



מותר ואסור בחלוקת דיבידנד בעקבות פסקי הדין בעניין בזק ומלרג

מזכר תאגידיים, ניירות ערך ושוק ההון – ינואר 2017

לקוחות יקרים,

בפסק דינו של בית המשפט המחוזי מחודש דצמבר 2016 הוטלה על דירקטורים החובה לשלם לחברה סכומי דיבידנדים שחולקו על ידי חברת מלרג ואשר בית המשפט קבע שחולקו בחלוקה אסורה. בפסק דין זה, שהתמקד בשאלה האם החברה עמדה במבחן יכולת הפירעון, נכללות מספר אמירות מהותיות לעניין אחריות הדירקטורים לחלוקה אסורה ולנושאים שעל דירקטוריון לשקול בטרם חלוקת דיבידנד.

מספר ימים לאחר מכן ניתן פסק דינו של בית המשפט העליון שעסק גם הוא בחלוקת דיבידנד, בחברת בזק. בפסק דין זה, אשר עסק במישור היחסים שבין בעלי המניות לבעל השליטה (שכן בנסיבות אותו מקרה הוסכם כי החברה עמדה במבחני הרווח ויכולת הפירעון), נקבע לראשונה על ידי בית המשפט העליון כי כלל שיקול הדעת העסקי אומץ בשיטת המשפט הישראלית, נותחו בפירוט חובות האמון והזהירות של נושאי המשרה ובעל השליטה וכן נקבעו כללים לעניין הביקורת השיפוטית שתחול במקרה של חלוקת דיבידנד. בשל חשיבותן של מסקנות פסקי דין אלו בחרנו לייחד להם מזכר זה.¹

לאחר סקירת פסקי הדין יובאו המלצותינו לאורם.

תוכן עניינים

| | |
|---|---------------------|
| 1 | קליר נ' סדן |
| 3 | ורדניקוב נ' אלוביץ' |

קליר נ' סדן²

עובדות המקרה:

1. מלרג הנדסה וקבלנות בע"מ (להלן: "מלרג" או "החברה") היתה חברה ציבורית שעסקה בביצוע פרויקטים של תשתיות תחבורה. בשנת 2005 הנפיקה מניות ואגרות חוב להמרה. בשנת 2010 נקלעה למצב של חדלות פרעון תזרימית והגישה בקשה להקפאת הליכים. בשנת 2011 אושר לה הסדר נושים במסגרתו הומחו זכויות התביעה של החברה ונושיה לקופת ההסדר. בין היתר מכח ההסדר מונה לה בעל תפקיד לשם מיצוי זכויות התביעה שלה.

¹ יצוין כי משרדנו ייצג חלק מהמשיבים בעניין מלרג וכי האמור במזכר זה הוא סיכום של פסק הדין ולא של עמדותינו ודעותינו בעניין.

² פ"ר"ק (מחוזי ת"א) 3421-01-15 קליר נ' סדן (17.12.2016).



2. פסק הדין נוגע לבקשה למתן הוראות שהגיש בעל התפקיד, בגדרה ביקש לחייב את המשיבים, שהיו נושאי משרה בחברה, בתשלום כספים בגין חלוקות אסורות של דיבידנד שבוצעו בחברה. הבקשה היא להשבת כספי הדיבידנד, בנימוק שהחלוקות היו חלוקות אסורות שכן לא עמדו במבחן יכולת הפירעון, וכן להטלת חיוב אישי בגובה מלוא חובות החברה בטענה כי החלוקות הן שהביאו לקריסתה של מלרג.
3. עניינה של הבקשה נסוב סביב שלוש חלוקות דיבידנד אותן ביצעה החברה: הראשונה, עליה הוחלט ביום 31.5.2007, עמדה על סך של 8,127,176 ש"ח (להלן: "החלוקה הראשונה"); השנייה, עליה הוחלט ביום 10.4.2008, עמדה על סך של 17,329,200 ש"ח (להלן: "החלוקה השנייה"); השלישית, עליה הוחלט ביום 28.8.2008, עמדה על סך של 3,195,000 ש"ח (להלן: "החלוקה השלישית").

