



רשות ניירות ערך ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידיים

יחידת הביקורת

דוח ריכוז ממצאים בנושא חלוקת דיבידנדים ורכישה עצמית של מניות

יוני 2015

יחידת הביקורת של מחלקת תאגידיים (להלן- "סגל הרשות") ביצעה ביקורת רחב בנושא חלוקת דיבידנדים ורכישות עצמיות של מניות במדגם שכלל 6 תאגידיים מדווחים שחילקו דיבידנדים ומתוכם 2 תאגידיים אשר ביצעו בנוסף גם רכישה עצמית של מניות. החלוקות שנבחנו התייחסו בעיקר לשנים 2012-2013 אך בחלקן גם לשנים קודמות.

במסגרת הביקורות נבחנו תהליכי קבלת ההחלטות על חלוקת הדיבידנד, אישור תוכניות לרכישה עצמית של מניות ודרך ביצוען, ובכלל זה האופן בו בחן הדירקטוריון את עמידת החברה במבחן הרווח ובמבחן יכולת הפירעון, כהגדרתם בסעיף 302 לחוק החברות התשנ"ט – 1999 (להלן-"חוק החברות").

בנוסף, בחן סגל הרשות את היקף הגילוי שניתן בנוגע לחלוקה והתאמתו לאמור בתקנה 37(א)(1) לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים), התש"ל - 1970 (להלן-"תקנות הדוחות") או מכוח הנחיית גילוי של רשות ניירות ערך בהתאם לסעיף 36(ב) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968 (להלן-"החוק") בדבר "גילוי בעת החלטה על חלוקת דיבידנד", בחלוקות שקדמו להתקנת התקנה בחודש אוגוסט 2011.

דוח זה יפרט את הסוגיות שעלו בביקורות אלו, לרבות התייחסות סגל הרשות אליהן. מטרת דוח ריכוז הממצאים היא להביא בפני ציבור התאגידיים המדווחים את עמדות סגל הרשות בעניינים אלה כדי לתרום לשיפור התנהלותם ולטיוב הדרך שבה ייושמו הוראות הדין (Best Practice). יודגש, כי במסגרת הביקורות לא נבחנה עמידת החברות במבחן יכולת הפירעון, אלא רק הליך אישור החלוקה.

רקע

סעיף 302(א) לחוק החברות קובע את הכלל הבא בביצוע חלוקה על ידי חברה:

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

בנוסף נקבע בסעיף 301(ב) לחוק החברות כי חלוקה שאינה עומדת במבחנים שנקבעו בחוק החברות מהווה "חלוקה אסורה". בהתאם להוראות סעיף 310 לחוק החברות חלוקה כאמור עשויה להביא לכך שבעל מניות יידרש להשיב לחברה את שקיבל. כן קובע סעיף 311 לחוק החברות את מידת אחריות הדירקטורים של החברה לחלוקה אסורה.

חוק החברות מבחין באופן ברור בין חלוקה מותרת לאסורה: כל חלוקה שאינה מותרת (כלומר שאינה עומדת בהוראות הפרק השני לחלק השביעי), תהא חלוקה אסורה. בכפוף לסייגים הקבועים בסעיף 311 לחוק החברות, בוצעה חלוקה אסורה, יראו את מי שהיה דירקטור בחברה במועד החלוקה כמי שהפר את חובות הזהירות והאמונים.

דרישות הגילוי

בהתאם לתקנה 37(א)(1) לתקנות הדוחות (להלן – "התקנה") יובאו פרטים בדבר הבחינה שערך הדירקטוריון בעת קבלת החלטה על החלוקה בקשר עם עמידת התאגיד במבחן הרווח ובמבחן יכולת הפירעון, ובכלל זה:

א. אישור הדירקטוריון בדבר עמידת התאגיד בכל מבחני החלוקה.

ב. מהות, אופי וטיב המידע שבחן הדירקטוריון בבואו לאשר את החלוקה, ובכלל זה הפרמטרים שנבחנו בקשר עם עמידת התאגיד בכל מבחני החלוקה.

ג. נימוקי הדירקטוריון לאישור החלוקה, ופרטים בדבר הבחינה שערך בקשר עם השפעת החלוקה על מצבו הכספי של התאגיד, ובכלל זה מבנה ההון של התאגיד, רמת המינוף שלו, עמידתו בדרישות הפיננסיות ומגבלות המוטלות עליו ומצב נזילותו, וכן השלכותיה על פעילותו של התאגיד במתכונתו הקיימת, לרבות השפעתה על תכניות השקעה של התאגיד שלגביהן נתן גילוי בעבר.

ד. הסתמך הדירקטוריון על יכולת התאגיד לממש נכסים או על מקורות כספיים הנובעים מחברות שהתאגיד מחזיק בהן, תובא התייחסות נפרדת ליכולת זו ולמקורות שהובאו בחשבון, תוך הבחנה בין נכסי התאגיד לבין המקורות הכספיים הנובעים מחברות כאמור.

יצוין כי התקנה עיגנה את הנחיית הגילוי מיום 6 באוגוסט 2009¹ והיא נכנסה לתוקפה בחודש אוגוסט 2011.

¹ גילוי בעת החלטה על חלוקת דיבידנד, הנחיה לפי סעיף 36א(ב) לחוק.

הסוגיות שעלו במסגרת הביקורת

1. בחינת יכולת הפירעון באמצעות תזרים מזומנים חזוי שאינו בוחן את כלל החבויות

הצפויות

על מנת לעמוד בהוראות סעיף 302 לחוק החברות, במהלך בחינת יכולת הפירעון על דירקטוריון החברה להביא בחשבון את מכלול העובדות והפרטים הרלוונטיים למצבה של החברה וליכולתה לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומן. סעיף 302 אינו מגביל את הבחינה לפרק זמן מסוים, ולכן הבחינה צריכה להתבצע על פי נסיבותיה של החברה, ואינה מתמצה בהכרח בבחינת תזרים מזומנים חזוי לתקופה של שנתיים בלבד.

מבדיקתנו עולה כי בחלק מהחברות שבהן בוצעה הביקורת, דירקטוריון החברה הסתמך בבחינתו את יכולת הפירעון על תזרים מזומנים חזוי לתקופה של כשנתיים שלאחר מועד אישור וביצוע החלוקה, כאשר לעיתים נבחנו מספר רבעונים נוספים על השנתיים ולעיתים נבחנה תקופה קצרה משנתיים (יצוין כי במסגרת התקופות שנבחנו כאמור לעיל במסגרת תזרים המזומנים החזוי, ברבים מהמקרים אמורות היו להיפרע כ- 40% בלבד מהתחייבויות התאגיד). במסגרת הבחינה שנעשתה לא בוצע מבחן משלים נוסף לתקופה שלאחר השנתיים שהוצגו במסגרת תזרים המזומנים החזוי, בעוד שכאמור מבחן יכולת הפירעון אינו מגדיר דווקא תקופה של שנתיים לשם בחינת יכולת עמידה בחבויות בתקופה זו.

