

דיני שמירת ההון בהצעת חוק החברות - "כללים אופטימליים"?

.....
אפריים שמידלר, דן שיינפלד*

המאמר בוחן את דיני שמירת ההון. טענת המחברים היא כי הצעת החוק החדשה אינה מתמודדת באופן מלא עם הליקויים המצויים בדין הקיים. לטענת המחברים, הנחת המוצא, לפיה ניתן להפחית את הון החברה רק על ידי עסקאות בין החברה לבין בעלי מניותיה, בטעות יסודה.

החיבור יסקור את הדין הקיים בסוגייה ואת הסיבות אשר הביאו לתיקון המוצע בהצעת החוק. לאחר סקירה זו ייבחנו הפתרונות המוצעים במסגרת הצעת החוק, לאור מסקנות אשר יגזרו מן הליקויים בדין הקיים. המחברים יבקשו להצביע על הבעייתיות הקיימת בהגדרת המושג "חלוקה" בהצעת החוק וינסו להציע הגדרה אשר תשרת טוב יותר את המטרה העומדת ביסוד דיני שמירת ההון.

1. מבוא.
2. חקיקה מצווה ובסוגיית הפחתת ההון.
 - א. בדיני התאגידים.
 - ב. בסוגיית הפחתת ההון.
3. הדין הקיים.
4. הדין המוצע.
 - א. שינוי נקודת המוצא הנורמטיבית.
 - ב. קביעת הגדרה כוללת להפחתת הון.
 - ג. קביעת כללים ברורים ונוחים ליישום.
5. סיכום ומסקנות.

* בוגרי הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית.

הקיים והן הדין המוצע לאור העקרונות האמורים, ותיגזרנה מסקנות באשר למידה בה מתיישב ההסדר המוצע עם עקרונות אלו. לאור מסקנות אלו יוצע הסדר אשר, לדעת המחברים, מתמודד עם הסוגייה באופן מקיף יותר.

דיני שמירת ההון בהצעת חוק החברות החדש - "כללים אופטימליים"?

1. מבוא.

הצעת חוק החברות, התשנ"ו - 1996¹ (להלן: הצעת החוק) כוללת פרק נפרד המוקדש כולו לנושא שמירת ההון החברה וחלוקתו. על פי דברי ההסבר המצורפים להצעה, "פרק זה הוא אחד מחידושי העיקריים של החוק המוצע, ויש בו רעיונות רבים השונים מן ההלכה הקיימת." דברי ההסבר אף מתייחסים לדין הקיים ומצביעים על כמה מן הליקויים שבו ובכלל זה, עמימות המונחים בפקודת החברות² (להלן: הפקודה) וכן על העדר עקביות בהוראות הפקודה.

מטרת חיבור זה היא לבחון את הוראות ההסדר המוצע בסוגיית שמירת ההון החברה, לאור הנחות היסוד והמטרות אשר אומצו הן על ידי יוזם ההצעה, פרופ' א. פרוקציה³, והן על ידי מנסחיה הרשמיים⁴.

טענת המחברים היא כי ההסדר המוצע, כאשר הוא נבחן לאור היעדים אשר הציבו יוזמיו ומנסחיו, נמצא לוקה בחסר ומשיג יעדים אלה באופן חלקי בלבד. יודגש כי המחברים מאמצים, לצורך חיבור זה, את אותן הנחות מוצא ויעדים אשר הנחו את מעצבי ההסדר, אך טוענים כי הצעת החוק מעוצבת באופן שאינו מאפשר עמידה מלאה ביעדים אלו.

החיבור יפתח בהצגת העקרונות המנחים התערבות חקיקתית מצווה בדיני החברות בכלל ובדיני שמירת ההון בפרט. בהמשך יבחנו באופן ביקורתי הן הדין

2. חקיקה מצווה - בדיני התאגידים ובסוגיית הפחתת ההון:

א. חקיקה מצווה בדיני התאגידים

ניתן לאמץ נקודות מוצא רעיוניות שונות לבחינת סוגיית הסדרת מערכות היחסים השונות, בתוך התאגיד ומחוצה לו. בשאלה עקרונית זו מאמצים מעצבי ההסדר החקיקתי המוצע עמדות שונות; בעוד שעל פי ועדת ברק, הנחת היסוד הנה ליברטאריאנית, ונגזרת מאוטונומית הרצון הפרטי וזכות הפרט להתאגד באופן חופשי⁵, הרי שפרופ' פרוקציה⁶ מאמץ, כמנהגו, אנליזה כלכלית תועלתנית, המצדיקה התערבות חקיקתית חיצונית ומצווה רק מקום בו כוחות השוק נכשלים ביצירת פתרון יעיל⁷.

