חלוקת דיבידנד במזומן

בעל מניות בחברה יכול לקבל תשואה על השקעתו באחת משתי דרכים עיקריות – האחת, מכירת מניותיו ברווח, והשנייה, קבלת חלק מרווחי החברה באופן שוטף. חלוקת רווחי החברה נעשית במזומן, והיא מכונה "דיבידנד במזומן."

שיקולים עיקריים

חלוקת דיבידנד במזומן היא הסוגיה הקלסית של ניגוד עניינים בין בעלי מניות בחברה לבין נושיה מכל סוג. סוגיה זו עולה במלוא חריפותה במקרים של רכישות ממונפות – רכישה של חברה עם הון עצמי שולי לעומת מימון חיצוני שיש להחזירו בעיקר על-ידי שאיבת דיבידנדים מהחברה. נושא זה היווה סוגיה משפטית סבוכה ובתי המשפט קבעו כללים שנועדו להגן על נושי החברה. ההון העצמי של החברה נחשב "כרית הביטחון של הנושים", וחלוקתו לבעלי המניות בצורת דיבידנדים או בכל צורה אחרת עלולה לפגוע בנושים. זו הסיבה שמערכות הדינים אשר חלות על חלוקת דיבידנדים נועדו להגן על נושיה של החברה.

הנורמה העסקית החשובה ביותר היא זו הקובעת שאסור לחלק דיבידנד במזומן אם כתוצאה מהחלוקה החברה לא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה כלפי אחרים. לצד האיסור האמור שתוצאות הפרתו חמורות, קיימים שיקולים שיש להביאם בחשבון:

- עד כמה חלוקת דיבידנד תגביר את אטרקטיביות המניה של החברה.
- חלוקת דיבידנד מגדילה בעקיפין את התשואה על ההון העצמי – מהו שיעור התשואה המבוקש ביחס לחברות אחרות.
- האם לחברה אין שימוש חלופי לכסף שעדיף בהרבה על הטובה שתצמח לבעלי המניות מחלוקתו.
- האם חלוקת הדיבידנד עלולה לפגוע בצמיחה של החברה או ביכולותיה להתמודד עם מתחריה.

חוק החברות ותקנותיו

חוק החברות קובע שורה של הוראות בקשר לחלוקת דיבידנד במזומן. כדי שניתן יהיה לחלק דיבידנד במזומן, על החברה המחלקת לעמוד בשני מבחנים עיקריים – מבחן הרווח ו-מבחן יכולת הפירעון .

מבחן הרווח - הוא במהותו מבחן מאזני הוא בוחן האם יש "מקורות" מאזניים לחלוקת הרווח. המקורות הללו מכונים "עודפים". יש שני סוגים של עודפים שמאפשרים חלוקת דיבידנד – עודפים מאז תחילת פעילותה של החברה או עודפים שנצברו בשנתיים האחרונות – תקופה של שמונה רבעונים ולאו דווקא שנתיים קלנדריות. חישוב העודפים בשתי השיטות יוביל לשני מספרים שונים. החוק קובע כי הסכום

הערת אזהרה
המסמך אינו מהווה עמדת רשות החברות הממשלתיות, ולא בא במקום הוראות הדין וחוזרי הרשות הרלבנטיים, תנאי שימוש "דירקטורי" מופיעים באתר רשות החברות הממשלתיות.

שניתן לחלקו הוא הסכום הגבוה מבין השניים. יש לציין כי, אם ניתן אישור של בית-המשפט, ניתן לחלק דיבידנד במזומן גם אם החברה אינה עומדת במבחן הרווח, ובלבד שהיא יכולה לעמוד במבחן יכול הפירעון.

מבחן יכולת הפירעון - הוא המבחן המהותי שעל הדירקטוריון לבחון האם הוא מתקיים לפני חלוקת דיבידנד במזומן. מבחן זה קובע כי אין לחלק דיבידנד במזומן אם חלוקתו תמנע מהחברה את היכולת לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות. זהו מבחן שבעיקרו צופה פני עתיד – ובדי שהדירקטוריון יוכל להשתכנע שניתן לעמוד בו הוא צריך לקבל לפחות דוח תזרים מזומנים חזוי לשנים הקרובות אשר יראה שחלוקת המזומן לא תפגע ביכולת הפירעון של חובות החברה.