השימוש בתזרים מזומנים חזוי הינו חלק ממבחן הנזילות וככזה יש מקום לבצע בנסיבות המתאימות בחינות נוספות ומשלימות למבחן הנזילות. כדוגמה לבחינות הנוספות שראוי לעיתים לבצע ניתן למנות את בדיקת רמת הנזילות הצפויה לאחר תקופת תזרים המזומנים החזוי, זאת בין היתר על מנת לוודא שלחברה אפשרות להפיק תזרים מזומנים עתידי גם לאחר תקופת התזרים החזוי שנבחנה וכן בחינה של יחסים כלכליים או מודלים משלימים אחרים הבוחנים את יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה הצפויות בעתיד. האמור מקבל משנה תוקף כאשר לחברה פירעונות משמעותיים (כפי שהוזכר קודם לכן כ- 60% מהתחייבויותיה) לאחר תקופת התזרים הנבחנת. לדעת סגל הרשות, חברה הצפויה להידרש לבצע פירעון משמעותי של התחייבויות לאחר שנתיים וחצי ממועד החלוקה, אינה יכולה להסתפק בבחינת יכולת הפירעון לתקופה של שנתיים בלבד, ולהתעלם מהשאלה כיצד תפרע התחייבויות בסמיכות לתקופה זו.

בדומה, חברה שישנה אי ודאות משמעותית לגבי המשך פעילותה במתכונת הקיימת לאורך זמן, אינה יכולה לקיים הערכה של תזרים המזומנים הצפוי בשנתיים הקרובות בלבד, ולהתעלם מקשיים ביכולת הפירעון הצפויים ביחס להתחייבויות מאוחרות יותר.

כמו כן, יובהר כי היקף הבדיקה תלוי בנסיבות הרלבנטיות, ובהן אופי פעילות החברה, היקף הדיבידנד, מצבת ההתחייבויות של החברה והערכת המקורות לפירעון.

טענות החברות² ועמדת סגל הרשות בנוגע לטענות שהועלו בהקשר זה

א. בחינת תזרים המזומנים החזוי בוצע בהתבסס על תקנה 10(ב)(14) לתקנות הדוחות

טענת החברות: לפי תקנה 10(ב)(14) לתקנות הדוחות, אפילו במצבים של משבר מהותי בחברה, אשר מתקיימים בה סימני אזהרה, היא נדרשת להציג תזרים מזומנים חזוי לשנתיים הבאות לאחר תום תקופת הדיווח, ולא מעבר לכך. יתרה מכך, מעיון בטיטת תיקון התקנה בנושא עיגון הנחיית הגילוי הנדרש בדוח תזרים מזומנים חזוי שפורסמה על ידי רשות ניירות ערך להערות הציבור בחודש יוני 2012, שבמסגרתו הוצע התיקון האמור לתקנה 10(ב)(14), עולה בברור כי בדומה לרציונל בבסיס סעיף 302 לחוק החברות גם מטרתה של תקנה 10(ב)(14) הנה הענקת הגנה לנושי החברה, באמצעות גילוי המידע האמור, ולפיכך, בהחלט ניתן להקיש מכאן על ערכו הנמוך של תזרים מזומנים חזוי לתקופות ארוכות משנתיים.

עמדת סגל הרשות: סגל הרשות מבקש להבהיר בהקשר זה כי הדרישה בתקנה 10(ב)(14) לתקנות הדוחות, ליתן גילוי אודות תזרים המזומנים החזוי לתקופה של שנתיים ממועד הדוחות הכספיים במסגרת דוח הדירקטוריון, במקרים בהם מתקיימים סימני אזהרה, נועדה לתת לציבור מחזיקי אגרות החוב של החברה גילוי איכותי וכמותי באשר לתוכניות החברה בקשר עם עמידתה בהתחייבויותיה בטווח הקצר בלבד.

המטרה העיקרית בבסיס דרישת גילוי זו הינה הגברת יכולת התמחור של נייר הערך המצוי בידי מחזיקי אגרות החוב, נוכח סימני אזהרה שעולים מדוחות החברה. מנגד מטרת סעיף 302 לחוק החברות הינה לספק הגנה לנושי החברה.

במידה ולאחר החלוקה לא תוכל החברה לפרוע את מלוא התחייבויותיה כלפי נושיה, תעביר החלוקה את בעלי המניות לקדמת סדר העדיפויות התאגידי וזאת בניגוד לסדרי הנשייה הקובעים כי נושי החברה אמורים להיפרע במלואם בטרם יזכו בעלי המניות להחזר כלשהו על השקעתם ההונית.³

² אנו נציין להלן "טענות החברות" גם מקום בו מדובר רק על חלק מהחברות או אף חברה אחת בלבד.
³ ד' האן "חלוקה לבעלי מניות ושמירת ההון (הערה להצעת חוק החברות)" **שערי משפט** א(3) (תשנ"ח) 316.

לאור כך, לעמדת סגל הרשות דרישת סעיף 302 לחוק החברות הינה ברורה ואינה משתמעת לשתי פנים: חברה רשאית לבצע חלוקה רק מקום שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תימנע מהחברה לעמוד בהתחייבויותיה⁴ הקיימות והצפויות בהגיע מועד פירעון. הבחינה הנדרשת אינה מוגבלת לפיכך לחלק מההתחייבויות או בסד זמנים ספציפיים, וצריכה כאמור להתבצע על פי נסיבות העניין הרלבנטיות לחברה.

לעמדת סגל הרשות, לא ניתן להקיש בכל מקרה מתקופת התזרים החזוי בדרישת הגילוי בתקנות הדוחות לתקופת התזרים החזוי לצורכי בחינת יכולת הפירעון.

ב. אנלוגיה לתקן חשבונאות בינלאומי 1 (IAS 1) בעת הערכת הנחת העסק החי

טענת החברות: בהתאם לסעיף 26 ל- IAS 1 בעת הערכת נאותות הנחת העסק החי, על הנהלת החברה להביא בחשבון את כל המידע הניתן להשגה לגבי העתיד, שהוא לפחות ל- 12 חודשים מסוף תקופת הדיווח. אף אם נחמיר ונלך לפי גישת הרשות לבחינת העסק החי, תקופת תחזית תזרים המזומנים הצפוי הנדרשת הינה 24 חודשים ממועד הדיווח.

