

במחלקה הכלכלית בית המשפט המחוזי

תא 3963-04-12

בתל-אביב-יפו

בעניין:	אישור חלוקה לפי סעיף 303 לחוק החברות, התשנ"ט-1999
<u>ובעניין:</u>	בי. ג"י. איי. השקעות (1961) בע"מ, ח"פ 51-029175-0 ע"י ב"כ עוה"ד פירט, וילנסקי, מזרחי, כנעני עורכי דין ממרכז עזריאלי 1 (מגדל עגול, קומה 41) תל אביב 67021 טל': 03-6070800, פקס: 03-6037797
	<u>המבקשת</u>
- נ ג ד -	
<u>ובעניין:</u>	כלל פיננסים נאמנויות (2007) בע"מ נאמן מחזיקי אגרות החוב (סדרה 1) של החברה ע"י משרד עו"ד גיסין ושות' מרח' הברזל 38, תל אביב 69710 טל': 03-7467777; פקס: 03-7467700
	<u>הנאמן</u>
<u>ובעניין:</u>	רשות ניירות ערך על ידי ב"כ עו"ד מפרקליטות מחוז ת"א (אזרחי) רח' הנרייטה סולד 1, תל אביב 64924 טל: 03-6970222; פקס: 03-6918541
	<u>הרשות</u>
<u>ובעניין:</u>	כונס הנכסים הרשמי רח' השלושה 2, תל אביב טל: 03-6899695; פקס: 02-6462502
	<u>הכנ"ר</u>

עמדה מטעם רשות ניירות ערך

בהמשך להחלטת בית המשפט הנכבד מיום 5.4.12 ולאחר שרשות ניירות ערך (להלן "הרשות") עיינה גם בעמדת הנאמן, מתכבדת הרשות להגיש את עמדתה ביחס לבקשה.

1. עניינה של עמדה זו הינה אופן יישום מבחן יכולת הפירעון הקבוע בסעיפים 302 ו-303 לחוק החברות התשנ"ט – 1999 (להלן: "חוק החברות") מקום בו החברה, המבקשת לבצע חלוקה אשר אינה עומדת במבחן הרווח, הינה חסרת פעילות עסקית משמעותית, ואף ללא תכניות עסקיות קונקרטיות. במילים אחרות, במרכז עמדה זו עומדת השאלה

מהו נטל ההוכחה המוטל על חברה בדבר עמידה במבחן יכולת הפירעון, שעה שהחברה המבקשת מבססת את הוכחת יכולת הפירעון שלה על מצבה התזרימי בעת הבקשה, ובה בעת בכוונתה להכניס פעילות עסקית לחברה בעתיד הקרוב, כאשר כל זאת בטרם ניתן לצפות כיצד פעילות עסקית זו תשפיע על יכולת החברה לפרוע את חובותיה בטווח הארוך יותר.

2. יודגש כבר עתה, כי הרשות לא בחנה את הניתוח התזרימי על בסיסו אישר הדירקטוריון כי החברה עומדת במבחן יכולת הפירעון ואת ההנחות העומדות ביסודו ולפיכך אין בעמדתה זו כדי לאשר בדרך כלשהי כי הבחינה שנעשתה על ידי החברה ו/או מי מטעמה עונה על דרישות הדין. הרשות מניחה כי השאלות שהועלו על-ידי הנאמן למחזיקי אגרות החוב בקשר עם הנחות חוות הדעת שהגישה החברה, יבחנו בקפידה הן על ידי דירקטוריון החברה והן על ידי בית המשפט הנכבד, שכן עלולה להיות להן השלכה ישירה על התקיימותו או אי התקיימותו של מבחן יכולת הפירעון של החברה.