הסנקציה על חלוקה אסורה – הסנקציה שתחול במקרה של חלוקה אסורה היא סנקציה אישית על דירקטורים שהיו שותפים לקבלת ההחלטה. החוק מאפשר לבית המשפט לחייב כל דירקטור שביהן במועד החלוקה כמי שהפר את חובות הזהירות ו/או האמונים שלו כלפי החברה אלא אם הוא יוכיח שהתנגד לחלוקה ונקט אמצעים סבירים כדי למנועה, או אם הסתמך בתום לב על מידע מטעה, או שלא ידע ולא היה עליו לדעת על החלוקה. יש לזכור כי אם חלוקה אסורה תגיע כדי הפרה של חובת האמונים היא עלולה להותיר את הדירקטור חשוף וללא ההגנות שהדין מאפשר. ראו בעניין זה הערך "שיפוי וביטוח."

פסק דין
איירונסורס, מאי 2018
אישור בית המשפט לחלוקת דיווידנד בחברה לאחר שעמדה במבחן יכולת הפירעון אך לא במבחן הרווח

"כאשר חברה מחלקת דיבידנד, היא מעבירה הון לידיהם של בעלי מניותיה. מאחר שבכלל קודמים נושי החברה לבעלי המניות במקרה של חדלות פירעון של החברה, על החברה לשמור על "כרית ביטחון" שתבטיח לנושים כי היא תוכל לפרוע גם את חובותיה כלפיהם בהגיע מועד פירעונם. אלמלא כן, הקדמת התשלום לבעלי המניות על חשבונם של הנושים, מהווה היפוך של סדר הנשייה בחברה, בניגוד למערכת הציפיות של הנושים ושל בעלי המניות...

הכלל שקבע המחוקק ביחס לחלוקת דיבידנדים, נובע מהאמור לעיל – ועל פיו חלוקה כזו היא מותרת רק אם החברה צפויה לעמוד ביכולת הפירעון של כל התחייבויותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד פירעונם. כך קובע בהקשר זה סעיף 302 לחוק החברות – הסעיף מתייחס לשני מבחנים – מבחן הרווח שהוא "מבחן עזר" שבהתקיימו החברה אינה חייבת לבקש אישור של בית המשפט לחלוקה; ומבחן יכולת הפירעון שהוא המבחן העיקרי, שעל פיו החלוקה היא מותרת רק אם החברה צפויה להיות מסוגלת לפרוע את חובותיה ואין חשש סביר כי לא תוכל לעשות כן, גם לאחר חלוקת הדיווידנד. סעיף 303 לחוק מתייחס לאותם מצבים בהם חברה אינה עומדת במבחן הרווח. בנסיבות כאלה, כך קבע

הערת אזהרה
המסמך אינו מהווה עמדת רשות החברות הממשלתיות, ולא בא במקום הוראות הדין וחוזרי הרשות הרלבנטיים, תנאי שימוש "דירקטורי" מופיעים באתר רשות החברות הממשלתיות.

המחוקק, על החברה לבקש את אישורו של בית המשפט לחלוקה. מאחר שמבחן יכולת הפירעון הוא המבחן העיקרי, ניתן לאשר חלוקה גם כאשר מבחן הרווח אינו מתקיים – אך זאת בתנאי שהחברה עומדת במבחן יכולת הפירעון."



פסק דין
פרשת מלרג, דצמבר 2016
בית-המשפט מחייב דירקטורים להשיב דיבידנדים שחולקו בחלוקה אסורה

חלוקת דיבידנד במזומן גורמת להוצאת מזומנים מהחברה והעברתם לבעלי המניות. לכן, חלוקת דיבידנדים מעמידה בהתנגשות חזיתית את האינטרס של בעלי המניות (לקבל כמה שיותר דיבידנדים) עם האינטרסים של הנושים ובעלי אגרות החוב (להימנע מחלוקת דיבידנדים כדי שיוותרו מספיק מזומנים לפרעון החובות כלפי הנושים ובעלי אגרות החוב). זו הסיבה שנושא חלוקת דיבידנד במזומן מעסיק באופן אינטנסיבי את בתי-המשפט בשנים האחרונות, בעיקר אחרי התספורות שנעשו לחובות כלפי בעלי אגרות החוב.

הקונפליקט בין בעלי מניות לבין בעלי אגרות החוב עלה במלוא עוצמתו בפסק-דין חדש ותקדימי אשר ניתן בחודש דצמבר 2016 בבית-המשפט המחוזי בתל אביב, בעניינה של חברת מלרג. חברת מלרג שהיתה חברה ציבורית, עסקה בביצוע פרויקטים של תשתיות תחבורה. היא נוסדה על-ידי שני מייסדים שכל אחד מהם החזיק בכ-38% ממניותיה, עד שאחד רכש את מניות השני בהליך המכונה "במבי" – Buy Me Buy You. החברה הנפיקה מניות ואגרות חוב לציבור. בשנת 2010 נקלעה מלרג למצב של חדלות פרעון תזרימית, והיא הגישה בקשה להקפאת הליכים לאחר שצברה חובות בסך כולל של כ-135 מיליון ש"ח.