עמדת סגל הרשות: בהקשר זה נציין כי ישנם שני הבדלים מהותיים בין מבחן יכולת הפירעון לבין מבחן הנחת העסק החי:

(א) תקופת הבחינה - הנחת העסק החי הינה, בחינה של המשך הפעילות העסקית במתכונת הנוכחית, בשילוב בחינת הנזילות ויכולת הפירעון לתקופה של העתיד הנראה לעין (תקופת זמן של לפחות 12 חודשים מסוף תקופת הדיווח אשר בנסיבות מסוימות מתארכת לתקופה ארוכה יותר מ- 12 חודשים). זאת, בשונה ממבחן יכולת הפירעון שאינו מוגבל על פי לשונו בזמן ואשר נועד לשרת תכלית אחרת, המחייבת בחינה של תקופה עתידית לפי נסיבות העניין, אשר אינה מוגבלת לעתיד הנראה לעין בלבד, כמשמעות מונח זה בכללי החשבונאות ותקני הביקורת המקובלים.

(ב) ההסתברות הנבחנת כמו גם מהות המבחן - במבחן יכולת הפירעון נבדק האם מתקיים "חשש סביר" לאי עמידת הישות בהתחייבויותיה הקיימות והצפויות ואילו במבחן העסק החי נבחן מבחן "הספקות המשמעותיים" להמשך קיומה של הישות כעסק חי. מדובר בשני מבחנים שונים שאם נעמיד אותם על ציר הזמן ניווכח כי קיום חשש סביר מוקדם לספקות המשמעותיים, שכן חשש סביר מכוון לרמת הסתברות נמוכה יותר לאי

⁴ במקור אף חבויותיה, שהינה הגדרה רחבה יותר מהתחייבויות.

עמידה בהתחייבויות בעוד שמבחן הספקות המשמעותיים מכוון לרמת הסתברות גבוהה יותר.

ג. בחינת יכולת הפירעון לתקופה העולה על שנתיים (באמצעות תזרים מזומנים חזוי)

טענת החברות: אין זה מעשי ואף אין זה מקובל בקרב החברות המובילות במשק הישראלי, להכין תזרים מזומנים לתקופה העולה על שנתיים (ותקופת החוב הכוללת של התאגיד אינה מעלה או מורידה לעניין זה).

תזרים מזומנים לטווח ארוך יותר, ישען בהכרח על הנחות לא וודאיות ולכן ערכו המעשי ממילא נמוך ביותר.

בנוסף, תזרים מזומנים לטווח ארוך עשוי "לכלול" שכפול אוטומטי של ההנחות המשמשות לבדיקת הטווח הקצר, באופן שיהפוך אותו למלאכותי במידה רבה.

עמדת סגל הרשות: סגל הרשות סבור כי עריכת תזרים מזומנים חזוי הינו כלי אחד מני רבים עת מבקשת החברה לבחון את יכולת הפירעון, במידה והחברה סבורה כי ישנו קושי להתבסס על תזרים מזומנים חזוי לתקופה העולה על שנתיים, עליה לבצע פעולות משלימות/מבחנים משלימים (מודלים כלכליים כדוגמת NAV מתואם⁵) הבאים לבחון את יכולת הפירעון העתידית של החברה (לאחר תום תקופת התזרים החזוי שנבחנה).

זאת ועוד, מהאמור בתקן חשבונאות בינלאומי 36 (IAS 36) ניתן ללמוד כי קיימת אפשרות לעריכת תחזית לפרק זמן של עד 5 שנים (ובוודאי פרק זמן העולה על שנתיים) ובמקרה של יישום IAS 36, חברות אף רשאיות לעשות כן.

כמו כן, ראוי לציין כי במספר מקרים בהם ביקשו חברות לבצע חלוקה בהתאם לסעיף 303 לחוק החברות, באמצעות פניה לבית המשפט לאישור חלוקת דיבידנד, בחינת יכולת הפירעון נערכה לתקופות זמן העולות על שנתיים ואף הגיעו במספר מקרים לתקופה של חמש שנים.

למעלה מן הצורך ראוי לציין בהקשר זה כי סגל הרשות סבור כי לא קיים הבדל בבחינת יכולת הפירעון בעת חלוקה על פי סעיף 302 לחוק החברות וחלוקה על פי סעיף 303 לחוק החברות (חלוקה באישור בית משפט מקום בו חברה אינה מקיימת את מבחן הרווח).

⁵ NAV מתואם לתום תקופת התזרים המשקף בתוכו את הנחות התזרים.

ד. הון עצמי חיובי מפחית את הצורך בהצגת תזרים מזומנים חזוי לתקופה העולה על שנתיים

טענת החברות: הון עצמי חיובי מעיד על יכולת הפירעון של החברה לתקופות שמעבר לתקופת תזרים המזומנים החזוי, בהינתן שהחברה בעלת נכסים ששווים עולה באופן מובהק על התחייבויותיה. כמו כן, ההון העצמי מייצג רף תחתון לשווי הנכסי הנקי של החברה (NAV), מכיוון שלרוב שווים ההוגן של הנכסים עולה או שווה על שווים בספרים.

עמדת סגל הרשות: הון עצמי משמעותי אינו פוטר את דירקטוריון החברה מבחינת יכולת פירעון של כלל חבויותיה.

יחד עם זאת ברי, כי החשש ביחס ליכולת הפירעון של החברה עקב החלוקה קטן, מקום בו לחברה איתנות פיננסית בדמות הון עצמי משמעותי.

ה. טענות בנוגע למהותיות סכום החלוקה

טענת החברות: סכום הדיבידנד שחולק הינו זניח או לא מהותי בהשוואה לכל פרמטר רלבנטי, בין אם לסך הנכסים באותה עת, בין אם לסך הנכסים השוטפים באותה עת ובין אם להונה העצמי של החברה.

ציפייה מהדירקטוריון לבחון השפעה של חלוקה בהיקף זניח או לא מהותי על יכולת החברה להתחיל ולפרוע את התחייבויותיה החל משנתיים לאחר חלוקת הדיבידנד, בסביבה העסקית הדינאמית בה החברה פועלת וכאשר לא ידוע לדירקטוריון על קושי מיוחד בעסקי החברה או בנכסיה או בנגישותה לשוק ההון ולגופים המממנים ובהתאם יכולתה למחזר את המימון החיצוני שהיא נוהגת לקבל ולחדש במשך שנות פעילותה, נראית על פניה כציפייה בלתי סבירה.