קביעות בית המשפט המחוזי (השופט חגי ברנר):

1. חלוקת דיבידנד חייבת לעמוד במבחן כפול ומצטבר: מבחן הרווח, שהינו מבחן חשבונאי-טכני, ומבחן יכולת הפירעון, שהינו מבחן מהותי. בענייננו, קבע בית המשפט, כי אין חולק שחלוקות הדיבידנד עמדו במבחן הרווח, והמחלוקת היא לגבי העמידה במבחן יכולת הפירעון, שמטרתו היא להבטיח שהחלוקה לא תפגע ביכולת החברה לעמוד בחבוייתה הקיימות והצפויות כלפי נושיה. מבחן זה הינו מבחן הסתברותי, ודי להראות כי קיים חשש סביר בדבר יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה על מנת שהחלוקה תהא אסורה.
2. בית המשפט קובע לעניין זה כי הבדיקה הנדרשת אינה תחומה בזמן, קרי, תחום התפרסותה הוא "מכאן ועד עולם" ולכן אין להסתפק בתזרים מזומנים חזוי לתקופה של שנתיים. עוד הוא קובע כי מבחן יכולת הפירעון בוחן חדלות פירעון תזרימית ולא מאזנית. כלומר, גם אם נכסיה של החברה עולים על התחייבויותיה אין בכך כדי להוכיח כי היא עומדת במבחן יכולת הפירעון.
3. יש לבחון את מצבו הכלכלי האמיתי של התאגיד, תוך בדיקת מקורותיו והתחייבויותיו. באשר לסעיף לקוחות בדוחות הכספיים נקבע כי אין די בכך שהתחייבויות הלקוחות הוכרו כנכסים בדוחות הכספיים אלא יש לבחון את האפשרות לגבות את החוב ואת העיתוי הצפוי לגבייה כאמור.
4. בית המשפט בוחן האם המשיבים בחנו את יכולת הפירעון בטרם החליטו על החלוקות ומגיע למסקנה כי לא נעשתה בחינה כנדרש. למסקנה זו משמעות כפולה. ראשית, הנטל להוכיח שהחלטותיהם בדבר החלוקות היו סבירות ולא הסבו נזק לחברה עובר אל שכמם של המשיבים. שנית, הגנת ההסתמכות בתום לב או הגנת שיקול הדעת העסקי מותנית בכך שהמשיבים יוכיחו כי הפעילו את שיקול דעתם לאחר בדיקה שנעשתה על בסיס מידע שהוצג בפניהם ומשלא עשו כן, הגנות אלו לא יקומו להם.
5. כאשר מדובר בחברה ציבורית בה בעל השליטה הוא גם דירקטור ומנכ"ל ובנו משמש כסמנכ"ל הכספים, מוטלת על הדירקטורים, בתור שומרי הסף, חובת זהירות מוגברת, על מנת להימנע



- מקבלת החלטות שתכליתן העיקרית היא שירות האינטרסים של בעל השליטה (בהתאם לפסק הדין, חלוקת דיבידנד היא החלטה שכזו).
6. בהתאם לאמור בפסק הדין, בשטר הנאמנות שנחתם בין הנאמן לאגרות החוב של החברה לבין החברה, נקבע כי לא יחולק דיבידנד בסכום העולה על 60% מסך הרווח הנקי השנתי בדוחותיה הכספיים של החברה (להלן: "מגבלת חלוקה הסכמית"). בעקבות ביצוע הצגה מחדש בדוחות הכספיים של החברה (ריסטייטמנט) אשר הקטינה את הרווח הנקי, נמצא בבחינה בדיעבד, כי חלוקת הדיבידנד נעשתה בעודף ביחס למגבלת החלוקה ההסכמית. בית המשפט קבע כי יש בכך כדי להוות הפרת הסכם בידי החברה, וכן קבע כי אחריות החברה והדירקטורים להפרה כאמור הנה אחריות מוחלטת.
7. אחת החלוקות בוצעה על סמך הרווח בדוחות הרבעוניים של החברה. נקבע כי מאחר שמגבלת החלוקה ההסכמית הינה 60% מהרווח הנקי השנתי, כפי שמופיע בדוחות הכספיים השנתיים, הרי שחלוקה שבוצעה על בסיס התוצאות בדו"חות רבעוניים בלתי מבוקרים מנוגדת להוראות שטר הנאמנות ולפיכך מהווה הפרה של התחייבות תשקיפית.
8. בעקבות חלוקה אסורה עלול למצוא עצמו דירקטור חב בתשלום פיצויים לחברה הן בגין הנזק הישיר בגובה סכום החלוקה האסורה, והן בגין הנזק התוצאתי בגובה כלל חובותיה של החברה, ככל שקיים קשר סיבתי בין החלוקה האסורה לבין קריסת החברה. בנסיבות פסק הדין נקבע כי לא התקיים קשר סיבתי בין החלוקות האסורות לבין קריסתה של מלר.