קודם לקריסת החברה היא חילקה שלוש פעמים דיבידנד במזומן. הטענה כלפי הדירקטורים היתה שהחלוקות הללו הן "חלוקות אסורות" – דהיינו, חלוקות שלא עומדות במבחני החלוקה הקבועים בחוק החברות. הטענה העיקרית היתה שהחלוקות לא עמדו ב"מבחן יכולת הפרעון" – אשר בוחן את יכולתה של החברה לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומן.

בסופו של דבר בית-המשפט קבע, בפסק-דין תקדימי, כי שתיים משלוש החלוקות היו חלוקות אסורות, וכי **על הדירקטורים להשיב לקופת החברה סכומי כסף הנאמדים בכ-25 מיליון ש"ח. פסק-הדין הוא תקדימי משום שזו הפעם הראשונה בה דירקטורים מחוייבים באופן אישי להחזיר לקופת החברה סכומי כסף אדירים למרות שהם לא אלה שקיבלו אותם. אין ספק כי פסק-הדין המאוד מנומק, והנכון לדעתי – יהווה תקדים גם במקרים נוספים ובכללם כאלה שתלויים ועומדים כיום בבתי-המשפט, כמו למשל התביעה בקשר לחלוקת הדיבידנדים בסכומי עתק בתקופתו של נוחי דנקנר ב-IDB.**

הערת אזהרה
המסמך אינו מהווה עמדת רשות החברות הממשלתיות, ולא בא במקום הוראות הדין וחוזרי הרשות הרלבנטיים, תנאי שימוש "דירקטורי" מופיעים באתר רשות החברות הממשלתיות.

בפסק-דין ארוך למדי (75 עמודים), דן השופט חגי ברנר שנתן את פסק-הדין במספר סוגיות חשובות ביחס לתהליכי קבלת החלטות בדירקטוריון, בכלל, וביחס לחלוקת דיבידנד במזומן, בפרט. להלן ציטוטים עיקריים מפסק-הדין, ובסופם ריכוז של התובנות מפסק-הדין:

על מבחני החלוקה של דיבידנד במזומן קובע השופט ברנר:

"אין חולק כי סעיף 302(א) לחוק החברות מתנה חלוקת דיבידנד בקיומם של שני מבחנים מצטברים: מבחן הרווח ומבחן יכולת הפרעון... מכאן שחלוקת דיבידנד חייבת לעמוד במבחן כפול ומצטבר: מבחן הרווח, שהינו מבחן חשבונאי-טכני, ומבחן יכולת הפרעון, שהוא מבחן מהותי. בענייננו, אין חולק שחלוקות הדיבידנד עמדו במבחן הרווח כמשמעותו בסעיף 302 לחוק החברות, והמחלוקת היא לגבי מידת העמידה במבחן יכולת הפרעון...מטרתו של מבחן יכולת הפרעון היא להבטיח שהחלוקה לא תפגע ביכולתה של החברה לעמוד בחיובים כלפי נושיה... מבחן יכול הפרעון הוא מבחן הסתברותי שאיננו דורש ודאות או חשש ברמה של קרוב לוודאי, ודי בקיומו של חשש סביר בדבר יכולת העמידה בחבויות, על מנת שהחלוקה תהיה אסורה... מבחן יכולת הפרעון בהקשר של חלוקה אסורה, עניינו בשאלה האם החברה עלולה להימצא במצב של חדלות פרעון תזרימית, קרי, העדר יכולת לשלם את חבויותיה בהגיע מועד קיומן...ואין עניינו בחדלות פרעון מאזנית, הקיימת רק כאשר כלל חובותיה של החברה עולים על כלל נכסיה...ליבו של מבחן יכולת הפרעון הוא בעיתוי, קרי, ביכולת לפרוע חבויות בהגיע זמן קיומן"

על תפקידם של הדירקטורים בחלוקת דיבידנד, מציין השופט ברנר:

"הדירקטורים הם שומרי הסף שתפקידם להגן על הנושים מפני רצונם הטבעי של בעלי המניות לקבל דיבידנד, גם כאשר הדבר עלול לפגוע בסופו של דבר בנושים... משכך, מטיל עליהם הדין חבות אישית במקרה שלא ביצעו כהלכה את תפקידם כשומרי הסף...מבחן יכולת הפרעון מחייב את הדירקטורים לבצע הערכה של שווי החבויות הצפויות של החברה מחד, ושל שווי נכסיה מאידך. הבדיקה אינה תחומה בזמן, קרי, תחום התפרסותה הוא מכאן ועד עולם (!!)...החוק אינו מציין כיצד יש ליישם את מבחן יכול הפרעון, אך אין חולק שבין השאר, נדרשים הדירקטורים לנתח את תזרים המזומנים של החברה בהתבסס על התחזיות העסקיות שלה ועל התקציב הרב-שנתי שלה על פני תקופה ארוכה, כדי לוודא שיש בתזרים המזומנים כדי לפרוע את כל החבויות הידועות של החברה...אין להסתפק בבדיקת התזרים לתקופה של שנתיים בלבד...אגב בדיקת יכולת הפרעון, ומעבר לבדיקת התזרים, נדרשים הדירקטורים להיות מודעים למצבה של החברה ונכסיה ולגלות בהם בקיאות, לבחון את מצבה הפיננסי הכולל של החברה, לפקח על ההנהלה בבואה להעריך את שווי הנכסים ולוודא נאותות הדיווח ואת שווי הנכסים. כאשר מדובר בנכסים ששוויים הוא תוצאה של הערכה, נדרשת שמרנות בביצוע

הערת אזהרה
המסמך אינו מהווה עמדת רשות החברות הממשלתיות, ולא בא במקום הוראות הדין וחוזרי הרשות הרלבנטיים, תנאי שימוש "דירקטורי" מופיעים באתר רשות החברות הממשלתיות.

ההערכה. שומה על הדירקטורים להביא בחשבון אתת כלל החבויות הקיימות, כולל כאלה שמועד פרעונן רחוק... לא רק שלא נבדק התזרים הצפוי למספר שנים קדימה כנדרש...

"דעתי היא שאין לייחס משקל רב, אם בכלל, לאופן בו נתפסה מלרג בעיני השוק ואף לא בעיני חברת הדירוג, כאשר באים לבחון את שאלת העמידה במבחן יכולת הפרעון. הטעם לכך הוא שהדירקטורים, להבדיל מהציבור הרחב ואפילו בשונה מחברת הדירוג, נהנים מנגישות ישירה ובלתי אמצעית למידע מלא ומפורט בדבר מצבה של מלרג לאשורו. יש בכוחם לדרוש ולקבל מידע ממנהלי החברה ומרואי החשבון שלה בכל הנוגע לעובדות המסתתרות מאחורי המספרים המשתקפים בדוחות הכספיים. כך למשל, בנושא סעיף הלקוחות, הרי שרק הם, להבדיל מהציבור או חברת הדירוג, יכולים היו לברר האם סעיף זה משקף חוב אמיתי או שמא מדובר בחוב מנופח המבוסס על הערכות מופרזות או של כשלים בגבייה. על כן, העובדה שמלרג נתפסה בשוקק ההון ובציבור הרחב כחברה מבוססת היטב ובעלת סיכון אשראי נמוך, אינה ראיה בעלת משקל של ממש לצורך הכרעה בשאלה האמם שיקול דעתם של הדירקטורים הופעל כהלכה.

להלן מספר קביעות של השופט ברנר אשר שבות וממחישות את חשיבותם של פרוטוקולים נאותים:

"לשם בחינת השאלה האם המשיבים יישמו את מבחן יכול הפרעון, יש להידרש לפרוטוקולים שקדמו לכל החלטה בדבר החלוקה...הראיה הטובה ביותר לצורך הכרעה בשאלה האם הדירקטורים דנו במבחן יכול הפרעון מצויה מטבע הדברים בפרוטוקולים של ישיבות הדירקטוריון. בהקשר זה יש לדחות את טענתם של המשיבים לפיה הפרוטוקולים מהווים תמצית בלבד של דיוני הדירקטוריון, ולכן לא ניתן להסתמך עליהם כאשר באים לבחון את השאלה האם המשיבים אכן בחנו את שאלת יכולת הפרעון קודם שהחליטו על חלוקת הדיבידנד. טענה זו חותרת הלכה למעשה תחת מהימנות הפרוטוקולים ותחת החשיבות שישש לעצם רישומם, ככלי הכרחי לתיעוד מדויק של ישיבות הדירקטוריון...נבחן כעת לגופם את הפרוטוקולים...ניתן למצוא דיון קצרצר בשאלת הדיבידנד. סדן [אחד הדירקטורים] התייחס לענין בשלוש שורות בלבד...אין למצוא בפרוטוקול כל התייחסות או בדל אזכורר של...ואכן, לא רק שאין למצוא בפרוטוקולים תיעוד על כך שהדירקטורים דנו במבחני יכולת הפרעון...לנושא אישור החלוקה הוקדש דיון קצרצר, המחזיק פחות מעמוד אחד בפרוטוקול...עיון בפרוטוקול הישיבה מגלה כי אין כל קשר בין הנושאים שנדונו באותה ישיבה, לבין השאלות שיש לבחון במסגרת מבחן יכולת הפרעון...מאידך אינדיקציה ברורה להרעה במצבה של מלרג ניתן למצוא בדברים שנאמרו בישיבת הדירקטוריון מיום...עוד אינדיקציה להרעה במצבה של מלרג, מצויה בדברים שנאמרו בישיבת הדירקטוריון הבאה של מלרג."