עמדת סגל הרשות: בהתאם להוראות חוק החברות, חלוקה בהיקף נמוך אינה פוטר את דירקטוריון החברה מאחריותו לבחינת יכולת הפירעון של החברה. יחד עם זאת ברי, כי החשש ביחס ליכולת הפירעון של החברה עקב החלוקה קטן, מקום בו החלוקה בהיקף נמוך.

1. היכרות טובה ומעמיקה של חברי הדירקטוריון עם הפעילות העסקית, איכות הנכסים וההתחייבויות הצפויות של החברה

טענת החברות: במסגרת אחת הביקורות עלתה הטענה כי המדיניות העסקית והחשבונאית הננקטת על ידי דירקטוריון החברה, הנה מדיניות שקולה אחראית ושמרנית. בתאריך קבלת ההחלטה על חלוקת הדיבידנד לא היו כל סימנים המעידים על כך שהחברה לא תוכל להמשיך לפעול באופן בו היא פועלת מזה עשרות רבות בשנים. כאשר הדירקטוריון בוחן את יכולת החברה לחלק דיבידנד, ובהיעדר כל מידע המרמז על קושי עתידי צפוי, אך טבעי שהדירקטוריון יבחן יותר לעומק את היכולת לעמוד ללא סייג בהתחייבויות בשנתיים הקרובות ולא בתקופה שהיא מעבר לטווח הצפי הסביר שלו.

עמדת סגל הרשות: חוק החברות אינו מגביל את פרק הזמן לבחינת יכולת הפירעון וגם אם החברה בטוחה שהיא עומדת במבחן יכולת הפירעון, אין הדבר פוטר את הדירקטוריון מאחריותו לביצוע בחינה בפועל של יכולת הפירעון המותאמת לנסיבות העניין.

2. **אי מתן התייחסות לאירועים/סיכונים העלולים להשפיע לרעה על תוצאות הפעילות של החברות**

מהביקורת עולה כי חברות אינן נוהגות במסגרת הליכי אישור החלוקה לבחון בדירקטוריון תרחישים נוספים המבוססים על התרחשות אירועים שונים, בין היתר חיצוניים לחברה, אשר ככל ויתרחשו הם עשויים להשפיע על יכולת הפירעון של החברה.

סגל הרשות סבור כי במסגרת הבחינה שמבצע הדירקטוריון להעדר קיומו של חשבון סביר רצוי כי יבסס את התקיימות המבחן בין היתר באמצעות ניתוחי רגישות לתרחישים שונים שבחן ובכלל זה כאשר מבצע הדירקטוריון את פעולות ההערכה של השפעת חלוקת הדיבידנד על יכולת הפירעון של החברה, עליו להביא בחשבון גם גורמים נוספים הצפויים להשפיע על יכולת הפירעון של החברה, לאחר החלוקה.⁶

כמו כן, יצוין כי ניתן למצוא בספרות המקצועית⁷ ובחוות דעת כלכליות שהוגשו לבית משפט בנושא חלוקת דיבידנד תימוכין נוספים לעמדה זו.

⁶ אירית חביב-סגל **דיני חברות לאחר חוק החברות החדש** כרך ב' עמוד 113-114 (2004).
⁷ Going Concern and Liquidity Risk: Guidance for Directors of UK Companies 2009

טענות החברות ועמדת סגל הרשות בנוגע לטענות שהועלו בהקשר זה

א. עודף הנכסים על התחייבויות מהווה כרית ביטחון שאמור לשמש את החברה לצורך התמודדות עם אירועים בלתי צפויים

טענת החברות: חברות רואות בהונן העצמי כמקור ראשון במעלה שיש בו כדי להעיד על איתנותן ועל יכולתן "להסתגל" לתרחישי קיצון, ולמעשה מדובר בכרית ביטחון לנושים.

עמדת סגל הרשות: לדעת סגל הרשות, עודף נכסים על התחייבויות אינו תחליף לניתוח רגישות שכן, הוא אינו מתמודד עם שינויים הנובעים מאירועים בלתי צפויים שבעטיים יכול וערכם של הנכסים יפחת וישנה את היחס בין הנכסים להתחייבויות. כמו כן, יחס הנכסים להתחייבויות אינו מביא בחשבון את נושא עיתוי מימוש הנכסים ויחס מימוש מהיר (במידה ונדרש).

ב. מחויבות לאמות מידה פיננסיות כלפי גופים מממנים או שלחילופין דירוג החוב של החברה הינו גבוה

טענת החברות: חברות הדירוג ציינו בשנה שקדמה למועד החלוקה כי רמות המינוף של החברות תואמות את רמות הדירוג של אותן חברות וכי להערכתן הדירוג צפוי להשתפר בעתיד.

כמו כן, טענו החברות כי הן עומדות באמות מידה פיננסיות שנקבעו כחלק מהסכמי המימון אליהם הן מחויבות. עוד נטען על ידי החברות כי אמות מידה אלו משקפות "כרית ביטחון" שהגופים המממנים קובעים על מנת להבטיח שיכולת הפירעון שלהן תישמר גם במצבי קיצון.

עמדת סגל הרשות: דירוג אגרות החוב של החברה על ידי חברה חיצונית או עמידה בתניות פיננסיות שנקבעו על ידי גורמים מממנים אינם פוטרים את דירקטוריון החברה מלבחון את יכולת הפירעון באופן מעמיק וממצה. כמו כן, יצוין בהקשר זה כי לרוב, דירוג החוב של החברה אינו מבוצע/מאושרר במועד החלוקה והוא אינו מהווה תחליף לבחינה עצמית של החברה בנוגע ליכולת הפירעון. בנוסף, קביעת ההתניות הפיננסיות נערכת כחלק מניהול סיכוני האשראי של הגוף המממן (נכון למועד מתן האשראי), ועל כן, אין לראות בנתונים אלו חלק משמעותי ממבחן יכולת הפירעון במועד החלוקה.

3. **ביצוע ניתוח רגישות אשר אינו כולל בחינת שינויים בהנחות בעלות פוטנציאל השפעה מהותי**

בבדיקתנו עלה כי חברה ערכה ניתוח רגישות לתזרים המזומנים החזוי במטרה לבחון את עמידתה של החברה במבחן יכולת הפירעון. יחד עם זאת, מצאנו כי בעת ביצוע ניתוח הרגישות לא נלקחו בחשבון גורמים קריטיים שצוינו במסגרת דוחותיה התקופתיים של החברה כגורמי סיכון משמעותיים.

