקרה אחר, קבע בית המשפט את האופן בו יש ליישם את מבחן הרווח ביחס לחלוקה של דיבידנד בעין.²³

אל מולו, **מבחן יכולת הפירעון** נתפש כמבחן צופה פני עתיד שהחלתו מחייבת הפעלת שיקול דעת רחב – והוא נסמך כולו, למעשה, על הנחות ותחזיות של אירועים שטרם התרחשו.²⁴ במסגרת מבחן זה נדרש הדירקטוריון לבחון אם כתוצאה מביצוע החלוקה המבוקשת, מתעורר חשש סביר שמא לא תעמוד לחברה

¹⁶ עניין **ברוט**, לעיל ה"ש 11, פס' 21.

¹⁷ ס' 302 לחוק החברות.

¹⁸ לעניין זה יודגש, כי תוכנו של מבחן הרווח בארצות-הברית ובאנגליה שונה מאשר תוכנו של המבחן הקבוע בדין הישראלי. כך, בגדרי מבחן הרווח בדין הדלוורי ובדין מדינת ניו יורק יש לבחון את רווחיה הנקיים (net profits) השנתיים של החברה בשנת הכספים הפיסקאלית הנוכחית או בשנה שקדמה לה. באופן דומה, מבחן הרווח בדין האנגלי מתייחס אף הוא לרווחיה השנתיים של החברה, אולם מתחולתו מוחרגים רווחי שערך שטרם מומשו. העובדה כי האופן בו מיושם מבחן הרווח בארצות-הברית ובאנגליה שונה מאופן יישומו בדין הישראלי, בשים לב לכך שבארצות-הברית ניתן לבצע חלוקה גם בהתקיים מבחן חלופי – מבחן יכולת פירעון מאזני – מבלי לפנות לבית המשפט לקבלת אישור מקדים, מעידה לגישתנו על פער ממשי ביחס לאופן יישומו ובחינתו של מבחן הרווח בישראל ובמדינות המשווה. לדין רחב בדבר כללי החלוקה במדינות אלו, ראו אסף אקשטיין ודוד האן "בין האתמול לעתיד, בין האוצר לתחית": אחריות דירקטוריון בגין חלוקה אסורה "משפט ועסקים כד(2) 639, 649-654 (2022).

¹⁹ **חביב-סגל**, לעיל ה"ש 1, עמ' 96. במובן זה אימץ המחוקק הישראלי את המנגנון האמריקאי של Dividend Nimble, לפיו האפשרות לבצע חלוקה מתוך הרווחים הצבורים של השנתיים האחרונות, נועדה בעיקר לחברות אשר צברו הפסדים, אך מצויות בתהליך של התאוששות. ביצוע חלוקה כאמור שולחת איתות חיובי (Signal) לבעלי המניות ולשוק שהחברה התגברה על הקשיים אליהם נקלעה, ובמובן זה מוגברת האטרקטיביות של החברה; דברי ההסבר להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2432, עמ' 101: "דרישת ההצטרבות לשנתיים בלבד (ולא, למשל, לכל ימי חייה של החברה) נועדה לאפשר לחברות שנקלעו בעבר למשבר אך השכילו להחליץ ממנו, לאותת לשוק על השיפור במצבן, ולהגביר את האטרקטיביות שלהן על-ידי חלוקת דיבידנד; אילו דרישת ההצטרבות היתה ללא הגבלת זמן חברות מתאוששות היו מתקשות יותר לצאת מן המשבר".

²⁰ דברי ההסבר להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2432, עמ' 76 ו-100-101.

²¹ **חביב סגל**, לעיל ה"ש **Error! Bookmark not defined.**, בעמ' 96; תני"ג 38472-06-10 **שוט רבינוביץ'**, **רואי חשבון נ' דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ**, פס' 66 (נבו 27.05.2013) (להלן: "עניין **שוט רבינוביץ'**"); [...] קביעת הרווח הושארה כאמור בתחומם של החשבונאים".

²² עניין **חורב**, לעיל ה"ש **Error! Bookmark not defined.**, פס' 47-75 ו-76-84.

²³ עניין **שוט רבינוביץ'**, לעיל ה"ש 21.

²⁴ עניין **להב**, לעיל ה"ש 15, פס' 16.

היכולת לשלם את התחייבויותיה בהגיע מועד קיומן.²⁵ מכאן עולה, כי עניינו של מבחן זה בחדלות פירעון תזרימית, להבדיל ממבחן של חדלות פירעון מאזנית במסגרתו יש לבחון אם מתקיים עודף של נכסים על פני התחייבויות.²⁶

לצורך עמידה במבחן יכולת הפירעון, על הדירקטוריון לבחון את התחזיות העסקיות של החברה על פני תקופה ארוכה, ולוודא שביכולתה לעמוד בכלל ההתחייבויות הידועות לה במועד החלוקה – הן הקיימות, הן העתידיות.²⁷ במילים אחרות, על הדירקטוריון לבחון את תזרימ המזומנים הצפוי של החברה, ובכלל זאת את סבירותו – אל מול לוח הסילוקין של התחייבויות החברה.²⁸

מקובל לומר כי מבחני החלוקה משלימים זה את זה, כאשר תכליתו של מבחן יכולת הפירעון היא לבחון באופן מהותי – גם בהינתן שהחלוקה נעשית מתוך רווחי החברה – אם ביצועה עשוי להקשות על החברה לעמוד בהתחייבויותיה הקיימות בהמשך.²⁹ משכך, בהחלט ייתכן כי חברה רווחית (ואף סולבנטית במישור המאזני) תסבול מקשיי נזילות כתוצאה מביצוע חלוקת דיבידנד, ובשל כך יימנע ממנה להורות על חלוקה.³⁰

בתוך כך, בין מבחן הרווח למבחן יכולת הפירעון קיים מדרג יחסי, ממנו עולה כי מבחן הרווח הוא משני ביחס למבחן יכולת הפירעון, כך שעמידה בו אינה מהווה תנאי שאין בלתו לצורך ביצוע חלוקה. למעשה, עמידה במבחן הרווח היא אך בגדר אינדיקציה למצבה הכלכלי של החברה וליכולת הפירעון שלה – כאשר בחינת יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה נעשית בגדרי המבחן העיקרי, הוא מבחן יכולת הפירעון.³¹

בהתאם לאמור, חוק החברות אינו חוסם את דרכה של חברה שאינה עומדת במבחן הרווח מלבצע חלוקת דיבידנד; אולם הוא מתנה זאת בעמידתה במבחן יכולת הפירעון ובקבלת אישור מטעם בית המשפט לביצוע החלוקה כאמור – בהתבסס על הוכחת עמידתה במבחן יכולת הפירעון כאמור.³² כך הוא כאשר סבורה החברה שאין קורלציה בין כללי החשבונאות ומבחן הרווח לבין מצבה הכלכלי לאשורו, בראי יכולת פירעונה. עם זאת, בנסיבות כאלה אין החברה חופשית להחליט על החלוקה בכוחות עצמה. אלא, שעליה להודיע על דבר הגשת הבקשה לנושיה – הגורמים העיקריים עליהם נועדו כללי החלוקה להגן – ולהם ניתנת האפשרות להביע התנגדותם, טרם אישור החלוקה על-ידי בית המשפט.³³

אם כן, מדוע נדרשים אנו למבחן הרווח. הגם שמבחן זה נועד לשמש כמבחן ברור וקל ליישום,³⁴ המעמד המשפטי המחייב שניתן לכללי החשבונאות בגדרו הציב בפני בית המשפט ושוק ההון המקומי אתגרים

²⁵ פרי"ק (ת"א) 3421-01-15 ע"ד רענן קליר מתוקף תפקידו על-פי סעיף 17 להסדר הנושים למיזוי זכויות של החברה והנושים נ' ד"ר שמחה סדן, פסי' 88 (נבו 17.12.2016) (להלן: "עניין מלרג").

²⁶ שם; אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 18, בעמ' 647-648; לעמדה לפיה אין שוני מהותי בין המבחן התזרימי למבחן המאזני ככל שאלו נבחנים על פני פרק זמן ממושך, ראה ע"א 8263/16 אור סיטי נדל"ן, מקבוצת ענבל אור נ' ע"ד איתן ארז, פסי' 57 לפסק דינו של השופט מינץ (נבו 19.03.2018).

²⁷ עניין סאני, לעיל ה"ש. **Error! Bookmark not defined.**, פסי' 146; בהקשר זה יצוין, כי בעניין מלרג נקבע שאין להסתפק בבחינת התחייבויותיה הצפויות לתקופה בת שנתיים בלבד, אלא יש לבחון את כלל התחייבויות החברה. עניין מלרג, לעיל ה"ש 25, פסי' 98.

²⁸ אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 18, בעמ' 648.

²⁹ עניין ברוט, לעיל ה"ש 11, פסי' 22; חביב-סגל, לעיל ה"ש 1, עמ' 97.