בכל מקרה, הן ועדת ברק והן פרופ' פרוקציה מגיעים למסקנה כי הפתרון הראוי, יהא זה מטעמי חירות ויהא זה מטעמי יעילות, הוא במיעוטם של כללים קוגנטיים וריבוי כללים דיספוזיטיביים. יחד עם זאת, הכירו כל הגורמים שנטלו חלק בעיצוב הצעת החוק, כל אחד על פי גישתו הוא, בצורך בהתערבות חקיקתית קוגנטית במקרים מסוימים, כחריג לגישה הכללית המקנה חירות פעולה מלאה לתאגיד. ניתן לומר, כי בכל המקרים בהם נבחר השימוש בחקיקה מצווה, נעשה הדבר במטרה

1 הצעת חוק החברות התשנ"ו - 1995, הצ"ח 2432, כט תשרי תשנ"ו, 23.10.1995 [להלן: הצעת החוק].
 2 פקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג - 1983, דמ"י [ני"ח] 37, תשמ"ג (19.8.1983), 716 [להלן: הפקודה].
 3 א' פרוקציה "כללים אופטימליים לשמירת ההון" משפטים יד (תשמ"ה) 407, 416.
 4 דין וחשבון הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש (תשנ"ה - 1994) [להלן: ועדת ברק].
 5 מי אגמון ודי לחמרמסר "תיאוריית האכיפה בהצעת חוק החברות החדש" משפטים כו(3) (תשנ"ו) 545, 543.
 6 א' פרוקציה "זה חוזה? זה חפץ? זה חוק! תרומתה הקונסטרוקטיבית של הכלכלה לערפול מושגי היסוד במשפט" משפטים יח (תשמ"ט) 395.
 7 ההבחנה בין הגישות השונות אינה כה חדה וחלקה מכיוון שטיעוני חירות וטיעוני יעילות משמשים את שניהם. לביקורת על ערוב התחומים שבין שיקולי חירות לבין שיקולי יעילות ראה E. Zamir "The Efficiency of Paternalism" (Forthcoming) *Vir. L. Rev.*



הגנת בעלי המניות על חשבון הנושים¹¹.

חלוקת הסמכויות בתאגיד, ריכוז כוח השליטה בו ובפעולותיו בידי בעלי המניות ונציגייהם, והעדר ייצוג בהנהלת התאגיד לנושים ולאינטרסים שלהם, מחריפים את ממדיה המעשיים של התנגשות אינטרסים זו, ויוצרים מצב בו לבעלי המניות ישנה יכולת, לפחות במצב המשפטי הקיים כיום¹², לפעול, דרך הנהלת החברה, באופן הממקסם את תועלתם של בעלי המניות, גם אם על חשבונם של הנושים וביטחונם הכלכלי. בנסיבות אחרות, ייתכנו מקרים בהם נושאי משרה בתאגיד ויבקשו לבצע פעולות שתכליתן, למיטב הבנתם, לתועלת החברה, אך תוצאתן תהא הצבת החברה בסכנת חדלות פירעון, ומכאן - העמדת הנושים והשקעתם בחברה בסיכון ניכר. בשני המקרים המתוארים לעיל, יש חשש לביצוע פעולה, העשויה להיות בעלת גיוון כלכלי ומסחרי בריא מבחינת התאגיד ובעלי מניותיו, אך שתוצאתה תהא העמדת הנושים בסיכון המחייב הגנה חקיקתית כלשהי.

מהמקובץ עולה, כי בהעדר מערכת כללים המסדירה את יחסי התאגיד ונושיו באופן המונע אפשרות התאגיד לבצע פעולות חד צדדיות כאלו למורת רוחם של הנושים, מוצאים אלו את עצמם נתונים לחסדי הנהלת התאגיד והחלטותיה, כאשר השקעתם הכספית בתאגיד מוטלת לעתים על קרן הצבי¹³.

נושה, המתקשר במערכת יחסים חוזית עם תאגיד, מחשב את כדאיות עסקת ההלוואה, ואת גובה התמורה שידרוש עבור מתן האשראי לתאגיד, בעיקר לפי מידת הסיכון הכרוכה בהלוואה. מידת סיכון זו נקבעת,

להגן על המשקיעים בתאגיד, יהיו אלו בעלי מניות או צדדים שלישיים, מפני פעולה היכולה לפגוע באינטרסים של אותו משקיע, ואשר מפניה אין הוא יכול להתגונן באמצעיו שלו, או שעלות ההתגוננות גבוהה מהנזק אשר יוסב לו אם לא יתגונן⁸.