עוד עלה מבדיקת ההנחות ששימשו לצורך ניתוח הרגישות באחת מהחברות שנדגמו בביקורת כי במסגרת מבחן הרגישות הוצג תרחיש הכולל השפעת שינוי ברווחיות של מוצר המהווה אחוז משמעותי ממכירות החברה, בעוד שהתרחיש אינו כולל השפעת שינויים ברווחיות של מוצרים מובילים נוספים המשוקים על ידי החברה.

כמו כן, לא נערך תרחיש המביא בחשבון עיכוב בתאריך הפעלת קו ייצור חדש אשר עיכוב בהפעלתו לא יביא לשיפור החזוי ביעילות הייצור של החברה וכפועל יוצא ברווחיותה, בשים לב שהשפעת החיסכון בהפעלת קו הייצור נכללה במסגרת ההנחות שעמדו בבסיס תזרים המזומנים החזוי שהוצג בפני הדירקטוריון.

טענת החברה: ניתוח רגישות נעשה ביחס לתרחישים שונים שהאפשרות להתרחשותם קיימת, אך לדעת החברה, הינם בסבירות נמוכה יותר, מהסבירות של התרחיש עליו מתבססת החברה. ברור לכל, שתמיד קיים סט של תחזיות רווח בהם תזרים מזומנים חזוי עשוי להצביע על אי עמידה במבחן יכולת הפירעון.

יצוין, כי תזרים המזומנים כולל ניתוחי רגישות למצבים של עלייה במחירי התשומות של הייצור אשר מצידם, משפיעים על הרווחיות של החברה.

בפועל הוצג ניתוח רגישות הכולל את התוצאות החזויות של החברה בתרחישים שונים, ואין זה משנה אם הגורם המשפיע על הרווחיות היה כזה או אחר.

כמו כן, במועד אישור החלוקה החברה לא צפתה שיהיה עיכוב משמעותי בהפעלת קו הייצור, שיהיה בו כדי לשנות באופן משמעותי את התזרים החזוי. העובדה שהחברה ציינה עניין זה כסיכון בדוחותיה אינה מעלה או מורידה שכן בפירוט גורמי הסיכון החברה איננה מתחשבת בהסתברות התרחשותו של האירוע.

עמדת סגל הרשות: לאור הנחות החברה בנוגע לסיכונים החלים עליה ואשר הוצגו במסגרת דוחותיה התקופתיים, נראה כי על פניו, על מנת לשלול את החשש הסביר כי החלוקה תמנע מן החברה את יכולתה לעמוד בחביוותיה, ראוי היה להביא בחשבון גורמים ותרחישים שונים, לרבות אירועים חיצוניים לחברה, אשר צפויים להשפיע על יכולת הפירעון של החברה בכללותה, לרבות ניתוחי רגישות בתנאי שוק שונים, כדוגמת שינוי ברווחיות המוצרים בכללותם ולא רק התייחסות לשינוי ברווחיות של מוצר ספציפי, וכן עיכוב בהפעלת קו הייצור החדש במיוחד לאור הסתמכותה של

החברה על כך. יצוין, כי גורמים אלו התבררו לבסוף כגורמים קריטיים אשר השפיעו באופן מהותי על תוצאות החברה ואי העמידה בתחזיותיה.

4. שימוש בהנחות אופטימיות לצורך תזרים המזומנים החזוי

דוגמא א

במסגרת דוח תזרים המזומנים החזוי הוצג תזרים חיובי ממימוש נכס מקרקעין אשר על פניו, אינו משקף את מצבו התכנוני של הנכס למועד עריכת תזרים המזומנים החזוי וכפועל יוצא את שוויו של הנכס נכון לאותו המועד. זאת לאור העובדה כי תזרים המזומנים החזוי התבסס על הנחה שבקשת שינוי התב"ע שהוגשה לעירייה תאושר במלואה, וזאת מבלי שנלקחה בחשבון ההסתברות שהתב"ע שהוגשה לא תאושר או שתאושר בחלקה, ובנוסף גם לא הובא בחשבון במסגרת תזרים המזומנים החזוי עיתוי סיום הליך ההשבחה, שכן גם אורך תקופת תהליך ההשבחה אמור להשתקלל בשוויו של הנכס ופועל יוצא מכך גם בתזרים המזומנים שניתן להניח באופן סביר שהנכס יפיק.

טענת החברה: בהתחשב במיקום ובאופי התוכנית, ועל בסיס ניסיון העבר הרב של החברה, הנהלת החברה עובר למועד קבלת ההחלטה בדבר החלוקה, הייתה בדעה כי לא צפויות התנגדויות מהותיות.

כפי שצוין על ידי סגל הרשות, אין מניעה להניח במסגרת מדידת שווי הוגן שינוי ייעוד או תכנון, כל עוד נלקחת בחשבון גם ההסתברות להשלמתו, ובכפוף לקיומן של נסיבות המצביעות על ההיתכנות לביצוע השינוי. בהתחשב בנסיבות המפורטות לעיל, ולרבות החשיבות המכרעת של התב"ע לעירייה ולוועדה המחוזית, הנחת אישור התב"ע לצורך תזרים המזומנים החזוי אשר הוצג בפני הדירקטוריון במועד החלוקה הייתה מבוססת דיה, שכן לאור האמור לעיל, ההיתכנות לביצוע השינוי התכנוני, היינו מתן תוקף לתב"ע, הייתה ועודנה גבוהה מאוד.

עמדת סגל הרשות: ככלל, בעת הכנת תזרים מזומנים חזוי על החברה היה להניח מימוש נכסים לפי שווים ההוגן בעת עריכת התזרים החזוי. לקיחה בחשבון של תרחישים אופטימיים עלולה לחטוא למטרת תחזית התזרים בעת בחינת יכולת הפירעון של החברה ולהביא לידי כך שמחיר הנכס יוצג במסגרת התזרים שלא בהתאם לשוויו ההוגן.

בהקשר לכך, לרוב השווי ההוגן של נכס לא פיננסי מביא בחשבון את מצבו המשפטי הנוכחי (legally permissible). בכלל זה, ראוי להניח במסגרת המדידה שינוי ייעוד או תכנון, כל עוד נלקחת בחשבון גם **ההסתברות להשלמתו**, ובכפוף לקיומן של נסיבות המצביעות על ההיתכנות לביצוע השינוי (ראו לדוגמה IE7-IE8, IFRS 13).

במקרה הנדון החברה הציגה בפני הדירקטוריון את שווי מכירת הזכויות בקרקע תחת ההנחה שהשינוי התכנוני יושלם במלואו, וזאת תוך ייחוס משקל של 100%

לתרחיש זה ומבלי שנלקחה בחשבון ההסתברות להתממשותו, היינו החברה לא שקללה בתזרים המזומנים החזוי את ההסתברות שהתבי"ע לא תאושר או שתאושר בחלקה, כמו גם את עיתוי סיום הליך ההשבחה שכן אורך תקופת תהליך ההשבחה אמור להשתקלל גם הוא בשווי ההוגן של הנכס.