על ההחלטה לחלק דיבידנד לאחר שמצבה של החברה התדרדר באופן משמעותי, אמר השופט ברנר: "לא ניתן לכנות את אותה החלטה בדבר חלוקה שלישית אלא כהחלטה תמוהה, העולה כדי ליקוי מאורות של ממש."

הערת אזהרה
המסמך אינו מהווה עמדת רשות החברות הממשלתיות, ולא בא במקום הוראות הדין וחוזרי הרשות הרלבנטיים, תנאי שימוש "דירקטורי" מופיעים באתר רשות החברות הממשלתיות.

להלן ריכוז תובנות מפסק-הדין בענין מלרג ופסקי-דין נוספים מהתקופה האחרונה:

- קיים מיתאם בין גודל הסמכות לבין גודל האחריות. לדירקטוריון סמכות ראשית ומרכזית, ולכן גם אחריות ראשית ומרכזית.
- הדירקטוריון אחראי על התוויית האסטרטגיה העסקית של החברה ועל הפיקוח על יישומה.
- הדירקטוריון הוא שומר הסף העיקרי, במיוחד כאשר יש התנגשות בין האינטרסים של בעלי השליטה לבין האינטרסים של בעלי האינטרסים האחרים בחברה – לקוחות, ספקים, נושים ובעלי אגרות חוב.
- ישנה נטייה הולכת וגוברת להעברת נטל ההוכחה לשכמם של הדירקטורים, וחובת ההוכחה שהם פעלו כראוי היא עליהם.
- חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות חייבת להיעשות בזהירות ובכובד ראש.
- יש לנקוט זהירות יתר כאשר המימון לחלוקת דיבידנדים מגיע מגיוס הון חיצוני.
- המבחן המהותי בחלוקת דיבידנדים הוא מבחן יכול הפרעון – האם למרות חלוקת הדיבידנדים החברת תעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומן.
- מבחן יכולת הפרעון הוא מבחן תזרימי ולא מאזני. במילים אחרות: זה לא משנה שלחברה יש עודף נכסים על התחייבויות (הון עצמי חיובי). חשוב שהיא יכולה לשלם בזמן את חובותיה, שיש לה מספיק נכסים נזילים לפרעון חובותיה.
- מבחן יכולת הפרעון אינו מוגבל בזמן, ובלשונו של השופט ברנר הוא "מעתה ועד עולם". לכן, על החברה לדאוג לקיומו של דוח תזרים מזומנים לשנים הבאות, אשר מתעדכן באופן שוטף.
- יש לבחון בקפדנות יתר את הנכסים הרשומים במאזן, במיוחד את אלה הנחשבים "נכסים שוטפים", אשר מהווים מקור שוטף לפרעון חובות החברה.
- גידול חריג בסעיפים מאזניים שונים, בעיקר השוטפים (כמו מלאי ולקוחות), חייב להיבחן בקפידה. גידול בסעיף לקוחות עשוי להיות חיובי, אך הוא עלול להוות נורת אזהרה המעידה על קשיי גבייה מלקוחות. לכן, על הדירקטורים לבחון את החובות ולדרוש דוח גיול חובות, כמו גם דוח גיול מלאי.
- הפרוטוקולים של הדירקטוריון הפכו להיות הנספח העיקרי של כתבי התביעה נגד דירקטורים. בתי-המשפט בוחנים בקפידה את הפרוטוקולים, את מה שנאמר בהם, ובעיקר – את מה שלא נאמר בהם. צריך לשנות את הגישה המזלזלת בפרוטוקולים, ולפרט בהם את כל הדיון שקדם להחלטה, כי מבחינת בתי-המשפט, מה שלא פורט בפרוטוקול – לא קיים.