המסגרת הנורמטיבית

3. הזכות לדיבידנד העומדת לבעלי המניות בחברה, לצד מימוש ומכירה של מניותיהם בחברה, מהווה דרך המלך של בעל המניות ליהנות מפירות השקעתו. אולם אין מדובר בזכות לאכוף חלוקת רווחים על החברה, וזכותו זו של בעל המניות לעולם מוגבלת וכפופה לשיקול הדעת העסקי של האורגן המוסמך בחברה, ולפררוגטיבה הניהולית בדבר השקעת המשאבים בפיתוח עסקי החברה. כך, סעיף 190 לחוק החברות קובע כי "כל בעל מניה זכאי לקבל דיבידנד, בהתאם לזכויות הצמודות לכל מניה, אם הוחלט על חלוקת דיבידנד כאמור בסעיף 306". סעיף 306(א) קובע כי: "לבעל מניה הזכות לקבל דיבידנד או מניות הטבה, אם החליטה על כך החברה".

4. מנקודת מבטם של נושי החברה, הני"ל כפופים לכלל שיקול הדעת העסקי, וסל הסעדים העומדים לרשותם לצורך התערבות בשיקול דעת החברה במהלך העסקים הרגיל שלה הינו מצומצם. ברקע האמור לעיל, יש לזכור כי יכול שדירקטוריון החברה יחוב חובת זהירות כלפי נושי החברה מכוח סעיפים 252 ו-253 לחוק החברות, אשר עניינם חובת הזהירות של מנהלי החברה. בדומה, גם סעיף 6 לחוק החברות מקים עילת תביעה לנושי החברה כנגד בעל מניות בחברה אם נמצא כי החברה נוהלה "באופן שיש בו כדי להונות אדם או לקפח נושה של החברה" או "באופן הפוגע בתכלית החברה ותוך נטילת סיכון בלתי סביר באשר ליכולתה לפרוע את חובותיה". אולם סעיפים אלו אינם מקימים לנושי החברה זכות למנוע ממנהלי החברה להפעיל את שיקול דעתם מראש, אלא מקנים עילות תביעה פוטנציאליות אך בדיעבד, לרוב עת הגיעה החברה לחדלות פירעון ופשיטת רגל

5. מנגד, הדין מכפיף את החלטות הנהלת החברה לצורך לשקול את עניינם של נושי החברה בנקודות זמן מסוימות בחיי התאגיד: בעת מיזוג (סעיפים 315 ו-319 לחוק החברות), ובעת חלוקה (סעיפים 302 ו-303). במקרים אלו הופך הדין את הנטל ומחייב את דירקטוריון החברה להעריך את סיכוייה מנקודת מבטם של נושי החברה **בטרם** נקטו