דוגמא ב

ביקשנו לבחון סבירות של מספר הנחות ונתונים שהציגה חברה בתזרים המזומנים שהוצג לדירקטוריון בישיבה במסגרתה אושרה החלוקה. במסגרת בדיקתנו בחנו שתי הנחות תזרימיות המהוות כ- 65% מיתרת הסגירה של המזומנים ושווי מזומנים בתום תקופת התזרים החזוי.

ההנחות נמצאו בעייתיות במיוחד על רקע פרק הזמן הקצר שבין מועד בניית התזרים החזוי לבין מועד התבררות ההנחות כלא ברות מימוש. אחת ההנחות התבררה כלא נכונה תוך פרק זמן של כחודש מיום הצגת תזרים המזומנים בפני הדירקטוריון והנחה שניה התבררה כלא נכונה כחצי שנה לאחר הכנת תזרים המזומנים החזוי. מאחר וההנחות הנ"ל מהוות חלק משמעותי בתזרים המסקנה היא כי אין מדובר בהנחות שמרניות, ויתכן אף כי מדובר בהנחות שאינן בהכרח סבירות.

יצוין בהקשר זה כי החברה פרסמה הפניית תשומת לב לאי וודאות פיננסית ולהערת "עסק חי" מספר חודשים לאחר החלוקה וכשנתיים לאחר החלוקה בוצע הסדר נושים בחברה.

טענת החברה: במועד בו בחן הדירקטוריון את ההנחות, לא היו בידי החברה כלים להניח כי ההנחות אינן סבירות.

עמדת סגל הרשות: הגם שסביר שאומדנים והנחות יהיו שונים מהתוצאות בפועל ואין מדובר במדע מדויק, ניתן לראות כי בבדיקה שערכנו בקשר להתממשות שתי הנחות מרכזיות שבבסיס תזרים המזומנים החזוי שהחברה ערכה, מצאנו שההנחות לא התממשו בפועל ובפער משמעותי, הן מבחינת היקף הסכומים הצפויים והן מבחינת המועדים הצפויים להתרחשותם, פער שמגיע אף מעל לשנתיים בפועל, ככל שהתרחשו, דבר המעיד על כך שרמת אי הוודאות באשר להתממשות ההנחות הייתה גבוהה.

נציין עוד כי במועד הכנת תזרים המזומנים ששימש את הדירקטוריון בקבלת ההחלטה על החלוקה, היה ידוע לחברה על כך שעומדת תביעה כנגד אחת מהקרקעות אשר הונח במסגרת התזרים החזוי כי כנגדה יינתן לחברה מימון בנקאי, שלאור קיומה לא יינתן מימון מצד הבנק עד לסילוקה המוחלט.

לאור ממצאי הביקורת פרסמה החברה גילוי במסגרתו כללה תיאור בנוגע לאי העמידה בתזרים המזומנים החזוי.

5. **אי התייחסות להשלכות הורדת דירוג חוב אשר נבעה בין היתר כתוצאה מהחלוקה**

מצאנו כי במסגרת הבחינה שבוצעה על ידי דירקטוריון החברה לא נבחנה השפעת הורדת דירוג אגרות החוב של החברה על תחזיות תזרים המזומנים שלה.

טענת החברה: החברה פרסמה דיווח מיידי במקביל לפרסום על הורדת דירוג אגרות החוב בו ציינה כי היא אינה מסכימה עם ההחלטה להורדת דירוג אגרות החוב תוך מתן פירוט לעמדתה זו. כפי שדירקטוריון חברה איננו יכול להסתמך על דירוג חברת הדירוג לצורך חלוקת דיבידנד, הוא איננו צריך להימנע מחלוקת דיבידנד העומד במבחני החלוקה עקב שיקולי דירוג, למעט בנסיבות ספציפיות בהן עצם הורדת הדירוג משפיעה באופן ישיר על נזילות החברה בשל תניות פיננסיות ספציפיות וכיו"ב. החלפת שיקול דעתו של הדירקטוריון בשיקול דעתה של חברת הדירוג, עשויה להוות התפרקות של הדירקטוריון מאחריותו וסמכויותיו והעברתן לחברות הדירוג.

עמדת סגל הרשות: סגל הרשות מסכים כי האחריות לחלוקה הינה על דירקטוריון החברה ואין בהחלטת הדירוג בכדי להחליף את שיקול דעתו של הדירקטוריון, אלא עשוי להוות שיקול אחד אם בכלל מתוך שיקולים שונים אותם בוחן הדירקטוריון בעת קבלת ההחלטה על חלוקת דיבידנד.

לאור האמור ותחת ההנחה שהיה ידוע לדירקטוריון החברה טרם החלטתו ואישורו בדבר חלוקת דיבידנד, עמדתה של סוכנות הדירוג והנימוקים שבבסיס החלטתה במיוחד כשהם נוגעים באופן ישיר להחלטות אותם מקבל הדירקטוריון, צפוי שהדירקטוריון יבחן את השלכות הורדת הדירוג והשפעתו בפועל על נתוני תחזית תזרים המזומנים, כך למשל קיים סיכוי סביר כי הורדת הדירוג תביא למצב בו הוצאות המימון של החברה יגדלו לאור הסיכון הנוסף המגולם בחוב החברה בעקבות הורדת הדירוג. הוצאות המימון הנוספות הנ"ל היו צריכות לקבל ביטוי בתחזית התזרים שנבחנה למועד החלוקה, דבר שלא קרה בפועל.

6. **בחינת הגילוי שניתן אודות החלוקה**

א. חוסר בהירות בנוגע לבחינות שבוצעו על ידי הדירקטוריון אגב אישור החלוקה

במסגרת הביקורת עלה כי החברה פרסמה דוח מיידי בהתאם לדרישות הגילוי המופיעות בתקנה 37(א)(1) לתקנות הדוחות (להלן- "התקנה"), למעט ציון מפורש של העובדה כי בחינת העמידה בתניות פיננסיות לא נבחנה בפועל על ידי הדירקטוריון.

טענת החברה: הבדיקה האמורה אומנם בוצעה על ידי הנהלת החברה בלבד לקראת חלוקת הדיבידנד, אך דירקטוריון החברה בוחן בישיבותיו מדי רבעון, בעת אישור הדוחות הכספיים, את עמידתה של החברה בתניות אלה, במסגרת הדיון בדוחות הכספיים. מכיוון שכך, בדיקה זו, שנעשתה לאחרונה לפני ההחלטה על חלוקת הדיבידנד, בעת אישור הדוחות הכספיים, לא מצאה את

ביטויה בפרוטוקולים של ההחלטה על החלוקה, אך היא כן מוצאת את ביטויה בפרוטוקולים של אישור הדוחות הכספיים/תקופתיים.