³⁰ שם.

³¹ עניין חורב, לעיל ה"ש. **Error! Bookmark not defined.**, פסי' 27; ת"א (ת"א) 30851-01-16 חבס השקעות (1960) בע"מ נ' ברוך חבס ייזום (2005) בע"מ, פסי' 297 (נבו 30.07.2020).

³² סי' 303 לחוק החברות; עניין חורב, לעיל ה"ש. **Error! Bookmark not defined.**, פסי' 57.

³³ סי' 303ג לחוק החברות; תקנה 2 לתקנות החברות (אישור חלוקה), התשס"א-2001.

³⁴ עניין להב, לעיל ה"ש 11, פסי' 16.

שונים. כך, למשל, אימוצם של תקני החשבונאות הבינלאומיים (ה-IFRS) בישראל במהלך חודש ינואר 2008 (כעשור לאחר כינונו של חוק החברות), הביא לשינויים בתוכן של הגדרות המונחים "רווח" ו-"עודפים" במישור החשבונאי, ובכלל זאת להכרה ברכיבים חדשים בגדרי סעיפים אלו – ובראשם, רווחי שערך של נכסי נדל"ן המהווים למעשה רווחים "על הנייר" שטרם מומשו. לאחר שינויים אלו נמתחה ביקורת ענפה ביחס להגדרתו הנוכחית של מבחן הרווח, הן בקרב הרגולטור והן בקרב גורמים מן האקדמיה ומן הפרקטיקה.³⁵

לצד דברים אלו, האתגר העיקרי עמו התמודדו בתי המשפט נגע לאופן יישומו של מבחן הרווח בצל אירוע שהתרחש בעבר אולם טרם התבטא בדוחותיה הכספיים של החברה ("אירוע עתידי") – כפי שאירע בעניין **להב** ובעניין **ברוט**.³⁶ באותם מקרים, בחן בית המשפט טענות לפיהן דירקטורים בחרו להתעלם ממידע שהובא בפניהם ביחס לאי-עמידתה של החברה במבחן הרווח – וזאת בשל העובדה כי האירוע עליו התבסס המידע כאמור לא התרחש בתקופה הדיווח אליה מתייחסים דוחותיה הכספיים העדכניים של החברה; וכך נקבע בעניין **להב** (ובהמשך גם בעניין **ברוט**), כי בהתקיים מספר תנאים ובמקרים נדירים ביותר, אין הדירקטוריון רשאי להסתמך על הדוחות הכספיים העדכניים שפרסמה החברה, אלא עליו להתחשב במידע החדש במהלך הפעלת מבחן הרווח.³⁷ על השלכותיהן של קביעות אלו, המבטאות את המתח שבין אופיו הטכני-אובייקטיבי של מבחן הרווח הנסמך על כללי החשבונאות, לבין נורמות משפטיות אחרות בדיני התאגידים הישראליים – נעמוד בהרחבה בחלקים הבאים.

ג. פסיקות בתי המשפט

1. פרשת להב

בעניין **להב** נדונה בקשה לאישור תביעה נגזרת שהוגשה נגד חברי דירקטוריון חברת אי די בי חברה לפתוח בע"מ ביחס להחלטתם להורות על חלוקת דיבידנד בסך של 64 מיליון ש"ח, על-פי **החלופה הראשונה** למבחן הרווח (יתרת עודפי החברה). חרף העובדה כי החברה עמדה במבחן הרווח בהתבסס על דוחותיה הכספיים האחרונים (הרבעון השני של שנת 2011), נטען כי החלטת החלוקה כרוכה בהפרה של מבחן הרווח – וכפועל יוצא כי מדובר בחלוקה אסורה.

כך שם, החלטת החלוקה התקבלה שבועיים טרם פרסום הדוחות הכספיים לרבעון השלישי של שנת 2011, ובעוד הדירקטורים מודעים לירידת ערך משמעותית בהיקף של מאות מיליוני שקלים שחלה בשווי מניות קרדיט סוויס המוחזקות בידי חברת כור (חברה נכדה של החברה) – אשר עשויה הייתה להשפיע על רווחיות החברה בדוחות הכספיים כאמור, ובכלל זאת להביא לאי-עמידתה במבחן הרווח.³⁸

בקשת האישור אושרה על-ידי בית המשפט, כאשר במסגרת החלטתה דחתה השופטת רוני את עמדת החברה, לפיה קבלת עמדת המבקש משמעה הטלת חובה על הדירקטוריון להפעיל שיקול דעת ביחס לאירועים עתידיים – וזאת בניגוד לאופיו הטכני של מבחן הרווח. תחת זאת בואר, כי לא מדובר ביישום

³⁵ בתוך כך, רשות ניירות ערך אף הגישה הצעה לתיקון הגדרתו של מבחן הרווח בחוק החברות. ראו רשות ניירות ערך, "הצעת חוק לתיקון מבחני החלוקה בחוק החברות – תיקון מבחן הרווח" (מרץ 2014); פרוקציה ושוב, לעיל ה"ש 9.

³⁶ עניין **להב**, לעיל ה"ש 11; עניין **ברוט**, לעיל ה"ש 11.

³⁷ עניין **להב**, לעיל ה"ש 11, פסי' 23-24; גרוס, לעיל ה"ש **Error! Bookmark not defined.**, בעמ' 903-904; איתי פינגבאום, יאנה רבינוביץ' ושיבושים בתרגום: תום לב ו-Good Faith בדיני התאגידים "ספר גרוס 273-276 (2015).

³⁸ עניין **להב**, לעיל ה"ש 11, פסי' 3-5.

מבחן הרווח ביחס לאירוע עתידי, אלא ביישומו על רקע אירוע בעל השלכה ידועה על מצבה החשבונאי של החברה שהתרחש בעבר; ולפיכך, אין בהתחשבות בירידת ערך שווי מניות קרדיט סוויס משום סטייה מאופיו של מבחן הרווח – במסגרתו לא נדרש הדירקטוריון, ככלל, לתור אקטיבית אחר שינויי נסיבות או להתחשב בהפסדים **עתידיים צפויים**, אף אם מדובר בציפייה ברמה גבוהה של סבירות.³⁹

הגם שבמועד קבלת החלטת החלוקה טרם פורסמו הדוחות הכספיים במסגרתם הובאה בחשבון ירידת ערך שווי מניות קרדיט סוויס, נקבע כי פרשנות תכליתית של המונח "רווחים" בסעיף 302 לחוק החברות מחייבת את הדירקטוריון להתחשב בכל פרט מידע עדכני שברשותו ביחס לאירועי עבר – ובלבד שקיימת אפשרות ממשית כי מידע זה יביא לשינוי בדוחותיה הכספיים הקרובים.⁴⁰ בתוך כך פורט, כי לשם שימור אינטרס הבהירות והודאות במשק, תחולתו של החריג האמור מוגבלת אך למקרים בהם הדירקטוריון **מודע בפועל** לשינוי **מהותי** שנובע מאירוע שהתרחש בעבר, אשר עתיד **בוודאות**, או **ברמה גבוהה מאד של סבירות**, להביא לכך שהחברה לא תוסיף לעמוד במבחן הרווח בדוחות הכספיים הקרובים.⁴¹

על-כן, נוכח הסכמת הצדדים בדבר מודעות הדירקטוריון ביחס לקיומה של אפשרות הממשית שמא ירידת ערך שווי מניות קרדיט סוויס תביא לאי-עמידת החברה במבחן הרווח לאחר פרסום הדוחות הכספיים הקרובים (כפי שאכן אירע בפועל), מצאה השופטת רונן כי החלוקה שבוצעה הייתה חלוקה אסורה.⁴²

2. פרשת ברוט

בעניין **ברוט** נדונה בקשה לאישור תביעה נגזרת שהוגשה נגד חברי דירקטוריון חברת דיסקונט השקעות בע"מ ביחס להחלטתם להורות על חלוקת דיבידנד בסכום של 100 מיליון ש"ח, על-פי **החלופה השנייה** למבחן הרווח (עודפי החברה שנצברו בשנתיים האחרונות). הגם שהחברה עמדה במבחן הרווח בהתבסס על הדוחות הכספיים הרבעוניים שפורסמו החל מהרבעון הרביעי לשנת 2016 ועד לרבעון השלישי לשנת 2018, נטען על-ידי המבקש, בהסתמך על הקביעות בעניין **להב**, כי בהחלטת החלוקה הופר מבחן הרווח – ולפיכך מדובר בחלוקה אסורה.