לקריאת פסק הדין לחצו [כאן](#).

ורדניקוב נ' אלוביץ'³

עובדות המקרה:

1. פסק הדין דן בשני ערעורים על פסק דינו של השופט חאלד כבוב (תנ"ג (כלכלית) 12-11-4335) בו נדחו בקשות המערערים לאישור תביעה נגזרת בשמה של בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ (להלן: "בזק").
2. עניינה של התביעה הוא חלוקת דיבידנדים על ידי בזק בסך כולל של כ-9.95 מיליארד ש"ח (מתוכם 2 מיליארד ש"ח בדרך של הפחתת הון באישור בית המשפט). טענת המבקשים הייתה כי מדיניות גיוס החוב וחלוקת הרווחים של בזק בתקופה זו הייתה שלא לטובת החברה ונקטה על מנת לאפשר לבעלת השליטה בבזק לעמוד בהתחייבויותיה כלפי גורמים מממנים שסייעו לה ברכישה ממונפת של מניות בזק.

³ ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ' (28.12.2016).



3. יצוין כי על פי עובדות פסק הדין, החלוקה עמדה במבחני הרווח ויכולת הפירעון הקבועים בחוק החברות, תשנ"ט–1999 (להלן: "**חוק החברות**" או "**החוק**") והטענות שמועלות כלפי הדירקטורים ובעל השליטה לא נוגעות למבחני הרווח ויכולת הפירעון אלא להפרת חובות הזהירות והאמונים של הדירקטורים וחובת ההגיונות של בעל השליטה בביצוע החלוקות. עוד נטען כי לבעל השליטה היה עניין אישי בחלוקה ועל כן החלוקה הייתה טעונה אישור משולש של ועדת הביקורת, הדירקטוריון והאסיפה הכללית ברוב מקרב המיעוט (יצוין כי בפועל החלוקה אושרה באסיפה ברוב של 99% מקרב בעלי המניות שהשתתפו בה). עוד נטען כי המעשים מהווים קיפוח המיעוט.
4. בפסק הדין סקר השופט עמית את חובות האמון והזהירות החלות על נושאי משרה, ונקבעו קביעות משמעותיות בקשר לסטנדרט הביקורת החל על החלטות עסקיות.

קביעות בית המשפט:

א. סטנדרט הביקורת על החלטות עסקיות – ההלכה שנקבעה

1. בית המשפט העליון פסק לראשונה כי כלל שיקול הדעת העסקי (BJR) אומץ בשיטת המשפט הישראלית. בתמצית, בהתאם לכלל שיקול הדעת העסקי כל עוד נושא משרה קיבל החלטה בהעדר ניגוד עניינים, בתום לב ובצורה מיוחדת (קרי לאחר עיון בנתונים ושקילת השיקולים הרלבנטיים) ההחלטה תהנה מ"חזקת תקינות" ובית המשפט ימנע מהפעלת ביקורת שיפוטית מהותית על תוכן ההחלטה העסקית שנתקבלה. נטל ההוכחה לסתור את חזקת התקינות מוטלת לפתחו של התובע (המבקש).
2. יחד עם זאת, בית המשפט סייג את אימוץ מבחן ה-BJR וקבע כי כלל שיקול הדעת העסקי עשוי להיסתר מחמת טעמים נוספים מלבד שלושת הטעמים האמורים לעיל (חוסר תום לב, ניגוד עניינים והחלטה לא מיוחדת) וכן הוסיף **טעם רביעי** שיאפשר את סתירת התקיימות חזקת התקינות: כאשר הדירקטורים חטאו באי הפעלת שיקול דעת עצמאי.
3. באשר לטעם הרביעי בית המשפט קבע, כי ישנם מצבים בהם הסתפקות בהחלת כלל שיקול הדעת העסקי עלולה "לפספס" הפרות של חובות אמון, נוכח קיומו של מתח פוטנציאלי בין טובת החברה לבין טובת נושאי המשרה או בעל השליטה אשר מקימים חשש לכך שהדירקטורים נמנעו מהפעלת שיקול דעת עצמאי. במקרים כאלה מחיל בית המשפט סטנדרט ביניים המכונה בחינה מוגברת – "enhanced scrutiny" (להלן: "**סטנדרט הביניים**"). בית המשפט לא קבע רשימת מקרים שעליהם יחול סטנדרט הביניים וקבע כי טיבו של סטנדרט הביניים יהא שונה ויתעצב ממקרה למקרה בהתאם לנסיבותיו ולכשלים הפוטנציאליים העלולים להתקיים בכל מקרה. לאופן יישום סטנדרט הביניים בפסק הדין – ר' להלן סעיף ג' במזכר זה.
4. בית המשפט נמנע מלקבוע מה המשמעות של אי התקיימות חזקת התקינות האמורה (כך למשל האם הנטל על המשיבים להוכיח כי ההחלטה שהתקבלה סבירה? או שחל עליהם מבחן ההגיונות המלאה לפיו יש להראות כי תנאי העסקה שאושרה היו הוגנים). בית המשפט רק מציין בהקשר



זה כי יוחל דין שונה בעניין החלטה שהתקבלה באופן "בלתי מיועד", ובעניין החלטה שהתקבלה בניגוד עניינים).

5. במסגרת פסק הדין סוקר השופט עמית באופן מעמיק את החובות השונות החלות על נושאי משרה בישראל ובארה"ב, וקובע קביעות בנושאים נוספים, שלא התגבשו כדי הלכה משלא אומצו בידי השופטים האחרים. בין קביעות אלו:

א. עסקאות בעלי שליטה – נוכח קיומו של מנגנון פרוצדורלי מחמיר (החובה לקיים הליך תחרותי או הליך אחר וכן אישור משולש של העסקה) אין צורך להוסיף דרישה בדבר הגינותה המלאה (בהיבט המהותי הכלכלי-עסקי, בשונה מההיבט ההליכי), וניתן להסתפק בדרישה כי העסקה תהיה "לטובת החברה" (הקבועה בחוק). לכן ככלל, בית המשפט ימנע מלבחון לגופן עסקאות שאושרו כדין.

ב. חובת ההגינות החלה על בעל השליטה בהתאם לסעיף 193 לחוק הנה כלפי החברה ולא כלפי יתר בעלי המניות זאת במובחן מחובת תום הלב החלה על כלל בעלי המניות (ס' 192 לחוק החברות).

ג. בעל שליטה (שאינו נושא משרה בחברה) אינו חב חובת אמונים או חובת זהירות כלפי החברה ורשאי הוא להביא בחשבון את האינטרס הפרטי שלו.

ב. ההלכה באשר לסטנדרט הבחינה של ההחלטה לחלק דיבידנד

כאמור, בבסיס פסק הדין חלוקה של דיבידנד חריג בהיקפו שעה שידוע כי בעל השליטה נטל הלוואות למימון רכישת השליטה בחברה (LBO – רכישת שליטה ממונפת).

בעניין זה קבע בית המשפט:

6. על כל חלוקה לעמוד במבחנים הקבועים בחוק לעניין חלוקת דיבידנד ("מבחן הרווח" ו"מבחן יכולת הפירעון" כאשר מדובר בחלוקה מותרת (סעיף 302 לחוק); ו"מבחן יכולת הפירעון" בצירוף אישור בית משפט כאשר מדובר בחלוקה שאינה מותרת (סעיף 303 לחוק).

נוכיר כי נקודת המוצא בפסק הדין הנה כי החלוקה עמדה במבחני החלוקה.