הערת אזהרה
המסמך אינו מהווה עמדת רשות החברות הממשלתיות, ולא בא במקום הוראות הדין וחוזרי הרשות הרלבנטיים, תנאי שימוש "דירקטורי" מופיעים באתר רשות החברות הממשלתיות.

- בתי-המשפט הפסיקו להירתע מבחינה מעמיקה של תהליכי קבלת החלטות בדירקטוריונים. הם אינם פיזיקה גרעינית או מדעי החלל. בתי-המשפט בוחנים לעומק חוות דעת של מומחים ידועים, ולא מהססים לקטול את חוות הדעת שלהם. לכן, חוות דעת כלכלית גם של מומחה בעל שם איננה מהווה בהכרח הגנה טובה.
- נכון שיש ביטוח דירקטורים, אך חברת הביטוח לא ממהרת לשלם, ואם יש חריגים בפוליסה, חברת הביטוח תנצל כדי לא לשלם.
- ביטוח דירקטורים הוא לא תמיד מספיק מבחינת ההיקף הכספי הביטוחי.
- כשמעשיהם של דירקטורים חורגים מרשלנות רגילה וגולשים ל"פזיזות" (עצימת עיניים) – אין כיסוי ביטוחי.

פסק דין
חלוקת דיבידנד על-ידי חברת בזק, דצמבר 2016
רכישה ממונפת וחלוקת דיבידנדים אגרסיבית

פסק הדין עסק בחלוקת דיבידנדים אגרסיבית שבוצעה על-ידי בזק בתקופה שלאחר החלפת השליטה בה ורכישתה על-ידי שאול אלוביץ' מידי חיים סבן. בית-המשפט העליון דן בערעור שהוגש על פסק דינו של שופט בית-המשפט המחוזי, חאלד כבוב. שופט בית-המשפט העליון, יצחק עמית, אימץ למעשה את קביעותיו של השופט כבוב ודחה את הערעור. רוב פסק הדין של בית-המשפט העליון עסק בהיקף הבקרה השיפוטית על החלטות מהותיות של הדירקטוריון, כמו זו שנדונה בפסק הדין: חלוקת דיבידנדים אגרסיבית בעקבות תהליך של רכישה ממונפת. השופט עמית קבע כי עסקאות ממונפות (רכישת חברה כשהחזר המימון העיקרי לה ממומן מחלוקת דיבידנדים מהחברה הנרכשת), הן לגיטימיות. בפסק דינו קבע השופט עמית מספר דברים עקרוניים:

- **כלל "שיקול הדעת העסקי"** – שקיים בשיטות משפט זרות, ארצות הברית העיקרית ביניהן, נקלט בישראל. הוא אף מכריז חגיגית על קליטת THE BUSINESS JUDGEMENT RULE בדברים הבאים: "לא יהא זה בגדר חידוש מרעיש אם נסיר את הלוט מעל צלמו של כלל שיקול הדעת העסקי, ונכריז חגיגית כי עקרונותיו חלחלו אל המשפט הישראלי והם מהווים כיום חלק בלתי נפרד מדיני החברות בישראל."
- **רמות אישור של עסקאות בדירקטוריון** – יש שלוש רמות של אישור עסקאות בידי בדירקטוריון. הראשונה – כלל שיקול הדעת העסקי הרגיל. במקרה כזה, היקף ההתערבות של בתי המשפט מוגבל ועל מי שתוקף את החלטת הדירקטוריון מוטל נטל שכנוע משמעותי. בצד השני של הסקאלה קיימת הקטגוריה השנייה, החלטה שיש בה ניגוד אינטרסים – בעיסקה כזו נטל השכנוע הוא "כלל ההגינות המלאה" ונטל השכנוע מוטל על הדירקטוריון.

הערת אזהרה
המסמך אינו מהווה עמדת רשות החברות הממשלתיות, ולא בא במקום הוראות הדין וחוזרי הרשות הרלבנטיים, תנאי שימוש "דירקטורי" מופיעים באתר רשות החברות הממשלתיות.

בתווך, יש מצב ביניים בו נדרשת "בחינה מוגברת" וזאת בנסיבות בהן החלת כלל שיקול הדעת העסקי עלולה לפספס הפרה של חובת האמונים על-ידי דירקטורים ונושאי משרה.