עמדת סגל הרשות: הגילוי הנדרש כאמור, הוא אודות פרטים בדבר הבחינה שערך הדירקטוריון בקשר עם השפעת החלוקה על מצבו הכספי של התאגיד לרבות עמידתו בדרישות הפיננסיות ומגבלות המוטלות עליו.

הגילוי שניתן אודות פרטים אלו היה חלקי, שכן העמידה בתניות הפיננסיות הוצגה ונבחנה על ידי הדירקטוריון חודשיים לפני מועד ההחלטה על החלוקה ולא כחלק מבחינת יכולת הפירעון שבוצעה אגב ההחלטה על החלוקה, וממילא הדירקטוריון לא ערך בחינה ספציפית אגב החלוקה אודות הדרישות הפיננסיות.

ב. אי מתן גילוי בנוגע להסתמכות על מימוש נכס

מסקירת הדיווחים שפורסמו על ידי החברות בקשר עם חלוקת דיבידנדים, מצאנו כי לא ניתן גילוי בדבר הסתמכות הדירקטוריון על מימוש נכסים.

מבדיקתנו עולה כי בפרוטוקולי ישיבות הדירקטוריון הוצגו בפני הדירקטוריון תזרימי מזומנים חזויים אשר כללו מימוש נכסים. עם זאת, הנתונים בדבר מימוש הנכסים לא נכללו במסגרת הדיווח וזאת בניגוד לאמור בתקנות הדוחות.

טענת החברות: במסגרת בחינת הדירקטוריון את התקיימות מבחני החלוקה, ובכלל זה את מבחן יכולת הפירעון, בחן דירקטוריון החברה את תזרימי המזומנים, ונדונו מספר חלופות שחלקן אף הוצגו בתזרימי המזומנים החזוי. החלופות שהוצגו כאמור אינן ממצות את כלל החלופות והאפשרויות שעמדו בפני החברה לשיפור נזילותה.

בקביעתנו לפיה החלוקה עומדת במבחן יכולת הפירעון, דירקטוריון החברה לא הסתמך באופן בלעדי על אחת מהחלופות שהוצגו בתזרימי המזומנים, אלא ניתן דגש לקיומן של מגוון חלופות לשיפור נזילות. כמו כן, לא נתקבלה במסגרת ישיבת הדירקטוריון האמורה כל החלטה קונקרטית הנוגעת לאפשרות מימוש נכסים. לפיכך, על מנת שלא ליצור מצג שאינו מדויק ובכדי לא להטעות, לא התייחסה החברה במסגרת דיווחיה על ביצוע חלוקה, באופן ספציפי לאפשרות מימוש הנכסים, התייחסות אשר הייתה יכולה, לדעת החברה, להסב לה נזק במידה ותחליט בהמשך, באופן קונקרטי לממש נכסים.

עמדת סגל הרשות: טענת החברה כי לא נדרש ליתן גילוי אודות מימוש הנכסים מאחר והמקורות הכספיים שהוצגו בתזרימי המזומנים החזוי הינם חלק מהחלופות העומדות בפני החברה למקורות המימון אשר עומדים בפניה, אינה עולה בקנה אחד עם דרישת התקנה אשר מחייבת מתן גילוי אודות

הסתמכות החברה על יכולתה לממש את אותם הנכסים ואודות המקורות שהובאו בחשבון.

למעלה מן הצורך יצוין כי התקנה אינה מתנה את הגילוי ברמת ההסתברות למימוש הנכסים ובהתאם לאמור בתקנה על החברה היה לפרסם גילוי בנוגע להסתמכותה על היכולת למימוש הנכסים, זאת מאחר וכחלק מבחינת יכולת הפירעון על ידי הדירקטוריון, הוצגה (לצורך בחינת עמידה ביעדי התזרים) בין היתר הסתמכות החברה על יכולתה לממש את הנכסים כאמור.

7. סתירה בין התניות הפיננסיות שתוארו בדוח הצעת המדף ובדוחות התקופתיים של החברה לבין התניה הפיננסית שהוצגה בשטר הנאמנות

באחת מן החברות מצאנו כי קיימת סתירה בין תיאור המגבלות הפיננסיות המוטלות על חלוקה המופיעות בדוח הצעת המדף של אגרות החוב ובדוחות התקופתיים שפורסמו בשנים האחרונות, לבין מגבלות החלוקה המופיעות בשטר הנאמנות. בהתאם לבדיקתנו ובהתבסס על המידע שהחברה פרסמה בדוחותיה הכספיים עולה כי בעת אישור החלוקות עמדה החברה במגבלת החלוקה אשר תוארה בשטר הנאמנות, אולם החברה לא עמדה במגבלת החלוקה שתוארה בדוח הצעת המדף ובדוחותיה התקופתיים.

טענת החברה: אין עוררין לכך ששטר הנאמנות הוא אשר קובע ומסדיר באופן בלעדי את תנאי סדרת אגרות החוב ואת היחסים בין החברה, לנאמן ולמחזיקי סדרת אגרות החוב.

כמו כן, בשל טעות אנוש (פליטת קולמוס) התווספה המילה "שנתיים" לתיאור המגבלה לראשונה במסגרת דוח הצעת המדף, אשר מכוחו נרשמו אגרות החוב של החברה למסחר בבורסה. יודגש כי שטר הנאמנות במסגרתו נקבעה המגבלה צורך לדוח הצעת המדף. טעות סופר זו "נגררה" וחזרה על עצמה במספר דוחות של החברה.

לא ניתן לקבוע שהחברה לא עמדה במגבלה אשר תוארה בדוח הצעת המדף ובדוחותיה התקופתיים, מהסיבה הפשוטה, שמגבלה זו אינה קיימת. לדעת החברה היא עמדה במגבלת החלוקה כפי שנקבעה בשטר הנאמנות לאגרות חוב.

לסיכום, החברה לא הפרה את אמות המידה הפיננסיות להן התחייבה במסגרת שטר הנאמנות, ואף לא נגרם כל נזק עקב טעות הסופר שנפלה בתום לב.

עמדת סגל הרשות: החברה התבקשה לפרסם גילוי אודות ההבדלים בין תיאור המגבלות במסמכי ההנפקה לתיאורן בדוח התקופתי.