כך, החלטת החלוקה התקבלה לאחר שהוצגו בפני הדירקטוריון תחזיות והערכות לעניין מצבה הפיננסי של החברה ברבעונים העתידיים – מהן עלה כי בדו"ח הרבעוני הקרוב (הרבעון הרביעי לשנת 2018), אשר עתיד להתפרסם כחודשיים לאחר מכן, צפויה החברה לרשום הפסד בסך של כ-155 מיליון שקלים; ואילו כי ברבעונים עוקבים (הרבעון השני והשלישי לשנת 2019) צפויה החברה לרשום רווחים בהיקף של כ-900 מיליון שקלים.⁴³ על-כן, מוקד המחלוקת באותו המקרה עסק ביישומו של מבחן הרווח בראי הנתונים שהובאו לידיעת הדירקטוריון, ובפרט – בשאלה אם היה על הדירקטוריון להתחשב באותם אירועים עתידיים, תוך "הזת" גדר הרבעונים הנבחנים רבעון אחד קדימה, אם לאו.⁴⁴

במסגרת פסק הדין, עמד בית המשפט על האופן בו יש לפרש את הקביעות בעניין **להב**. כך נקבע, כי אין בעניין **להב** כדי לגרוע מאופיו של מבחן הרווח כמבחן צופה פני עבר, שכן באותו המקרה דובר על אירוע ידוע

³⁹ שם, פסי' 19.

⁴⁰ שם, פסי' 23.

⁴¹ שם, פסי' 26 ו-29.

⁴² שם, פסי' 32. לעניין זה יצוין, כי בהיתן מודעות הדירקטוריון להשלכות ירידת ערך שווי מניות קרדיט סוויס, נקבע כי החלטת הדירקטוריון התקבלה בחוסר תום לב – ועל-כן ניתן היה להגיע לתוצאה זוהי גם בהתבסס על טעם זה.

⁴³ עניין **ברוט**, לעיל ה"ש 11, פסי' 7.

⁴⁴ שם, פסי' 29.

שהתרחש בעבר – אשר הביא לשינוי מצבה החשבונאי של החברה במועד קבלת החלטת החלוקה, לעומת מצבה במועד פרסום הדוחות הכספיים עליהם התבססה.⁴⁵ ולפיכך, כפי שצוין בעניין **להב**, חריג זה למבחן הרווח רלבנטי רק מקום בו הדירקטוריון **מודע לאירוע מהותי** שהתרחש בפרק הזמן שבין מועד פרסום הדוחות הכספיים עליהם מתבססת החלטת החלוקה לבין מועד קבלת החלטת החלוקה; בגינו קיימת **אפשרות ממשית** כי הדוחות הכספיים כאמור אינם משקפים עוד נאמנה את מצבה האמיתי של החברה.⁴⁶

בנסיבות המקרה, בית המשפט מצא כי לא עלה בידי המבקש להצביע על אירוע חריג או מהותי בחיי החברה מלבד "אובדן" רווחי הרבעון הרביעי לשנת 2016, ועל-כן הסיבה הממשית לאי-עמידתה הנטענת של החברה במבחן הרווח לאחר פרסום הדו"ח הרבעוני הרביעי לשנת 2018 היא "חלוף הזמן" בלבד. ואולם, אין ב-"חלוף הזמן", כשלעצמו, כדי להוות אירוע מהותי המצדיק סטייה מנתוני דוחותיה הכספיים של החברה.⁴⁷

בתוך כך נקבע, כי יש לדחות את עמדת המבקש, לפיה מן הקביעות בעניין **להב** נגזר הצורך ב-"הזזת" גדר הרבעונים הנבחנים רבעון אחד קדימה – שכן התחשבות ברבעון נוסף, כחלק אינהרנטי ממבחן הרווח, מהווה פרשנות שגויה הן ללשון החוק, הן לתכלית הקביעות בעניין **להב**.⁴⁸ בקביעתו זו, עמד בית המשפט על החשיבות הטמונה בשימור אופיו של מבחן הרווח כמבחן טכני וקל ליישום – וזאת בהתאם לתפישה אותה ביקש המחוקק לקדם, וכן לשיקולי מדיניות משפטית המקדשים את ערכי היציבות והוודאות המשקית.⁴⁹

פרשת ברוט	פרשת להב	
חלופה II (עודפי החברה בשנתיים אחרונות)	חלופה I (יתרת עודפי החברה)	חלופת מבחן הרווח
כחודשיים טרם פרסום הדוחות הכספיים של הרבעון העוקב	כשבועיים טרם פרסום הדוחות הכספיים של הרבעון העוקב	מועד קבלת החלטת החלוקה ובחינת המידע
הוצגה לדירקטוריון הערכה לפיה ברבעון העוקב יירשם הפסד של כ-155 מיליון ש"ח	ירידת ערך של מניות קרדיט סוויס בהיקף של מאות מיליוני ש"ח	האירוע

ד. בין פרשת להב לפרשת ברוט – מבחן הרווח בצל "אירוע עתידי"

הן בעניין **להב** והן בעניין **ברוט**, הודגש כי אין בהתחשבות ב-"אירוע עתידי" משום שינוי באופיו של מבחן הרווח – הוא במהותו מבחן חשבונאי, טכני וצופה פני עבר; אלא, שהתחשבות ב-"אירוע עתידי" היא חריג השמור **למקרים נדירים ביותר** בלבד.⁵⁰ חרף תחולתו המצומצמת של החריג האמור, השלכותיו הפוטנציאליות עוררו דאגה רבה בקרב שחקני שוק ההון, אשר רואים בקביעות המחלקה הכלכלית בשני

⁴⁵ שם, פסי' 26.

⁴⁶ שם, פסי' 31.

⁴⁷ שם, פסי' 34.

⁴⁸ שם, פסי' 36.

⁴⁹ שם, פסי' 37.

⁵⁰ עניין **להב**, לעיל הי"ש 11, פסי' 21; עניין **ברוט**, לעיל הי"ש 11, פסי' 34.

המקרים כביטוי של עמדות מנוגדות. כך, הקביעות בעניין להב סווגו כשימוש בסטנדרטים לשם הרחבת שיקול הדעת השיפוטי (תוך צמצום הוודאות המשקית), ואילו הקביעות בעניין ברוט נתפשו כהחלה של כלל סטטוטורי במובנו הצר, היינו כצמצום של שיקול הדעת השיפוטי (ואגב כך – הגברת הוודאות המשקית).⁵¹

אנו סבורים כי עצם קיומה של אי-בהירות אשר לאופן בו ראוי לפרש את הקביעות כאמור, ובכלל זאת כיצד הקביעות בשני המקרים דרות יחד בכפיפה אחת, גורעת מן הוודאות הטמונה במבחן הרווח – ובכך מונעת את מימוש תכליתו במלואה. פגיעה זו באופיו של מבחן הרווח מקבלת משנה תוקף בהינתן העובדה כי אירוע מן הסוג העומד בבסיס הקביעות בעניין להב ובעניין ברוט – היינו, קיומו של פער מסוים (בין אם מהותי ובין אם זניח) בין מצבה הכלכלי של חברה בהתאם לדוחותיה הכספיים העדכניים לבין מצבה הכלכלי במועד קבלת החלטת החלוקה – הוא מחויב המציאות. זאת, היות שיישומו של מבחן הרווח כרוך בבחינת הרווח החשבונאי הנקי של החברה בהתאם לכללי החשבונאות המקובלים – כפי שניתן ללמוד מדוחותיה הכספיים של החברה, המתפרסמים אך כחודשיים (למצער) לאחר תום תקופת הדיווח.⁵²

הוזה אומר, בהינתן פרקי הזמן שהקצה מחוקק המשנה לפרסום הדוחות הכספיים של חברות ציבוריות, עצם הקביעה הסטטוטורית, לפיה תוכנו של מבחן הרווח ייגזר ישירות מן הרווח הנקי של החברה, כמפורט בשורתו התחתונה של דוח רווח והפסד – טומנת בחובה הכרה בפער המובנה שבין היום האחרון לתקופת הדיווח לבין מועד פרסום הדוחות הכספיים. הואיל ו-"סגירת" הפער האמור אינה אפשרית מן הטעמים עליהם עמדנו לעיל, יש מקום לטעמנו לפעול לצמצום אי-הוודאות הנלווית אליו ככל הניתן.