- **סיווג חלוקת דיבידנד ברכישה ממונפת** – במקרה הנדון, החלטה על חלוקת דיבידנד או שינוי מבנה הון, חוסה תחת כלל שיקול הדעת העסקי. עם זאת, מקום בו השינוי ההוני נעשה ברכישה ממונפת, יש להחיל את הבחינה המוגברת.

לאחר הקביעה שלעיל, ממשיך השופט עמית ובודק את החלטות הדירקטוריון של בזק לגופן, ובאופן מעמיק.

השופט עמית קובע כי "בין אם מדובר בחלוקה מתוך רווחי החברה ובין אם מדובר בחלוקה הטעונה אישור בית-משפט, תנאי הכרחי לחוקיות החלוקה הוא כי מתקיים "מבחן יכולת הפרעון", שנועד להגן על האינטרסים של הנושים."

ביחס לניגודי האינטרסים אצל אלוביץ' קובע השופט עמית "צורכי הנזילות של בעל השליטה אין בהם כשלעצמם כדי להפוך את בעל השליטה לבעל 'ענין אישי' בחלוקת דיבידנד.

- **השפעת חלוקת דיבידנדים על החברה** - על השפעת חלוקת דיבידנד על החברה המחלקת, אומר 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 החלוקה מיטיבה 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). מנגד, חלוקת דיבידנד עשויה לקדם את טובתה של החברה, בין היתר מתוך הנחה כי הימנעות מחלוקת דיבידנד עלולה לפגוע בביקוש למניות החברה וביכולתה לגייס הון בעתיד."
- **בחינת רמת הדיונים של דירקטוריון בזק** – ביחס לרמת הדיונים בדירקטוריון בזק, קובע השופט עמית: "כפי שעולה באופן עקבי מדברי העדים שנחקרו בבית משפט קמא, דירקטוריון בזק ערך דיון מעמיק עובר לכל החלטה בדבר חלוקת הדיבידנדים." ועוד: "באשר לתהליך קבלת ההחלטה לבצע את הפחתת ההון, בית המשפט קבע עובדתית כי נערך דיון ממצה בדירקטוריון בטרם ביצוע המהלך. הדברים אכן עולים באופן עקבי מהעדויות של הנוגעים בדבר, שחזרו והעידו כי נערך דיון מעמיק בנושא בטרם התקבלה ההחלטה...בנוסף, עיון בפרוטוקול ישיבת הדירקטוריון מלמד כי התנהל דיון מעמיק, ואף הובהר במהלכה שהפחתת ההון לא תפגע במסוגלותה של בזק לבצע את ההשקעות המסיביות הצפויות. עוד יצוין כי

הערת אזהרה
המסמך אינו מהווה עמדת רשות החברות הממשלתיות, ולא בא במקום הוראות הדין וחוזרי הרשות הרלבנטיים, תנאי שימוש "דירקטורי" מופיעים באתר רשות החברות הממשלתיות.

החלטת הדירקטוריון התקבלה פה אחד, וכי רוב הדירקטוריון לא הורכב מדירקטורים שמונו מטעמו של אלוביץ'."

- **בחירת דח"צים ו"נבחרת הדירקטורים"** – בטרם סיום, העיר השופט עמית כי "אחת הסוגיות שניתן היה להידרש אליה במסגרת הערעורים דנן, נוגעת לאופן מינוים של דירקטורים חיצוניים...הדירקטור החיצוני משמש כשומר-סף עצמאי, והוא נעדר זיקה לפונקציונרים השונים בחברה...השאלה אם במבחן התוצאה, דח"צים המכהנים בחברות בשוק הישראלי אמנם ממלאים אחר ייעודם, היא שאלה שיש קושי רב ליתן עליה תשובה קונקלוסיבית ואמפירית...בהעדר יכולת אפקטיבית לפקח על התנהלותו של הדח"צ בזמן אמת, דומה כי הדרך הבטוחה ביותר להבטיח כי דח"צ ישמש כשומר סף אפקטיבי ויימנע מ'התיישרות' עם רצונותיו של בעל השליטה...האם ראוי שבעל שליטה הוא שיציע את שמו של מאן דהו כדח"צ מתוקף היכרות מוקדמת ביניהם? או שמא בחירת הדח"צ צריכה להיעשות בדרך אחרת, כמו מתוך רשימת דח"צים, בדומה ל'נבחרת הדירקטורים' בחברות ממשלתיות?..."

חוק החברות הממשלתיות

חברה ממשלתית רשאית לחלק דיבידנד במזומן. עם זאת חוק החברות הממשלתיות קובע כי החלטה של הדירקטוריון לחלק דיבידנד במזומן או לייעד את רווחי החברה למטרות מסוימות טעונה אישור של הרשות. לפיכך, יש לתאם מראש חלוקת דיבידנד עם הרשות ולקבל את אישורה לכך.