8. רכישות עצמיות של מניות

בבדיקתנו מצאנו כי חברות ביצעו רכישות עצמיות של מניות החברה מחוץ לבורסה, כאשר מחיר הרכישה של המניות היה בשער הגבוה ממחיר המניה בבורסה באותה העת. במצב הדברים האמור עולה החשש שרכישת המניות בוצעה מבלי שנבחנו אפשרויות טובות יותר עבור החברה לביצוע רכישת מניות.

סגל הרשות מפנה את תשומת לב החברות והדירקטורים לצורך בהגברת הערנות בעתות של ביצוע רכישה עצמית של מניות בין היתר בשים לב לנימוקים לעסקה ומדוע נדרש מלכתחילה לבצע בנסיבות העניין, למחיר ולהיקף בהם מבוצעת העסקה, הגורם מטעם החברה אשר מנהל ומבצע את תהליך הרכישה העצמית, והאם הרכישות מבוצעות באמצעות הבורסה או מחוצה לה, כל זאת על מנת למנוע חשש לביצוע עסקאות שאינן בהכרח משמשות לטובת החברה בצורה המיטבית ביותר.

לאור ממצאי הביקורת פרסמה אחת החברות גילוי במסגרתו כללה תיאור בנוגע להליך הרכישה העצמית שבוצע על ידה.

9. אישור חלוקה שלא בהתאם לתקנון החברה

סעיף 92 לחוק החברות קובע כי דירקטוריון החברה רשאי להחליט על חלוקה כאמור בסעיפים 307 ו-308 לחוק החברות. בהתאם לסעיף 307 לחוק החברות החלטת חלוקה תתקבל בדירקטוריון החברה ואולם חברה רשאית לקבוע בתקנונה כי ההחלטה תתקבל בדרכים אחרות המפורטות בסעיף 307.

מבדיקתנו עלה כי בשתי חברות, האורגן המוסמך לכאורה בחברה לאשר את החלוקה הוא האסיפה הכללית וזאת בהמלצת הדירקטוריון.

למרות האמור, מצאנו כי אותן חברות לא אישרו את החלוקה באסיפה הכללית וזאת באופן שאינו עולה בקנה אחד עם הקבוע בתקנון.

טענת החברות: תקנון החברות קבע כי הדירקטורים רשאים מזמן לזמן לשלם לבעלי המניות, על חשבון הדיבידנד הבא דיבידנד ביניים. קרי, ההחלטה על חלוקת הדיבידנד על ידי הדירקטוריון נעשתה בסמכות, ולכל היותר היה צורך לאשרו באסיפה הכללית טרם חלוקת דיבידנד נוספת.

על מנת למנוע כל אפשרות לשגגה בפרשנות לסמכות דירקטוריון החברה לחלק דיבידנד ו/או לאפשרות של טענה כלשהיא בעניין הדיבידנד או דיבידנדים אחרים שחולקו על ידי החברות, החברות זימנו אסיפות כלליות שמטרתן בין היתר לתקן את תקנון החברה באופן כזה שייקבע בו, כי "החלטת החברה על חלוקת דיבידנד ו/או חלוקת מניות הטבה תתקבל על ידי דירקטוריון החברה" וכן לאשר את הדיבידנד שחולק וכן דיבידנדים שחולקו בתקופות שקדמו למועד החלוקה שנבדקה.

עמדת סגל הרשות: דיבידנד ביניים מוגדר כמפרעה על חשבון דיבידנד שהחברה עתידה לחלק בסוף השנה ועל הדירקטוריון להכריז על דיבידנד ביניים מקום בו הוא סבור כי בסוף השנה יהא לחברה רווח מספיק לביצוע חלוקה⁸.

יש לציין כי אמנם המונח דיבידנד ביניים לא הוגדר בחוק החברות יחד עם זאת המונח "דיבידנד ביניים" מוגדר בדברי ההסבר לחוק החברות, שם נאמר כי מדובר ב"דיבידנד שהוכרז עליו לפני סוף שנת הדיווח, על חשבון הדיבידנד שצפוי שיוכרז בסוף השנה". דברי ההסבר כאמור מהווים רקע פרשני למונח דיבידנד ביניים בו נעשה שימוש בתקנון החברה.

מבדיקתנו עולה כי באף לא אחד מפרסומי החברות ו/או ממסמכיהן הפנימיים צוין כי בוצעה חלוקת דיבידנד ביניים.

סגל הרשות סבור שהוראות התקנון ברורות והוא קובע כי **החברה רשאית** (בהמלצת הדירקטוריון) להחליט באסיפה הכללית על חלוקת דיבידנד במזומן. דהיינו, תקנון החברה מקנה לאסיפה הכללית את הסמכות לאשר חלוקת דיבידנד במזומן שהובאה לאישורו, כאשר בסמכות הדירקטוריון לאשר חלוקת דיבידנד ביניים בלבד, כאשר בסמכות האסיפה לקבוע האם דיבידנד ביניים ששולם הינו סופי.

יש לציין כי גם אם לשיטת החברות מדובר היה בחלוקת דיבידנד ביניים אשר בסמכות הדירקטוריון, הרי שעל החברות היה לאשר את החלוקות באסיפה הכללית בסוף השנה, דבר אשר לא נעשה בפועל.

עוד יצוין בהקשר זה כי החברות זימנו אסיפה כללית לצורך תיקון תקנון החברה כך שייקבע בו, כי החלטת החברה על חלוקת דיבידנד ו/או חלוקת מניות הטבה תתקבל על ידי דירקטוריון החברה ובנוסף, אושרו הדיבידנדים שחולקו כסופיים.

10. ליקויים בממשל התאגידי של החברה (אי שמירת מסמכים)

באחת החברות בהן בוצעה הביקורת לא אותר נספח לפרוטוקול הדיון בדירקטוריון אשר מכיל את תזרים המזומנים החזוי, באמצעותו ביסס דירקטוריון החברה את החלטתו לאשר את החלוקה.

סעיף 108 לחוק החברות לעניין פרוטוקולים בישיבות דירקטוריון קובע בין היתר כי: *"(א) חברה תערוך פרוטוקולים של ההליכים בישיבות הדירקטוריון, ותשמור אותם במשרדה הרשום או במען אחר בישראל, שעליו הודיעה החברה לרשם לתקופה של שבע שנים ממועד הישיבה."*

אי שמירת "נספח" המהווה חלק בלתי נפרד מפרוטוקול ישיבת הדירקטוריון אינה עולה בקנה אחד עם הנדרש בסעיף 108 (א) לחוק החברות.

⁸ יוסף כהן, דיני חברות חלק ראשון, תל אביב 1988, עמוד 361.