צורך זה נובע משני טעמים עיקריים – הראשון, המגרעות הקיימות, מנקודת מבטן של חברות (ציבוריות בפרט), בהסדר הקבוע בסעיף 303 לחוק החברות, העולות כדי תמריץ שלילי לחברות לפנות לקבלת אישור בית המשפט, מקום בו מתעורר חשש בקשר עם עמידתן במבחן הרווח. כך, חלוקה באישור בית המשפט כרוכה הן בגילוי מידע מצד החברה לבית המשפט ולמספר רשויות מוסמכות (הממונה על הליכי חדלות הפירעון ושיקום כלכלי, רשות המסים ורשות ניירות ערך), הן בדחיית יישום החלוקה נוכח הפעולות בהן נדרשת החברה לנקוט ופרקי הזמנים הסטטוטוריים שנקבעו ביחס אליהן;⁵³ והשני, זכות העמידה והחשש מפני התנהלות אסטרטגית. בניגוד לבעלי מניות, אשר זכות עמידתם, היינו האפשרות להגיש תביעה נגזרת ולהיכנס בנעלי החברה, אינה מוגבלת לפעולה ספציפית של נושאי המשרה (בכפוף להתקיימות יתר התנאים להגשת תביעה נגזרת),⁵⁴ זכות העמידה של נושי החברה מוגבלת לאירוע של חלוקה אסורה בלבד.⁵⁵ הוזה אומר, בחינת התנהלות הדירקטוריון בקשר עם "אירוע עתידי" דרך חובות נושאי המשרה גרידא (להבדיל מבחינתו כחלק מיישומו של מבחן הרווח), משמעה שלילת יכולת נושי החברה – הם הניזוקים העיקריים מביצוע החלוקה – לתקוף את החלטת החלוקה. "פרצה" זו עשויה לשמש כקרקע פורייה להתנהלות אסטרטגית פסולה מצד הדירקטוריון, בגדרה תבוצענה חלוקות אשר אינן עומדות, הלכה למעשה, במבחן

⁵¹ אוריאל פרוקציה "הנחות היסוד של חוק החברות במבט לאחור" המשפט כו 37, 55 (2020); משה גורלי "ציון בלתי מספיק במבחן הרווח" כלכליסט (20.11.2013) <https://www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3617440,00.html>; פרוקציה ושוב, לעיל ה"ש 9, בעמ' 8-7.

⁵² ראו הגדרת המונחים "רווחים" ו-"דוחות כספיים מתואמים" בס' 302 לחוק החברות; עניין חורב, לעיל ה"ש Error! Bookmark not defined., פס' 30; תקנות 7 ו-39 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 (להלן: "תקנות ניירות ערך (דיווחים)"). כך, לחברה ציבורית פרק זמן של עד שלושה חודשים מתום השנה הקלנדרית לפרסום את הדו"ח התקופתי (השנתי), ופרק זמן של עד חודשיים מתום רבעון מסוים לפרסום את הדו"ח העתי (הרבעוני).

⁵³ ת' 2-3 לתקנות החברות (אישור חלוקה), התשס"א-2001.

⁵⁴ ס' 194 לחוק החברות. רע"א 784/20 אקסטל לימיטד נ' עו"ד בנתאי שגיא ברוך, פס' 20 (נבו 15.06.2020).

⁵⁵ ס' 204 לחוק החברות; רע"א 8259/17 צנציפר חברה ליבוא תבואות ומספוא בע"מ נ' א. דורי בניה בע"מ, פס' 14-18 (נבו 18.01.2018). לשם שלמות התמונה יובהר, כי אין בכך כדי לגרוע מזכות הנושים לתבוע מכוח התחייבות חוזית שניתנה כלפיהם. ראו ה"ש 67 להלן והתקסט מעל.

הרווח – שלא בהתאם למסלול שנקבע בסעיף 303 לחוק החברות. בהינתן הכלל הידוע לפיו "המחוקק אינו משחית מילותיו לריק",⁵⁶ יש לטעמנו מקום להכיר בחריג שעניינו ב-"אירוע עתידי" – אולם יש לעשות זאת באופן מצומצם ביותר, תוך התווית "מפת דרכים" ברורה לבחינתו, כפי שנבקש לעשות בפרק זה.

חלופת מבחן הרווח. כאמור, בבואו להורות על חלוקת דיבידנד, נתון לדירקטוריון שיקול דעת סטטוטורי לבחור על סמך איזו מבין שתי חלופותיו של מבחן הרווח להתבסס, לפי הערך הגבוה המתקבל תחת כל אחת מהן.⁵⁷ בעוד שיישומה של החלופה הראשונה (**יתרת עודפי החברה**) לוקחת בחשבון את תוצאות החברה לאורך כל שנות פעילותה, יישום החלופה השנייה (**עודפים שנצברו בשנתיים האחרונות**) תחומה אך ביחס לשנתיים (בין אם קלנדריות ובין אם רבעוניות) שקדמו למועד קבלת החלטת החלוקה.

בהינתן השוני בין מסגרות הזמנים (Time Frames) תחת שתי חלופותיו של מבחן הרווח – היינו, מסגרת קבועה אליה מצטרפות תקופות מאוחרות (**מסגרת מצטברת**) לעומת מסגרת בת שמונה רבעונים שכל תוספת אליה כרוכה בגריעת רבעון קודם (**מסגרת משתנה**), אנו סבורים כי הדרך לגשר על הפער בין שתי החלופות נתונה, למעשה, בידי בית המשפט.

על פני הדברים, חלופת מבחן הרווח על-פיה מתקבלת החלטת החלוקה, אינה אמורה להשפיע על האופן בו יבוקר השימוש בסמכות הנתונה הדירקטוריון להורות על חלוקה; ואולם, קשה לטעמנו להתעלם מן העובדה כי החלטת החריג שעניינו ב-"אירוע עתידי" ביחס לחלוקה המסתמכת על החלופה השנייה של מבחן הרווח טומנת בחובה מספר קשיים נוספים (לעומת החלטתו בקשר עם חלוקה לפי החלופה הראשונה), ובכלל זאת כרוכה גם בהמרתו של מבחן הרווח לכדי מבחן מהותי בגדרו נבחנים, באופן ספקולטיבי, רווחי החברה. כך, התחשבות ברבעון תשיעי (בין אם לצד שמונת הרבעונים הקודמים, ובין אם חלף הרבעון הראשון), היינו "הזת" גדר בחינת הדוחות הכספיים, מנוגדת באופן מובהק ללשון סעיף 302 לחוק החברות שעניינו בעודפים שנצברו **בשנתיים האחרונות**, וכן לתכליתו של מבחן הרווח כמבחן טכני וקל ליישום.⁵⁸

בחינה מהותית שכזו (הדומה באופייה לדרך בה נבחן מבחן יכולת הפירעון) מנוגדת באופן די מובהק הן ללשון החוק, הן לתכלית אותה ביקש המחוקק לקדם בקבעו את מבחן הרווח כמבחן חשבונאי, טכני וצופה פני עבר –⁵⁹ ולפיכך, ייתכן כי יש מקום לנקוט בפרשנות מצמצמת (עוד יותר) לאותן נסיבות בהן מוצדק להחיל את החריג ביחס לחלוקה שנעשתה בהתבסס על החלופה השנייה של מבחן הרווח, אם בכלל. נמחיש זאת באמצעות הדוגמא הבאה:

טולו למשל חברה שאלו הם רווחיה (והפסדיה) – 20 מיליון ש"ח לאורך כל חיי החברה (עד לרבעון מס' 8); 20 מיליון ש"ח ברבעון מס' 1; 5 מיליון ש"ח ברבעון מס' 2; ו-10 מיליון ש"ח ברבעונים 3-8.

החברה מעוניינת לחלק סכום העולה על 20 מיליון ש"ח (אך נמוך מ-35 מיליון ש"ח) כחודש וחצי טרם פרסום הדוחות הכספיים לרבעון מס' 9 (קרי, במהלך תקופת הפער), ולפיכך הדירקטוריון מבקש לקבל החלטת חלוקה בהתבסס על החלופה השנייה למבחן הרווח. עתה הניחו, כי בישיבת הדירקטוריון הוצגו שני אירועים

⁵⁶ ע"א 422/78 סלמון נ' תאגיד לפי חוק פיצויים לנפגעי תאונות דרכים, פ"ד לג(2), 701, 702-703 (1979); דנ"א 7480/18 קרצמר נ' פקיד שומה ירושלים, פס" 44 לפסק דינו של השופט (כתוארו אז) פוגלמן (נבו 31.10.2021).

⁵⁷ ס' 302 לחוק החברות. לדיון בדבר הרציונל הטמון בבסיס הבחנה זו, ראו פרק ב' לעיל.

⁵⁸ ראו עניין **ברוט**, לעיל ה"ש 11, פס" 34-37.

⁵⁹ **שם**, פס" 37: "וכך – אם יוסר רבעון ראשון ויוסף רבעון עוקב, מדוע לא יוסרו שניים ויוספו שניים, או אולי שלושה; וכיצד ניתן יהיה להימנע מטענת הגנה של דירקטוריון חברה בדבר אישור חלקה אשר בוודאות אינה עומדת במבחן הרווח – אולם נסמכת לכאורה על דוחות עתידיים, תוך שנערכה על ידו בחינה מהותית גמישה. זו משמעות המרתו של מבחן הרווח למבחן מהותי – וזו בדיוק התוצאה עימה לא ניתן להשלים".

מהותיים שהתרחשו במהלך רבעון מס' 9 (וטרם זכו לביטוי בדוחות הכספיים של החברה) – **הראשון**, נזק למלאי החברה בגינו צפויה החברה לרשום הפסד בסך של 15 מיליון ש"ח ברבעון מס' 9; **והשני**, אישורה של רפורמה רגולטורית שתאפשר לחברה להעלות את מחירי מוצריה **החל** מרבעון מס' 10, בזכותה צפויה החברה ברמת ודאות גבוהה מאד להרוויח ברבעון זה 20 מיליון ש"ח.