חוזר רשות החברות
דוחות כספיים - דוחות שנתיים וביניים
ינואר 2020

יפורטו המועדים והסכומים של הרווחים שהחברה ייעדה או הדיבידנדים שהחברה הכריזה וחילקה בשלוש השנים האחרונות והאם החלוקה הצריכה אישור בית משפט; וכן תצוין יתרת הרווחים הניתנים לחלוקה לתאריך הדוח על המצב הכספי האחרון הכלול בדוח תיאור עסקי החברה.

יפורטו מגבלות חיצוניות שהשפיעו על יכולת החברה לחלק דיבידנד בשנתיים האחרונות, וכן מגבלות העשויות להשפיע על יכולת החברה לחלק דיבידנד בעתיד.

תפורט מדיניות חלוקת דיבידנד, כפי שקבעה הרשות, לרבות החלטות על שינויים בנוגע למדיניות.

ניתן לכלול מידע בדבר כוונות לחלק דיבידנד, כאשר לחברה יש יכולת לחלק דיבידנד, אך היא לא עשתה זאת בעבר.

הערת אזהרה
המסמך אינו מהווה עמדת רשות החברות הממשלתיות, ולא בא במקום הוראות הדין וחוזרי הרשות הרלבנטיים, תנאי שימוש "דירקטורי" מופיעים באתר רשות החברות הממשלתיות.

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

(ב) בסעיף זה–

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

"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 .

חלוקה באישור בית משפט

303.(א) בית המשפט רשאי, לבקשת חברה, לאשר לה לבצע חלוקה שלא מקיימת את מבחן הרווח, ובלבד ששוכנע שמתקיים מבחן יכולת הפירעון.

(ב) חברה תודיע לנושיה על הגשת בקשה לבית המשפט כאמור בסעיף קטן (א) באופן שיקבע השר.

(ג) נושה רשאי לפנות לבית המשפט ולהתנגד לבקשת החברה להתיר לה ביצוע חלוקה.

(ד) בית המשפט רשאי, לאחר שנתן לנושים שהתנגדו הזדמנות להשמיע את טענותיהם, לאשר את בקשת החברה, כולה או חלקה, לדחותה או להתנות את אישורו בתנאים.

אחריות דירקטורים לחלוקה אסורה

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

1. שהתנגד לחלוקה האסורה ונקט את כל האמצעים הסבירים כדי למנעה;
2. שהסתמך בתום לב הסתמכות סבירה על מידע שאלולא היה מטעה היתה החלוקה מותרת;
3. שבנסיבות הענין, לא ידע ולא היה עליו לדעת על החלוקה".

מסמכים לעיון –תחזית תזרים מזומנים ל-3 עד 5 השנים הקרובות. התחזית צריכה להיות חופפת ל"תכנית העבודה השנתית" ול"תוכנית העבודה הרב-שנתית". עיינו בשני ערכים אלה.

הערת אזהרה
המסמך אינו מהווה עמדת רשות החברות הממשלתיות, ולא בא במקום הוראות הדין וחוזרי הרשות הרלבנטיים, תנאי שימוש "דירקטורי" מופיעים באתר רשות החברות הממשלתיות.

שאלות לעיון –באמור לעיל, השאלה העיקרית היא יכולת החברה לפרוע את חובותיה גם לאחר שמקופתה יצאו סכומי כסף לתשלום הדיבידנד – לפיכך, יש לשאול שאלות שעוסקות ביכולת החברה לפרוע את חובותיה. כמו כן, יש לקבל דוח תזרים מזומנים חזוי המראה תזרים חיובי גם לאחר חלוקת הדיבידנד. שאלות נוספות יש לשאול בקשר לעמדה צפויה של נושי החברה לבקשה.

ייעוץ לקבל –סמנכ"ל הכספים של החברה הוא דמות מרכזית בדיון על יכולת החברה לפרוע את חובותיה. חשוב שיציג את הנחות העבודה ששימשו בסיס בהכנת דוח התזרים, תרחיש פסימי ותרחיש אופטימי ונתונים נוספים ששימשו בהכנת דוח התזרים.

הערת אזהרה
המסמך אינו מהווה עמדת רשות החברות הממשלתיות, ולא בא במקום הוראות הדין וחוזרי הרשות הרלבנטיים, תנאי שימוש "דירקטורי" מופיעים באתר רשות החברות הממשלתיות.