- בפעולה ולהצהיר הצרה פוזיטיבית בדבר אי התקיימותו של חשש סביר ביחס ליכולת הפירעון שלה כתוצאה מן הפעולה המבוקשת.
6. במצבים אלו, בפועל, החלטות הדירקטוריון בקשר עם חלוקה או מיזוג תיבחן על ידי הנושים בזמן אמת, עם קבלת ההחלטה, וניתנת להם זכות התנגדות להחלטה זו וזאת בשונה מההחלטות הדירקטוריון במהלך עסקיה הרגילים של החברה, הנבחנות על פי רוב בדיעבד, ורק לאחר התגבשות נזקם בפועל, קרי במצב חדלות פירעון.
7. רף ההוכחה בדבר סיכון לפירעון התחייבויות החברה בהנתן ביצוע החלוקה, בנקודת זמן זו, הינו מחמיר וקובע איסור חלוקה בהתקיים חשש סביר בדבר פגיעה ביכולת הפירעון של החברה. זאת בשונה, לדוגמא, מעילת הפירוק לפי פקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג – 1983, המטיל את הנטל על הנושה להוכיח כי החברה חדלת פירעון. רף מחמיר זה שקבע הדין ביחס לפעולות אלו, בא לידי ביטוי נוסף (סעיף 311 לחוק החברות) באחריות הדירקטוריון לחלוקה אסורה לפי סעיפים 252, 253 ו- 254 שעניינם חובת זהירות ואמונים. בנוסף, סעיף 259 לחוק החברות, אוסר על חברה לפטור דירקטור מאחריותו עקב הפרת חובת זהירות בחלוקה. האמור לעיל באופן מצרפי, מגבש את המסקנה כי המחוקק מצא לנכון בהוראות אלו, המבטאות יחס מחמיר כלפי חובות הדירקטוריון בעת קבלת החלטה על חלוקה, והמשליכות באופן ישיר על האופן בו יש לפרש את מבחן יכולת הפירעון.
8. המכנה המשותף של פעולות המיזוג והחלוקה והמחייב מתן זכות לנושים להתערב במהלכים אלו עוד טרם התממשותם נעוץ, בין היתר, בעובדה שבשני המקרים ביצוע המהלך משנה, בפועל, את סדרי הנשיה הקבועים בדין, כך שבעלי המניות זוכים להנאה מפרי השקעתם קודם לנושים. במצב דברים שכזה חייב הדירקטוריון להבטיח ברמת סבירות גבוהה שהקדמת התשלום לבעלי המניות לא יפגע בפירעון ההתחייבויות העתידי לנושי החברה.
9. מן ההקשר הרחב הזה עולה כי יש להתייחס בזהירות יתרה לבקשת החברה לחלוקה באישור בית המשפט, שכן בנקודה זו, מצא המחוקק לנכון להתערב בשיקול הדעת העסקי, כאשר עסקינן בהפחתה של הון החברה.
10. סעיף 302 לחוק החברות קובע מבחן כפול שעל דירקטוריון החברה לאמץ בטרם ימליץ על חלוקה: מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון. באין רווחים ראויים לחלוקה כאמור בסעיף 302 - הוא המקרה בענייננו - על החברה לפנות לבית המשפט על מנת לקבל אישור לחלוקה וזאת אם הוכח כי החברה עומדת במבחן יכולת הפירעון. אין חולק כי החברה דכאן, אינה עומדת במבחן הרווח ועל שום כך הגיע לפתחו של בית משפט זה לצורך אישור החלוקה.
11. ביחס לנסיבות הספציפיות בהן תתאפשר או תיאסר חלוקה, קובע סעיף 302 לחוק החברות כי מבחן יכולת הפירעון אינו מאפשר חלוקה אם "...קיים חשש סביר שהחלוקה

תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחביותיה הקיימות והצפויות, בהגיע מועד פרעונן". מכאן, אף אם החלוקה המבוקשת אינה מביאה את החברה לגירעון מינדי, השאלה באם החלוקה מעמידה את נושי החברה בסיכון ביחס לפירעון חובותיה בעתיד, נגזרת מהסביבה העסקית ומגורמי הסיכון בהם ולאורם פועלת החברה. לשון אחר, הגם שהחלוקה משפיעה על הון החברה באופן מיידי ונבחנת בהווה, שאלת העמידה ביכולת הפירעון נגזרת מהפעילות העתידית של החברה והסיכונים הכרוכים בה בבחינה הצופה פני עתיד.

12. על-פי מבחן יכולת הפירעון, **נטל ההוכחה מוטל על החברה** והיא נדרשת להתמודד מראש, עם השפעתה הצפויה של חלוקת הדיבידנד על יכולתה לעמוד בפירעון חובותיה. על החברה להימנע מחלוקה, כאשר זו מסכנת את יכולת הפירעון שלה. עת פונה החברה לבית המשפט לצורך אישור החלוקה, באין רווחים, מחייב מבחן זה את הדירקטוריון להעריך הן את התחייבויות החברה הן את נכסיה והן את הסיכונים הקשורים לפעילותה העסקית ועלולים – כתוצאה מהפחתה בכרית הביטחון של הנושים – ליצור חשש סביר בדבר עמידה ביכולת החברה לפרוע את חובותיה הקיימות והצפויות, בהגיע מועד קיומן.