רבעון 10	רבעון 9	רבעונים 8-3	רבעון 2	רבעון 1	
20 מיליון ש"ח	(15 מיליון ש"ח)	10 מיליון ש"ח	5 מיליון ש"ח	20 מיליון ש"ח	רווח (הפסד)

מיישום פשוט של החלופה השנייה של מבחן הרווח בהסתמך על הדוחות הכספיים העדכניים במועד קבלת ההחלטה, עולה כי לחברה יתרת רווחים ראויים לחלוקה בסך של 35 מיליון ש"ח (רבעונים 8-1); עם זאת, עמדה אחרת לפיה יש להתחשב גם בתוצאות האירוע הראשון (הגם שהדוחות הכספיים לרבעונים 9-10 טרם פורסמו) תוך "**הרחבת**" המסגרת הקיימת, תביא למסקנה כי לחברה יתרת רווחים ראויים לחלוקה בסך של 20 מיליון ש"ח (רבעונים 9-1) או 40 מיליון ש"ח (רבעונים 10-1); עמדה שלישית, לפיה יש להתחשב בתוצאות האירוע הראשון תוך "**הזזת**" מסגרת הזמנים הקיימת, תביא למסקנה כי לחברה יתרת רווחים ראויים לחלוקה בסך של 0 ש"ח (רבעונים 9-2) לאור גריעתו של רבעון מס' 1 והוספתו של רבעון מס' 9; ועמדה רביעית, לפיה יש להתחשב הן בתוצאות האירוע הראשון והן בתוצאות האירוע השני, משמעה כי לחברה יתרת רווחים ראויים לחלוקה בסך של 15 מיליון ש"ח (רבעונים 10-3).

לגישתנו, שלוש העמדות הפרשניות האחרונות מעוררות קשיים מסוימים, בין אם בדמות סתירת לשונו המפורשת של המחוקק, לפיה חלופתו השנייה של מבחן הרווח נוגעת אך לעודפי החברה שנצברו בשנתיים האחרונות (**העמדה השנייה**), ובין אם בדמות סתירת כוונת המחוקק שביקש לקבוע את מבחן הרווח כמבחן טכני, נגיש וקל ליישום (**העמדה השלישית והרביעית**). כפי שצוין קודם, ייתכן שקשיים אלו, המקבלים משנה תוקף עת החלטת החלוקה מתבססת על החלופה השנייה של מבחן הרווח, מצדיקים החלה מצומצמת (עוד יותר) של החרג ביחס לחלוקה שנעשתה בהתבסס על חלופה זו.

הגם שטענות הנוגעות להחלתו של החרג שעניינו ב-"אירוע עתידי" מתעוררות לעיתים רחוקות ובמקרים נדירים בלבד, ההבחנה המוצעת ביחס לאופן בחינתו כתלות בחלופה הרלבנטית של מבחן הרווח על בסיסה התקבלה החלטת החלוקה מחייבת אותנו לעמוד על ההשלכות הפוטנציאליות הנובעות מקיומה. לטעמנו, עניינו של החשש העיקרי באפשרות שמא דירקטורים יבקשו לבסס חלוקות עתידיות אך ורק על החלופה השנייה של מבחן הרווח, ולו כדי ליהנות מ-"דין מקל" – קרי, מהחלה מצומצמת (עוד יותר) של החרג הנדון.⁶⁰ חרף האמור, אנו סבורים כי אין בחשש האמור כדי לאיין את היתרונות הטמונים ביצירת הבחנה מעין זו, בשים לב לחסרונותיו המצומצמים בהינתן הקושי להצביע על **נזק לחברה /או לציבור הנושים** (הרכיב שמנסים למנעו) כתוצאה מחלוקה אסורה שמקורה בהפרה של מבחן הרווח.

כך נקבע בפסיקה, כי אין לראות בחלוקה שסווגה בהמשך כחלוקה האסורה (שמקורה בהפרת מבחן הרווח), כשלעצמה, משום נזק שנגרם לחברה, מבלי שעלה בידי התובע להוכיח פגיעה נוספת, כגון פגיעה באיתנות

⁶⁰ זאת, אף במחיר של ניצול חלקי של יתרת הרווחים הראויים לחלוקה, מקום בו על-פי יתרת הרווחים הראויים לחלוקה של החברה גבוהה יותר לפי החלופה הראשונה של מבחן הרווח.

הפיננסית של החברה.⁶¹ לגישתנו, קביעה זו טומנת בחובה התייחסות ליכולת פירעונה של החברה – היא מושא מבחן החלוקה העיקרי.⁶² שילוב אלמנטים משני מבחני החלוקה מדגיש את הקושי באיתורו של נזק ממוני כתוצאה מחלוקה אסורה שמקורה בהפרת מבחן הרווח, היינו את השלכות המצומצמות של הפרתו לעומת הפרת מבחן יכולת הפירעון. כך, בהיעדר פגיעה באיתנותה הפיננסית של החברה – לא נגרם לחברה (או לנושים) כל נזק הטעון פיצוי מצד הדירקטורים;⁶³ ובהינתן שהוכרה פגיעה ממשית באיתנות הפיננסית של החברה – יש בכך כדי להטיל ספק בדבר עמידת החברה במבחן יכולת הפירעון.

על-כן, התרחיש הקיצוני ביותר שעשוי להתרחש בשל יישום מצומצם של החריג העוסק ב-“אירוע עתידי” ביחס לחלופה השנייה של מבחן הרווח (לעומת חלופתו הראשונה) כרוך בסיווג שגוי של חלוקה, היינו בסיווגה של חלוקה אסורה כחלוקה מותרת. בהינתן הוראות סעיף 310 לחוק החברות, ובכלל זאת החזקה הקבועה בסעיף קטן (ב) מכוחה נשללת חבותם של בעלי המניות מקרב הציבור להשיב את הכספים שקיבלו במסגרת החלוקה, נפקותה המעשית של שגיאה זו היא הותרת חלקם היחסי של בעל השליטה והדירקטורים (ככל שקיים בעל שליטה ולדירקטורים ישנה החזקה הונית משמעותית) בכספי החלוקה בידיהם.⁶⁴

לצד העובדה כי חלוקת דיבידנד היא הטבה ממנה נהנים כל בעלי המניות באופן שוויוני,⁶⁵ אנו סבורים כי היתרונות באימוץ גישתנו, ובראשם קידום ערך הוודאות, מיטיבים גם עם יתר בעלי העניין בחברה – לרבות בעלי העניין עליהם נועדו דיני החלוקה להגן, כגון נושים פיננסיים מתוחכמים (בנקים ומחזיקי אגרות חוב) לטווח ארוך שעיקר זכויותיהם הן זכויות חוזיות (מכוח הסכמי הלוואה או שטרי נאמנות).⁶⁶ לעניין זה יצוין, כי בהחלט ייתכן כי ההגנה המרכזית על אינטרס הנושים אינה מצויה בדיני החלוקה, אלא דווקא באותן מגבלות חוזיות ואמות מידה פיננסיות (קובננטים) שנקבעו בהסכמי הלוואה ו/או בשטר הנאמנות כאמור (סוגיה אשר ייתכן כי מספקת תמיכה נוספת לעמדתנו) במעמד ניסוחם,⁶⁷ אולם אין בכך כדי לגרוע מהצורך בקידום רצון המחוקק – אשר ביקש להקנות לנושים הגנה סטטוטורית במסגרת דיני החלוקה.

בתוך כך, חיזוק ביטחון הדירקטורים והוודאות המוקנית להם בבואם להורות על חלוקת דיבידנד – אירוע מהותי ביותר בחייה של כל חברה ציבורית – נדרש, בין היתר, בשים לב לאיסור הסטטוטורי על מתן פטור מאחריות בגין חלוקה אסורה, לפרשנות המצמצמת של בתי המשפט להגנה הקבועה לסעיף 311(2) לחוק החברות שעניינה בהסתמכות הדירקטוריון על מידע מטעה בעת קבלת החלטת החלוקה, וכן לעמדה המקובלת בדבר אי-החלתו של כלל שיקול הדעת העסקי ביחס לחלוקה אסורה.⁶⁸ עצם קיומה של אי-ודאות ביחס לסוגיה כה מהותית, לה נלוות חבות אישית פוטנציאלית בהיקף לא מבוטל, עשויה לטעמנו לייצר

⁶¹ עניין **חורב**, לעיל ה"ש. **Error! Bookmark not defined.** פסי' 92 ו-95. לעניין זה הודגש כי אחד מיסודות עולת הרשלנות, ממנה שואבת חובת הזהירות את תוכנה, הוא הוכחת נזק.

⁶² עניין **שוהט רבינוביץ'**, לעיל ה"ש 21, פסי' 66.