7. נקבע כי חלוקת דיבידנד אינה כפופה לאישור המשולש הנדרש בסעיף 275 לחוק החברות וזאת בשל כל הטעמים הבאים: חלוקת דיבידנד (גם כזו המצריכה הפחתת הון) אינה בבחינת "עסקה", ואף לא "עסקה חריגה עם בעל השליטה" או "עסקה חריגה עם אדם אחר שלבעל השליטה יש בה עניין אישי"; דיבידנד, מעצם טיבו, מחולק לכלל בעלי המניות באופן שוויוני ביחס ישיר לשיעור החזקותיהם במניות החברה; נקבעו בקשר לחלוקת דיבידנד הוראות ייחודיות וכן חלוקת דיבידנד אינה מקימה "עניין אישי". לפיכך, הדרך לתקיפת החלטות חלוקה אינה באמצעות המסלול של אישור עסקאות עם בעלי עניין.

8. הכלל - החלטה על חלוקת דיבידנד כמו כל החלטה על שינוי מבנה ההון של החברה, חוסה תחת כלל שיקול הדעת העסקי. בנוסף, ככל החלטה המתקבלת על ידי האורגנים המוסמכים, גם



החלטה בדבר חלוקת דיבידנד צריכה להתקבל תוך עמידה בחובות ההתנהגות המוטלות על פי חוק: על נושאי המשרה לקבלה לטובת החברה מבלי להפר את חובות הזהירות וחובות האמונים המוטלות עליהם, ובעל השליטה נדרש לעמוד בחובות ההגיונות המוטלות עליו.

9. **החריג** – בעת בחינת חלוקת דיבידנד המביאה לשינוי משמעותי במבנה ההון של החברה (להלן: **"חלוקה משמעותית"**), כאשר יש מתח פוטנציאלי בין טובת בעל השליטה לטובת החברה, יחול סטנדרט הבחינה המוגברת.

10. בהתאם לפסק הדין, דוגמא למתח כאמור נוצר שעה שקדמה לחלוקה משמעותית רכישה ממונפת של השליטה בידי בעל השליטה, מה שמייצר חשש שמא יקדם בעל השליטה חלוקות דיבידנד שאינן לטובת החברה על מנת לעשות שימוש בכספי החלוקה להחזר המימון שנטל לרכישת השליטה.

ג. אופן הפעלת סטנדרט הביניים במקרה של חלוקת דיבידנד לאחר רכישה ממונפת⁴

11. על התובע-המבקש, להצביע על קיומו של חשש כי לבעל השליטה הייתה השפעה ניכרת על קבלת ההחלטה בדבר חלוקת הדיבידנדים או כי הדירקטורים נמנעו מהפעלת שיקול דעת עצמאי בעניין זה. **בנוסף**, המבקש יצטרך להראות כי הרכישה הממונפת יצרה שינוי משמעותי במבנה ההון של החברה – מתוך הנחה כי ככל שמדובר בשינוי גדול יותר במבנה ההון, כך גובר החשש כי צרכיו של בעל השליטה הם שהכתיבו את החלטת החלוקה.

12. על מנת לבסס טענה בדבר השפעה ניכרת של בעל השליטה על הליך קבלת ההחלטות בחברה ניתן לבחון בין היתר את מספר הדירקטורים הקשורים לבעל השליטה, טיב הזיקה ביניהם (קרבת משפחה, תלות כלכלית), מועד קבלת ההחלטה (כגון- בסמוך לאחר רכישת השליטה או המועד בו על בעל השליטה לפרוע הלוואות) והאופן בו התקבלה ההחלטה הרלוונטית (דיון רציני, בחינת ההשלכות, חוות דעת של גורם מקצועי).