מנ הכלל אל הפרט

13. **כאמור, השאלה הניצבת לפתחו של בית משפט נכבד זה הינה כיצד ליישם את הדין במקרה דנן כאשר החברה עצמה מעידה כי בכוונתה להזרים פעילות חדשה לחברה ולשנות את טיב עסקיה וזאת – ככל הנראה - בטווח הזמן הקרוב ביותר.** כפי שעולה מדיווחי החברה ומחוות הדעת שהוגשה לדירקטוריון על-ידי פאהן קנה יועצים בע"מ ברי כי אין בכוונת החברה להיוותר במצבה הנוכחי כ"קופת מזומנים", אלא היא מתעתדת להזרים אליה פעילות עסקית חדשה בפרופיל סיכון בלתי ידוע.

14. במילים אחרות, קיים קושי עם בקשת החברה הפונה לבית המשפט בכדי לקבל אישור לחלוקה, כאשר אישור זה אמור להתבסס על הערכות הסיכון העתידיות הקשורות לעסקיה, והכל כשהחברה עצמה מעידה כי אין בידה, במועד החלוקה (והבקשה) כדי להעריך את רמות וסוג הסיכונים העתידים להתרחש בזמן הקרוב ואשר, באין הון נוסף לחלוקה, יושתו במלואם על נושי החברה, ובהם מחזיקי אגרות החוב מן הציבור.

15. **בצד האחד של קשת האפשרויות הפרשניות, ניתן לטעון כי כאשר אין לחברה פעילות עסקית משמעותית (ביחס להיקף נכסיה) ותכניות עסקיות קונקרטיות, כלל לא ניתן לבצע חלוקה, שכן לא ניתן ליישם את מבחן יכולת הפירעון בתנאי אי ודאות שכאלו.** יחד עם זאת, ניתן לחשוב על אפשרות במסגרתה חלוקה בתנאי אי ודאות כאמור, עדיין אינה צפויה לפגוע ביכולת הפירעון של החברה, והדבר תלוי בין היתר בגודל קופת המזומנים של החברה, גובה החוב לנושים ומועדי פירעוננו, והיקף החלוקה המתוכננת. לשם המחשה בלבד, סביר כי חברה בעלת קופת מזומנים של 100 מיליון שקלים, וחוב של 10 מיליון שקלים, תוכל להסביר מדוע חלוקה של 10 מיליון שקלים לא תקים חשש סביר לפגיעה ביכולת הפירעון שלה, אף בהיעדר פעילות ותכניות עסקיות.

16. **מנגד, בצידה האחר של קשת האפשרויות הפרשניות, ניתן לטעון כי בהיעדר פעילות ותכניות עסקיות קונקרטיות, אין מקום לשקלל סיכון שעשוי לנבוע לחברה מפעילות עסקית עתידית, ולמעשה מבחן יכולת הפירעון צריך לבחון בעיקר את מצב הדברים במועד החלוקה.** הקושי בעמדה זו בולט ככל שהיחס בין חובות החברה לנכסיה קרוב יותר לאחד, והבעיות העולות מאי הוודאות ביחס לעתיד החברה הן בעלות פוטנציאל רב יותר להפוך פוגעניות כלפי נושי החברה. כך, היכן שהחברה בעלת קופת מזומנים של 100 מיליון שקלים, היא בעלת חוב של 10 מיליון ובקשתה היא לחלק 90 מיליון שקלים, הקושי בעמידה בנטל ההוכחה לעניין אי קיומו של חשש סביר בדבר עמידת החברה בהתחייבויותיה הקיימות והצפויות, רב יותר.