⁶³ סי' 311 לחוק החברות; ראו עניין **חורב**, לעיל ה"ש **Error! Bookmark not defined.** פסי' 95. באותו המקרה נדחתה הבקשה לאישור תביעה נגזרת כנגד הדירקטורים בשל טעם זה.

⁶⁴ סי' 310 לחוק החברות.

⁶⁵ סי' 306 לחוק החברות; עניין **ורדניקוב בעליון**, לעיל ה"ש 4, פסקה 33 לפסק דינו של השופט עמית (נבו 28.12.2016).

⁶⁶ **משרד האוצר** "דו"ח הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמדים אשראי באמצעות רכישת אגרות חוב לא ממשלתיות", עמ' 9. בהקשר זה יצוין, כי הטלתו של מגבלות חוזיות על חלוקת דיבידנד (בין אם בהסכם הלוואה ובין אם בשטר הנאמנות) בדמות עמידת החברה ביחסים פיננסיים שונים, היא פרקטיקה מקובלת בשוק המקומי.

⁶⁷ אסף חמדני ויוסף קלמנוביץ' "הבראה ללא הקפאה: הצעה למשטר חדש להסדרי חוב באג"ח סחירות" **משפטים** כ' 247, 257 (2017).

⁶⁸ סי' 259(ב) לחוק החברות. להרחבה בדבר איסור זה ביחס למתן כתב פטור, ראו אסף חמדני ושרון חנס "פטור מחבות בגין הפרת חובת הזהירות" **משפט ועסקים** כד(2) 897, 953-956 (2022); עניין **חורב**, לעיל ה"ש **Error! Bookmark not defined.** פסי' 102-96. באותו מקרה נקבע כי הסתמכות על חוות דעת משפטית אינה עונה לדרישות הסעיף, ככל שמדובר בחוות דעת מסויגת (ולצד זאת הותרה בצריך עיון השאלה אם חוות דעת משפטית מהווה, ככלל, "מידע" כמשמעותו של מונח זה בסעיף 311 לחוק החברות; ולהרחבה ביחס לאי-תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי ביחס לחלוקה אסורה (ולעמדה הקוראת להחילו), ראו אקשטיין והאן, לעיל ה"ש 18.

אפקט מצנן בקרב מועמדים מוכשרים מלכהן כדירקטורים בחברות ציבוריות ומלהורות על חלוקה – ובכך לפגוע הן בציבור בעלי המניות, הן בציבור הנושים.

עם תוצאה זו סבורים אנו כי לא נכון להשלים. לדירקטוריון החברה, כגוף האמון על התווית אסטרטגיית החברה ותוכניות הפעילות, השפעה מהותית על הצלחת החברה – כאשר חשיבות תפקודו מקבלת משנה תוקף נוכח מגמת ביזור הבעלות שהתרחשה בשוק ההון הישראלי בעשור האחרון, במסגרתה עלתה משמעותית כמות החברות הפועלות ללא גרעין שליטה.⁶⁹ בתוך כך, איוש נכון של דירקטוריון החברה צפוי לקדם את הצלחתה, ובכלל זאת להביא ליצירתם של עודפים – המהווים חלק מ-“כרית ביטחון” ממנה נהנים נושי החברה. מנגד, סטייה מן ההרכב האידיאלי של דירקטוריון החברה עשוי להביא לשחיקת עודפי החברה (או למצער להצלחה פחותה של החברה) – וכפועל יוצא לצמצום הכדאיות בהעמדת חוב לחברה, או במקרים קיצוניים גם לאי-פירעונה בעתיד.

לצד האמור יצוין, כי אין ביישום גישתנו, הנוגעת רק לאופן בו ייבחן “אירוע עתידי” במסגרת מבחן הרווח ולא לתחולתו הכללית של מבחן הרווח, כדי לחסום את הדרך בפני מי שהם בעלי זכות עמידה לתקוף החלטת חלוקה בשל היותה חלוקה אסורה (בין אם עקב הפרת מבחן הרווח, ובין אם עקב הפרת מבחן יכולת הפירעון) או בשל טעמים אחרים.⁷⁰ וכך גם, לא מן הנמנע כי יתעוררו מקרים בהם החלטת חלוקה תתקבל חרף מודעות הדירקטורים, או למצער עצימת עיניים מצדם, אשר להפרת מבחן הרווח והיות החלוקה אסורה, ואף תהא כרוכה בהפקת טובה הנאה כלשהי – וכפועל יוצא תוך הפרת חובת האמונים שלהם (ולא של חובת הזהירות).⁷¹ במצב עולם זה, לא ניצב בעל הדין בפני “מחסום” בדמות דרישת הוכחת נזק, ובתוך כך ניתן יהיה לחייב את הדירקטורים בהשבת טובת ההנאה ואף בתשלום של פיצויים נוספים.⁷² על יסוד המסגרת הרחבה המתוארת, מצטמצם לטעמנו החשש מפני “פריצת הגבולות” ביחס לאופן בו נבחן מבחן הרווח על-ידי הדירקטוריון.

אופי המידע. לצד הצורך הברור בהתייחסות רק לאירוע שהתרחש בעבר, בעניין **להב** ובעניין **ברוט** נקבע כאחד כי על המידע המובא בפני דירקטוריון החברה לעסוק באירוע מהותי – היינו אירוע בעל “עוצמה” משמעותית ממנו עולה בוודאות, או למצער ברמת סבירות גבוהה מאד, כי דוחותיה הכספיים האחרונים של החברה אינם משקפים נאמנה את מצבה הכלכלי במועד קבלת החלטת החלוקה.⁷³

⁶⁹ אסף חמדני וקובי קסטיאל “בעלות מבוזרת, שליטה ושינופי פעולה בין גופים מוסדיים במינוי דירקטורים” המשפט כו 265 (2020). **Entropy** “ממשל תאגידי מאוזן בחברות ללא גרעין שליטה”, עמ' 3-5 (2019).

⁷⁰ כך, למשל, בחודש אפריל 2022 הודיעה חברת נורסטאר החזקות על חלוקת דיבידנד בעין בדמות 14% ממניות חברת גזית גלוב – אשר הייתה מושא למאבק שליטה באותה עת. בגין החלטה זו נעשתה פניה ראשונית לדירקטוריון החברה ובה דרישה לקבלת מסמכים טרם הגשת תביעה נגזרת, שעיקרה בטענה כי החלטת החלוקה כרוכה בהפרת חובת הזהירות וחובת האמונים של דירקטוריון נורסטאר. למען שלמות התמונה יצוין, כי כשבוע לאחר קבלת הפניה כאמור הודיעה נורסטאר על ביטול החלוקה. ראו דיווח מיידי של נורסטאר מיום 24.04.2022 <https://maya.tase.co.il/reports/details/1445617>.

⁷¹ עניין **חורב**, לעיל ה”ש. **Error! Bookmark not defined.**, פס' 94; ס' 254 ו-311 לחוק החברות.

⁷² כך, למשל, הפסיקה הישראלית מכירה באפשרות להטיל פיצויים עונשיים בגין הפרת חובת האמונים. עמיר ליכט **דיני אמונות** (2013); ת”א 19-01-25839-01 **בן יהודה נ' ויטנר**, פס' 93 (נבו 16.08.2021): “בהתאם לכלל האמור לעיל, בית המשפט העליון הכיר בסמכות הקיימת לבתי המשפט לפסוק פיצויים עונשיים, והכיר גם באפשרות של פסיקת פיצויים כאמור בגין הפרת חובות אמון 'בבוא העת ובמקרה המתאים' בהתקיים נסיבות קיצוניות של 'הפרה חמורה ואשם כבד'. ודוק, הגישה המצמצמת המודגשת בפסיקה בכלל הנוגע לפסיקת פיצויים עונשיים מייחדת את הטלת הפיצויים העונשיים לא ביחס לסוג הפגיעה או הנזק שנגרמו לצד שנפגע ממעשי המפר (כך למשל נזיקי גוף, נזקים ממוניים או נזקים בלתי ממוניים), אלא ביחס למידת האשמה והחומרה שבמעשי המפר (שימת דגש על מידת הכוונה והזדון במעשי הנתבע). לצד זאת, על מנת שלא לחרוג מגבולות הגזרה ששורטטו על ידי בית המשפט העליון (ויש מקום לציין בהקשר זה כי אמות המידה שנקבעו ביחס להטלת פיצויים עונשיים עד כה אינן מפורטות ועשירות); מלבד חומרת מעשי המפר, יש לשקול היטב את נסיבותיו של כל מקרה ומקרה, ובתוך כך את מקומן והגשמתן של התכליות המקובלות ביחס לדוקטרינת הפיצויים העונשיים, כמו גם תכליות רלוונטיות נוספות שצוינו לעיל”.

⁷³ עניין **להב**, לעיל ה”ש 11, פס' 26 ו-29; עניין **ברוט**, לעיל ה”ש 11, פס' 31.