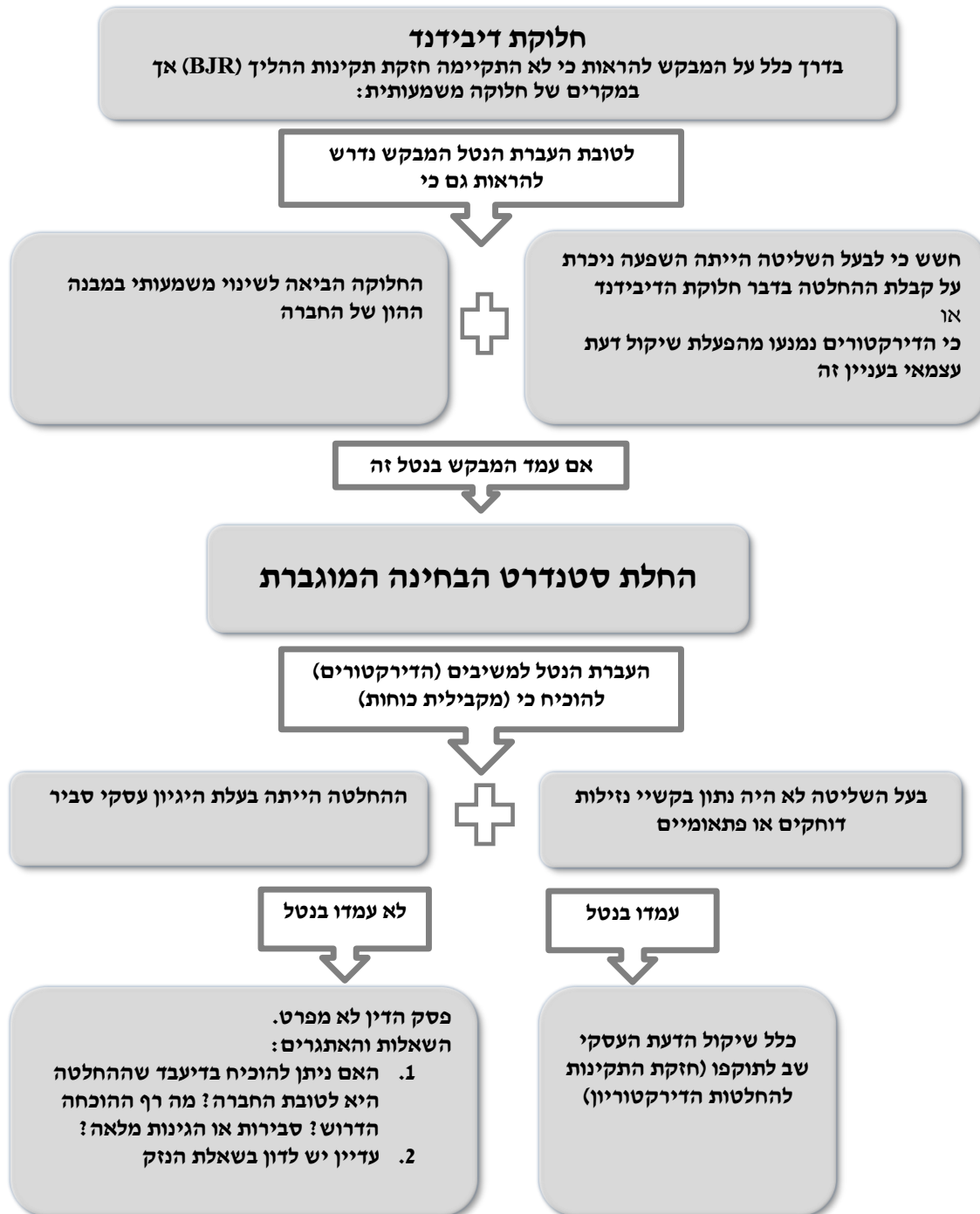
13. אם עמד התובע-המבקש בנטל זה, יעבור הנטל לנתבעים-המשיבים להראות כי בעל השליטה לא היה נתון בקשיי נזילות דוחקים או פתאומיים, שהצריכו את שינוי מבנה ההון של החברה, וכי ההחלטה היתה בעלת היגיון עסקי סביר. נקבע כי בין שני אלמנטים אלו תהיה "מקבילית כוחות": ככל שקשיי הנזילות של בעל השליטה דוחקים יותר, כך יגבר הספק בנוגע להיגיון העסקי שבהחלטת החלוקה; אם עמדו המשיבים-הנתבעים בנטל זה, ישוב כלל שיקול הדעת העסקי לעמוד בתוקפו, ונושאי המשרה ייהנו מחזקת התקינות המוקנית להם מכוחו. נציין כי פסק הדין שותק באשר לשאלה מה הנטל החל על המשיבים שעה שלא קיימו את סטנדרט הביניים.