17. השאלה מתחדדת מקום בו היינו מניחים כי החברה הייתה נוקטת בסדר פעולות הפוך. קרי, לו הייתה בוחרת **קודם** להזרים פעילות חדשה לחברה **ורק אז** להכריז על חלוקת דיבידנד. או אז, ברי כי דירקטוריון החברה היה נדרש להעריך את הסיכונים הקשורים בפעילותה ולהביע עמדה ברורה ומבוססת כיצד סיכונים אלו ישפיעו – לאחר החלוקה – על יכולתה לפרוע את חובותיה. מחובתה זו נמנעת החברה שעה שהיא הופכת את סדר הדברים. יש לשאול אפוא, האם רק בגין היפוך הפעולות יכולה החברה להימנע מהערכת הסיכונים הקשורים ליכולתה לפרוע חובותיה?

18. דומה כי תוצאה לפיה לא ניתן לחלק דיבידנדים עד אשר יוחלט על ידי החברה על הזרמת פעילות חדשה לחברה, תוצאה הנגזרת מראיה גורפת לפיה כל חברה המצויה במצב של חיפוש עסקים להשקעה, אינה יכולה להרים את נטל ההוכחה לעניין חלוקה, הינה תוצאה בלתי סבירה. זאת שכן תוצאה זו מחייבת, בפועל, את הנהלת החברה לרכוש פעילות, אף אם השעה אינה נכונה לעשות כן ו/או אף אם ההשקעה אינה מיטבית, או לחלופין לבחור בדרך של פירוק החברה, שאם לא כן המזומנים יוותרו "כלואים" בחברה וזאת בשעה שבמצב הנתון סך התחייבויותיה נמוך מנכסיה אף לאחר החלוקה המבוקשת.

19. **על רקע האמור, הרשות סבורה כי על חברה המבקשת דכאן לבצע את חלוקת דיבידנד באישור בית המשפט, שעה שאין לה פעילות עסקית מהותית ותכניות עסקיות קונקרטיות, להרים נטל כבד במיוחד כדי להוכיח את עמידתה במבחן יכולת הפירעון.** כאמור, נטל זה כבד יותר, ככל שהיחס בין התחייבויות החברה לנכסיה קרוב יותר לאחד. עמדה זו מאזנת בין שתי החלופות והאינטרסים שהוצגו לעיל, ומאפשרת בנסיבות חריגות חלוקת דיבידנד בחברה שאין לה פעילות עסקית, או אף תכניות עסקיות של ממש, מהן ניתן לגזור את סיכויי החברה לפרוע את חובותיה במועד.

20. כאמור, הרשות אינה נוקטת עמדה בשאלה אם החברה עמדה בנטל כאמור, אך סבורה כי הועלו שאלות כבדות משקל על-ידי הנאמן, המצדיקות בחינה קפדנית של תשובות החברה לעניין הדיבידנד אותו היא מבקשת לחלק. בהקשר זה מן המקום לציין גם את סמכות בית המשפט לפי סעיף 303(ד) לחוק החברות, "לאשר את בקשת החברה, כולה או חלקה, לדחותה או להתנות את אישורה בתנאים".

21. מובהר בזאת כי עמדת הרשות מבוססת על המסמכים שהוגשו לבית המשפט הנכבד על-ידי הצדדים, כאשר הרשות לא ביצעה בדיקה עצמאית של נתונים אלו. ממילא, אין הרשות נוקטת עמדה ביחס לנתונים החשבונאיים שהוצגו על ידי החברה.

22. בנוסף אין להסיק מהאמור לעיל כל התייחסות באשר לעמידת החברה בדרישות הגילוי מכוח דיני ניירות ערך ועמידת נושאי המשרה בחברה בחובות המוטלות עליהם, או כדי לגרוע מסמכותה של הרשות לפעול על פי כל דין. הרשות שומרת לעצמה את הזכות לפנות לבית המשפט הנכבד ככל שיעלה צורך בעניין זה בעתיד.



מנהל המחלקה המסחרית

פרקליטות מחוז (ת"א) אזרחי