דרישת המהותיות שנקבעה בעניין **להב** ובעניין **ברוט**, על שני רכיביה (עוצמה והסתברות), עולה בקנה אחד עם הגישה המקובלת בדיני התאגידים ובדיני ניירות הערך בדבר ההבחנה בין אירועים מהותיים לאירועים שאינם מהותיים, ובכלל זאת לאופן הטיפול השונה בו יש לנקוט ביחס לכל אחד מסוגי האירועים. כך, למשל, סעיף 255(ב) לחוק החברות, שעניינו באישור פעולה הכרוכה בהפרת חובת האמונים מצד נושא משרה, מפנה למנגנונים פרוצדוראליים שונים כתלות בשאלת מהותיות הפעולה – כאשר לשם הכשרת פעולות מהותיות יש לעמוד במנגנון מחמיר יותר. באופן דומה, מוכרת דרישת המהותיות כעקרון יסוד בדיני ניירות הערך, כאשר תחולת חובת הדיווח בשוק המשני נוגעת אך למידע מהותי שההסתברות להתרחשותו מוערכת בדרגה גבוהה מאד (למעט מספר חריגים סטטוטוריים).⁷⁴

לעניין זה מצאנו להבהיר, כי על הביטוי של השפעת המידע הרלבנטי על מצבה הכלכלי של החברה להתרחש בעתיד הנראה לעין (ולהיכלל בדוחותיה הכספיים הקרובים), שכן אחרת עשוי להתעורר ספק בדבר היותו אירוע שהתרחש בעבר, כמו גם בדבר מהותיותו. בתוך כך יצוין, כי מקום בו מדובר במידע שפורסם לידעת ציבור משקיעי החברה בדרך של דיווח מיידי, יהא בכך משום אינדיקציה משמעותית לעניין מהותיות המידע כאמור המצדיקה לטעמנו את בחינתו לאור יתר אמות המידה המוצעות במאמר זה – ובהן, עצם השפעתו המעשית של אותו מידע על מצבה הכלכלי של החברה (ועל עמידתה במבחן הרווח).⁷⁵

זאת ועוד, אנו סבורים כי לשם ביסוס החריג יש להצביע על אירוע מהותי **יחיד**, שכן לצד הקושי הראייתי והדיוני בנייתו והערכה מדויקת של שורת אירועים מצד הדירקטוריון, לריבוי האירועים נלווית לגישתנו אי-ודאות מסוימת המשליכה על שאלת מהותיותם הקולקטיבית. בהקשר זה יבואר, כי עניין **להב** עסק בהשפעתה המהותית של ירידת ערך בשווי מניות; ומנגד, בעניין **ברוט** לא הוצג אירוע קונקרטי, ותחת זאת נעשה ניסיון להסתמך על השינוי ביתרת העודפים הראויים לחלוקה בהתאם למסגרת הזמן הנבחנת, כפי שנלמד מגריעתם של רבעונים קודמים והתחשבות ברווחיה הצפויים של דסק"ש ברבעונים העוקבים – היינו על עצם "חלוף הזמן" בלבד.⁷⁶

היסוד הנפשי. על מנת לשמור על אינטרס הוודאות והיציבות במשק, הודגש בעניין **להב** כי החלת החריג תיעשה אך כאשר הדירקטוריון מודע הן **להתרחשותו** של "האירוע העתידי", הן **למידת השפעתו** (המהותית) הצפויה על דוחותיה הכספיים של החברה.⁷⁷ כך פורט, כי לא מוטלת על הדירקטוריון חובה לתור אקטיבית אחר שינויים ביחס למצבה הכלכלי של החברה, ולכן רשאי הוא, ככלל, להסתמך על תוכן הנתונים המופיעים בדוחותיה הכספיים העדכניים של החברה. יחד עם זאת, משעה שהוצג בפניו מידע על אודות "אירוע עתידי"

⁷⁴ שרון חנס "לקראת מבחן חדש למהותיות בניירות ערך: בין מבחן התוחלת למבחן הקו הבהק", עמ' 1 **אתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל-אביב** (15.08.2021) <http://www7.tau.ac.il/blogs/law/2021/08/15/2407>; תקנות 31(א), 31א, 32ג, 32 ו-36 לתקנות ניירות ערך (דיווחים); ע"א 7510/15 **ברנדייס נ' בבילון**, פסי' 14 לפסק דינה של השופטת (כתוארה אז) חיות (נבו) 15.03.2017 (להלן: "עניין בבילון").

⁷⁵ כך, עם קבלת ההחלטה בדבר פרסום מיידי, ניתן לומר כי החברה הביעה למעשה עמדה כי מדובר במידע מהותי. ואולם, אין בכך כדי לשלול ממנה את האפשרות לסתור בדיעבד את ההנחה כי המידע שפורסם אכן היה במידע מהותי, ולא מידע עודף או וולונטרי. ראו ת"צ 13382-04-20 **גבריאל נ' קבוצת דלק בע"מ**, פסי' 51 (נבו 15.11.2022): "אכן, מחוקק המשנה הכיר גם באפשרות של פרסום מידע "עודף" שהחברה לא הייתה חייבת לדווח אודותיו. כך, תקנה 37א(ג) המחייבת תאגיד להמשיך ולדווח אודות התפתחויות מהותיות גם ביחס לאירועים שדווחו שלגביהם מלכתחילה לא הייתה חובה לדווח, מניחה אפשרות קיומם של דיווחים וולונטריים או עודפים. מבלי לחוות דעה ביחס לשאלה הנוגעת למשמעות של דיווח כזה (והאם הוא עשוי להיות מטעה כשלעצמו), אני סבורה כאמור כי **נקודת המוצא צריכה להיות שהעובדה שהחברה בחרה לדווח על מידע מסוים, מעידה על כך שמדובר במידע מהותי וככזה – חב בדיווח. יחד עם זאת, החברה יכולה לסתור את ההנחה הזו ולהוכיח כי בנסיבות העניין מדובר בדיווח עודף שלא הייתה חובה לפרסמו**".

⁷⁶ עניין **להב**, לעיל ה"ש 11, פסי' 5-3; עניין **ברוט**, לעיל ה"ש 11, פסי' 7.

⁷⁷ עניין **להב**, לעיל ה"ש 11, פסי' 23 ו-29.

מהותי שהביא לשינוי במצבה הכלכלי של החברה במועד קבלת החלטת החלוקה – אסור לדירקטוריון "לעצום את עיניו" ולהתעלם מן הנסיבות החדשות.⁷⁸

קביעות אלו, אשר על רובן חזר בית המשפט בעניין **ברוט**,⁷⁹ מקובלות עלינו. בתוך כך, חזקת התקינות ביחס למידע הטמון בדוחותיה הכספיים העדכניים של החברה עולה בקנה אחד עם אופיו האובייקטיבי של מבחן הרווח, כמו גם עם רצון המחוקק להתבסס במסגרתו על כללי החשבונאות המקובלים – ובכך לצמצם את שיקול הדעת המופעל על-ידי הדירקטוריון בעת בחינתו. זאת ועוד, בהינתן אופי המידע הנדרש לשם החלת החרג הנדון, היינו מידע על אירוע מהותי יחיד ממנו נגזר בוודאות, או ברמת סבירות גבוהה מאד, כי התרחש שינוי במצבה הכלכלי של החברה לעומת דוחותיה הכספיים האחרונים – ראוי לטעמנו להחילו מקום בו דירקטוריון החברה **ידע בפועל** על התרחשות האירוע ועל מידת השפעתו הצפויה; או כאשר הדירקטוריון **ידע** על התרחשות האירוע, אולם נמנע באופן בולט ומובהק מלבחון בצורה מעמיקה את השלכותיו בבחינת **עצימת עיניים**.

בתוך כך, נוכח אופי המידע הנדרש, ובשים לב גם לאופיו הטכני של מבחן הרווח, וחשיבות מאפייניו אלה לשם קידום הוודאות מחד גיסא, ולצורך בהגנה על ציבור הנושים מאידך גיסא – אנו סבורים כי לא ניתן לראות ביסוד נפשי של עצימת עיניים, בגפו, כקרקע יציבה דיה עליה ניתן להתבסס לשם התחשבות באירוע שהשפעתו תתפרסם רק בדוחות הכספיים העתידיים;⁸⁰ שכן, מקום בו עסקין באירוע שטרם התרחש (להבדיל מאירוע שהתרחש אולם הדירקטורים עצמו עיניים ביחס להשלכותיו), הרי שמדובר ככלל בשינוי הנוגע לאירוע עתידי אשר אינו רלבנטי למבחן הרווח, ובבחינת קל וחומר אינו חוסה תחת החרג האמור.⁸¹

עם זאת, בהינתן שבשיטת משפטנו דין עצימת עיניים כדין ידיעה של ממש (למעט אם נקבע בחוק מפורשות אחרת),⁸² ראוי לטעמנו לאמץ את הגישה שהובעה בעניין **להב** ובעניין **ברוט**, לפיה אין להתיר לחברי הדירקטוריון לעצום את עיניהם **לאחר** שמידע על אודות האירוע שהתרחש (להבדיל ממידע הנוגע למידת השפעתו) הובא לידיעתם – שכן מדובר בפעולה פסולה הכרוכה בהפרת החובות המוטלות עליהם בדיון.⁸³

מועד קבלת החלטת החלוקה ובחינת המידע. בהינתן שקיימת ודאות מלאה ביחס להתרחשות ה- "אירוע העתידי" ולמידת השפעתו על מצבה הכלכלי של החברה, לא אמורה להיות למועד בו התקבלה החלטת

⁷⁸ שם, פסי' 26-28.