14. המשמעות הינה כי למצבו הפיננסי של בעל השליטה יש השלכה ישירה על הנטל המוטל על המשיבים- הנתבעים כדי להוכיח את ההיגיון העסקי העומד מאחורי החלטתם. אם בעל השליטה נתון בקשיי נזילות דוחקים או פתאומיים הדבר עלול להטיל על הדירקטורים חובות אמון

⁴ ראו תרשים בסעיף 15 להלן, המתאר את הדרך המותוות על פי פסק הדין.

וזהירות מוגברות. נציין כי בית המשפט דן בנסיבות בהן היה ידוע דבר קיומה של הרכישה הממונפת ולא ברור כיצד היה על חברה לפעול אם לא היו ידועים לה צרכי הנזילות של בעל השליטה - האם לחברה זכות/חובה לדרוש מבעל השליטה נתונים אודות צרכי הנזילות שלו?

15. להלן תרשים הזרימה המתאר את הדרך אותה מתווה פסק הדין:





16. בהערת אגב (של השופט עמית) הוער כי בנסיבות בהן קיים חשש שמא החלטה בדבר שינוי מבנה ההון כרוכה בהפרת חובת אמון מצד נושא משרה, בכוחה של החברה לרפא את הפגם באמצעות עמידה בהוראות סעיף 255 לחוק, קרי באמצעות הכפפתן להליכי האישור החלים על עסקאות עם בעלי עניין.

17. בנוגע למקרה הנדון בפסק הדין נקבע כי:

א. מדיניות חלוקת הדיבידנד הייתה נהוגה בחברה מספר שנים לפני הרכישה הממונפת, ולא שונתה בעקבות הרכישה.

ב. הפחתת ההון אומנם הובילה לשינוי במבנה ההון אך נקבע כי בעלת השליטה לא נזקקה לחלוקה בכדי לעמוד בהתחייבויותיה.

ג. להחלטות שהתקבלו בנוגע לחלוקות הדיבידנד קדם דיון מעמיק בדירקטוריון – הכולל הצגת תחזיות לגבי הכנסות, רווחים וצרכים עתידיים. צוין לחיוב בפסק הדין כי החלוקה התקיימה לאחר דיון רציני ומעמיק גם על ידי ועדת המאזן המורכבת מדח"צים ודירקטורים בלתי תלויים.

ד. בעת הרלוונטית עמד אלוביץ' בראש פירמידת חברות איתנות מבחינה פיננסית ולכן נקבע כי צרכי הנזילות שלו בעקבות הרכישה הממונפת לא היו דוחקים.

ה. מבחינה עסקית – מדיניות החלוקה הייתה סבירה והתיישבה עם העובדה שבמשך שנים רבות עמדת הדירקטוריון הייתה שבזק נתונה במינוף חסר, ומהלך של הגדלת המינוף נועד להפוך את ההשקעה בחברה לאטרקטיבית יותר למשקיעים.

ו. בתקופת החלוקות ובתקופה שלאחר מכן שמרה בזק על מצב פיננסי איתן ויציב.

ז. ההחלטות על חלוקות הדיבידנד, זכו במקרה הנדון לתמיכה מסיבית של בעלי המניות (99% ומעלה). צוין כי מטבע הדברים, ככל שתמיכתם של בעלי מניות המיעוט רבה יותר, כך פוחת החשש שמא מדובר בהחלטות שנועדו להיטיב עם בעל השליטה ושאינן בטובת החברה, ולהיפך.

לסיכום, ביחס לשתי חלוקות נפסק כי חל כלל שיקול הדעת העסקי, ובנוגע לאחת החלוקות (לגביה הצליחו המערערים להוכיח כי לא חל כלל שיקול הדעת העסקי) נקבע כי מדובר במהלך עסקי סביר, ולפיכך לאחר שהנטל עבר אל המשיבים לפי סטנדרט הבחינה המוגברת, עלה בידיהם לעמוד בו.

לקריאת פסק הדין לחצו [כאן](#).



המלצות:

לאור פסקי הדין ראוי לשים לב במיוחד לעניינים הבאים:

- ✓ במקרים בהם יכול להתעורר חשש לאינטרס מובחן של בעל השליטה בחלוקת דיבידנד חריג, כדאי לשקול לקיים דיון בנוגע לחלוקה בוועדת דירקטוריון שחברה בלתי תלויים.
 - ✓ במסגרת הדיון על חלוקה יש לדון גם בהשפעת החלוקה על מבנה ההון ועל תוכניותיה של החברה, בפרט כאשר החלוקה שלובה בנטילת אשראי מהותי חדש. היקף הבחינה הנדרש תלוי בחריגות החלוקה.
 - ✓ גם בחברה יציבה אשר נהנית מתוצאות עסקיות טובות, על הדירקטוריון לבחון את יכולת הפירעון לרבות בחינת תזרים המזומנים החזוי, כאשר מתקבלת החלטה בעניין חלוקת דיבידנד ויש לתעד את הדיון בפרוטוקולים. העדר תיעוד לדיון שכזה, עשוי להביא להעברת הנטל להוכיח כי חלוקת הדיבידנד איננה חלוקה אסורה מכתפי התובעים לכתפי החברה והדירקטורים.
 - ✓ לצורך בחינת יכולת הפירעון לא די בבדיקה טכנית של נתוני הדוחות הכספיים אלא נדרשת הערכה של המצב הכלכלי האמיתי של התאגיד, מקורותיו והתחייבויותיו, להבדיל מנתונים חשבונאיים גרידא, וחשוב מכך עיתוי קבלת המקורות והלימה בינם ובין השימושים הצפויים. (בהקשר נזכיר את דוח הממצאים של הרשות כפי שנסקר במזכר הלקוחות אותו פרסמו ביולי 2015. לקריאת המזכר לחצו [כאן](#), ולקריאת דוח הממצאים לחצו [כאן](#)).
 - ✓ יש חשיבות ניכרת לתיעוד מפורט בפרוטוקול הדירקטוריון/הוועדה, לפי העניין, של הדיון בחלוקה, לרבות הנתונים שהוצגו לתמוך בעמידת החברה במבחני החלוקה והדיון בהם, הנתונים שהוצגו בקשר עם השפעת החלוקה על מבנה ההון של החברה והדיון בהם.
 - ✓ מוצע להתאים את נוסח שטרי הנאמנות לקביעות פסק דין מלרג בכל הנוגע לאמות מידה הסכמיות בשטר הנאמנות: 1. בהינתן אמת מידה הנוגעת לחלוקת דיבידנד יש לוודא כי הנוסח מאפשר מפורשות חלוקת דיבידנד רבעוני. 2. בהינתן אמות מידה הנוגעות לנתונים בדוחות כספיים מוצע לכלול נוסח שידע להתמודד עם הצגה מחדש בדוחות (ריסטייטמנט), על מנת שריסטייטמנט לא יביא להפרה אוטומטית של תנאי השטר.
 - ✓ כאשר החלוקה מתבצעת מתוך כספים שגויסו בהנפקה לציבור על פי תשקיף, יש ליתן גילוי לכך שתמורת ההנפקה עשויה לשמש לצורך חלוקת דיבידנד.
- מומלץ להתייעץ עמנו לגבי כל אחד מנושאים אלו ונשמח לעמוד לשירותכם בעניינים אלו כמו גם בשאלות אחרות העולות מהנושאים המובאים במזכר זה.



אגמון ושות' רוזנברג הכהן ושות'
Agmon & Co. Rosenberg Hacoheh & Co.

מזכר לקוחות זה אינו מהווה יעוץ משפטי ומוגש כשירות לקהל לקוחותינו.

נשמח לסייע ולייעץ בכל שאלה שמתעוררת,

irisc@agmon-law.co.il : [איריס ציבולסקי-חביליו](#), יועצת, [תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון](#),

urir@agmon-law.co.il, [אורי רוזנברג](#), שותף, ראש מחלקת [תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון](#) (משותף),

shirel@agmon-law.co.il, [שיראל גוטמן עמירה](#), שותפה וראשת [תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון](#) (משותפת),

מחלקת תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון,

אגמון ושות', רוזנברג הכהן ושות'

<http://www.agmon-law.co.il> / [תאגידים ניירות ערך ושוק ההון](#)