⁷⁹ עניין **ברוט**, לעיל ה"ש 11, פסי' 36.

⁸⁰ עניין **להב**, לעיל ה"ש 11, פסי' 29: "המשיבים טענו כי קבלת פרשנותו של המבקש תביא לפגיעה חמורה בוודאות וביציבות במשק. זאת משום שעל פי הדין הנוהג היום בחינת השאלה אם התקיים מבחן הרווח היא בחינה פשוטה וטכנית שנחתכת לפי נתונים ברורים. כאמור לעיל, אף אני סבורה כי יש לבצע את הבחינה על פי נתונים ברורים, ורק כאשר הם קיימים וידועים לדירקטוריון, אסור לו להתעלם מהם. לכן, קבלת עמדתו הפרשנית של המבקש לא תפגע בוודאות וביציבות".

⁸¹ עניין **להב**, לעיל ה"ש 11, פסי' 21-18.

⁸² עניין **בבילון**, לעיל ה"ש 74, פסי' 18 לפסק דינה של השופטת (כתוארה אז) חיות: "ובענייננו – דומה כי נוכח התכליות שאותן מיועדת חובת הדיווח המיידית להגשים – הגנה על המשקיעים, שמירה על יעילות שוק ההון והממשל התאגידי והצורך למנוע התנהגות מניפולטיבית של נושאי המשרה בתאגיד, מן הראוי לאמץ גם לעניין ידיעת התאגיד המקימה חובת דיווח מיידית את הפירוש לפיו 'ידיעה' – גם עצימת עיניים של מי מנושאי המשרה במשמע. תוצאת אחרת חוטאת בעיני לתכליתו של הדיווח המיידית וחמור מכך – יש בה כדי לכרסם במהימנות הדיווחים, משום שהיא משלימה עם העדר פעולה לבידור עובדות מהותיות על מנת לחמוק מגילוי, גם במצבים שבהם העדר הפעולה מתאפיינת בעצימת עיניים ואטימית אוזניים בשל החשש לדעת".

⁸³ סי' 252-254 לחוק החברות; בעניין **להב** נקבע כי התעלמות ממידע מסוג זה עולה גם כדי הפרה של חובת תום הלב, אולם ביחס לקביעה זו הובעה ביקורת אקדמית הנוגעת לפרשנותו ומקומו של המונח "תום לב" במערך החובות החלות על נושאי משרה בישראל. ראו פינגבאום ורבינוביץ', לעיל ה"ש 37.

החלוקה, על פני הדברים, נפקות ממשית. על-כן, אין זה מפתיע כי בעניין **להב** הוזכר פרק הזמן שבין המועד בו נדונה החלוקה לבין מועד פרסום הדוחות הכספיים העתידיים (שבועיים) – רק בשולי ההחלטה.⁸⁴

אולם, שונים הדברים כאשר מדובר "רק" באירוע ממנו עולה ברמה גבוהה מאד של סבירות כי חל שינוי במצבה הכלכלי של החברה ממועד פרסום דוחותיה הכספיים האחרונים. הגם שלא מדובר בשיקול ראשון במעלה, ניתן לטעמנו במצב זה לראות במועד קבלת החלטת החלוקה ובחינת המידע כמבחן עזר בעל משקל מצומצם בלבד. כך, חרף החשד המתעורר מקום בו החלטת החלוקה התקבלה דווקא בסמוך למועד פרסום הדוחות הכספיים, יהא זה שגוי לטעמנו להרתיע באופן גורף דירקטורים מלהורות על חלוקה אך בשל סמיכות למועד פרסום הדוחות הכספיים (וכפועל יוצא לגרוע מן הגמישות שהעניק להם המחוקק) – ומכך נובע הצורך במתן משקל מצומצם בלבד לשיקול זה.

על-כן, בהינתן פרק הזמן הנרחב המוקצה לחברות ציבוריות לשם עריכת ופרסום דוחותיהן הכספיים,⁸⁵ אנו סבורים כי ככל שהחלטת החלוקה התקבלה (לאחר בחינת ה-"אירוע העתידי") בסמוך יותר לתום תקופת הדיווח (ורחוק יותר ממועד פרסום הדוחות הכספיים) – יש בכך כדי לגרוע, במידה מה, מהסתברות השפעתו של ה-"אירוע העתידי" על מצבה הכלכלי של החברה; שכן, לא מן הנמנע כי במועד זה טרם נבחנו לעומק תוצאות תקופת הדיווח, וכפועל יוצא לא התקבלה תמונה בהירה בדבר השינויים (ככל שהתרחשו) במצבה הכלכלי של החברה.⁸⁶

ה. סיכום

הגם שמבחן הרווח נתפש כמבחן טכני ומשני הנסוג בפני מבחן יכולת הפירעון, החל ממועד הקמתה של המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל-אביב נדונו מספר הליכים שבליתם ניצבה שאלת יישומו הנכון של מבחן הרווח. כפי שהראינו, מבחן הרווח יונק את תוכנו מהנתונים הטמונים בדוחות הכספיים של החברה – אשר מתפרסמים רק כחודשיים (למצער) לאחר תום תקופת הדיווח הרלבנטית; ולפיכך, קיים פער תמידי, אינהרנטי, בין מועד פרסום הדוחות הכספיים לבין תום תקופת הדיווח (אליה מתייחסים הדוחות הכספיים).

בבואו להחיל את מבחן הרווח (כחלק מתהליך קבלת החלטה בדבר חלוקת דיבידנד), פונה דירקטוריון החברה, בראש ובראשונה, לדוחותיה הכספיים העדכניים. ככל שמועד בחינה זה נמנה בתקופה בה נערכת החברה לפרסום הדוחות הכספיים ("תקופת הפער"), עשוי הדירקטוריון לעמוד בפני מכשול אשר לאופן יישומו הראוי של מבחן הרווח, בדמות מידע הנוגע ל-"אירוע עתידי" – כפי שאירע בעניין **להב** ובעניין **ברוט**.

במאמר זה בחנו את האופן בו התמודדו בתי המשפט עם המכשול האמור במסגרת שני הליכים משמעותיים שנדונו בפני המחלקה הכלכלית, וכן את הקווים המנחים שנקבעו בגדרי ההכרעות בהליכים אלו – לאורם מכלכלים הגורמים הרלבנטיים בשוק ההון את צעדיהם כיום. בכלל זאת, הצבענו על אי-הוודאות השוררת בשוק ההון המקומי ביחס לאופן בחינתו של "אירוע עתידי" טרם קבלת החלטת חלוקה – וזאת בשל האופן השונה בו פורשו הקביעות השיפוטיות בעניין **להב** ובעניין **ברוט**. נקודת המוצא לדיוננו הייתה כי דווקא בשל הקונצנזוס הרחב בדבר כוונת המחוקק לקבוע מבחן טכני ופשוט, עצם קיומה של אי-ודאות כלשהי ביחס

⁸⁴ עניין **להב**, לעיל ה"ש 11, פס' 31; כך גם, בשולי פסק הדין בעניין **ברוט** הודגש כי החלוקה אושרה למעלה מתודשיים טרם פרסום הדוחות הכספיים. על-כן, בשני המקרים מועד קבלת החלטת החלוקה לא סווג כטעם מרכזי לקביעות בית המשפט. עניין **ברוט**, לעיל ה"ש 11, פס' 38.

⁸⁵ ה"ש 52 לעיל.

⁸⁶ ה"ש 84 לעיל.

לאופן יישומו טומנת בחובה פגיעה ממשית בתכלית אותה נועד מבחן הרווח לקדם – בפרט נוכח האפשרות להטלת אחריות אישית על דירקטורים בגין חלוקה אסורה.

על-כן, הצבענו על נקודות הדמיון ועל נקודות השוני בין הקביעות בעניין **להב** לבין הקביעות בעניין **ברוט**, ובהתבסס על אלו ביקשנו להציע אמות מידה וקווים מנחים לצורך בחינתו של מבחן הרווח בצל "אירוע עתידי" – הן על-ידי דירקטורים ויועצים משפטיים מראש, הן על-ידי בתי המשפט בדיעבד. במסגרת הדיון באמות המידה כאמור, הראנו כי פרשנות מצומצמת לחריג שעניינו ב-"אירוע עתידי" איננה מיטיבה רק עם ציבור הדירקטורים, אלא עם כלל בעלי העניין בחברה.