ב. חקיקה מצווה בסוגיית שמירת ההון

נפנה עתה לבחינת השאלה האם על פי קריטריונים אלה יש מקום להתערב באופן מצווה כדי להסדיר את סוגיית השמירה על ההון החברה. הכללים השונים החלים על בעלי המניות בתאגיד מחד גיסא ועל נושיו מאידך, מכתביים ניגודי אינטרסים מובנים במספר מישורים במסגרת מערכות היחסים התאגידיות; ראשית, חסינותם של בעלי המניות מפני ירידה לנכסיהם הפרטיים במקרה של חדלות פירעון התאגיד מהווה עבורם תמריץ להעברת הונה של החברה ורווחיה לכיסם הפרטי, בעוד שהנושים כמובן יעדיפו שמירה על ההון גדול ככל הניתן במסגרת התאגיד, על מנת שיהווה ערובה כלכלית להתחייבויות התאגיד כלפיהם⁹. יתרה מזאת, שייכות האינטרס השיורי בחלוקת רווחי החברה לבעלי המניות ממריצה אותם להפנות את ההון החברה להשקעות באפיקים המאפשרים תשואה גבוהה, גם אם במחיר של סיכון גבוה, בעוד נושי התאגיד מטבעם יעדיפו השקעות בטוחות, בתשואה נמוכה יותר, וזאת משום שאין הם עשויים להרוויח דבר מהתשואה הגבוהה, אך נטל התממשות הסיכון על ראשם¹⁰. יצוין, כי ייתכנו מקרים בהם מגן האיסור על הפחתת ההון הן על הנושים והן על בעלי המניות מפני פעולה של נושא משרה המביאה את החברה לידי חדלות פירעון אך קשה להעלות על הדעת מצב בו יופעלו דיני שמירת ההון לשם

8 ראו אגמון ולחמן-מסר, **לעיל** הערה 5, בע' 547.

9 א' פרוקציה "הבעלות על הפירמה וסייגיה" - נושים עובדים אלמנות ויתומים בדיני החברות" **משפטים** כב (תשנ"ג) 303. **שם**, בע' 309.

11 ראו ע"א 486/89 **קמחי נ' פויכטוונגר**, פ"ד כד(1) 527, 531. יצוין כי לו היה עניין זה נידון בימינו, סביר כי העילה בגינה הייתה נפסלת העסקה היא הפרת חובת האמונים של נושא משרה כלפי החברה.

12 לעניין זה, קבע השופט (כתוארו דאז) ברק, בע"א 817/79 **קוסוי נ' פויכטוונגר** פ"ד לח(3) 253, כי לבעלי מניות בחברה חובות אמון, למצער - כלפי בעלי מניות אחרים וכלפי החברה עצמה, ומכאן שיתכן שפעולה שתועיל לבעלי המניות אך תזיק לחברה תיפסל.

13 א' פרוקציה "כללים אופטימליים לשמירת ההון" **משפטים** יד (תשמ"ה) 407, 416.

ובאילו תנאים, אם בכלל, ראוי לאסור בכל זאת הפחתת הון, כחריג לכלל המתיר פעולה כזו? הן הדין הקיים, והן הדין המוצע, ייבחנו להלן לאור שאלות אלו.

3. הדין הקיים.

פקודת החברות, אינה קובעת כל הסדר כולל בסוגיית הפחתת ההון, ולמעשה כלל אינה מזכירה מונח זה במפורש. הפקודה מתירה במפורש מספר פעולות ספציפיות, שעל פי טבען מהוות הפחתת הון, ומאידך קובע סעיף 139 לפקודה איסור על סיוע לרכישה עצמית של מניות, אף היא פעולה המפחיתה את הון החברה. ככלל, ניתן לומר שעמדתו הבסיסית של הדין הישראלי, שגובשה כמעט כולה על בסיס המשפט המקובל¹⁷, שוללת פעולות המהוות הפחתת הון, למעט החריגים המפורשים בפקודה¹⁸.

נוסף על אי הבהירות, לוקה הדין הנוכחי בהסדר המהותי שהוא קובע בשני מישורים מנוגדים; במישור האחד, כלולים בו איסורים גורפים על פעולות מסוימות, בלא קשר הכרחי למידת הנזק שהן גורמות בפועל לנושי התאגיד. במישור האחר, חסרה בו התייחסות מפורשת למגוון פעולות המביאות להפחתת הון החברה, והעלולות לגרום לפגיעה בנושים. מכאן, שניתן לומר שהדין הנוכחי לוקה במקרים מסוימים בהגנת יתר על הנושים, ובמקרים אחרים אינו מגן עליהם כלל.

טול לדוגמא את סעיף 139(א) לפקודה. סעיף זה אוסר על חברה לסייע ברכישת מניותיה באופן גורף על אף שלחברה עשוי להיות אינטרס לגיטימי ברכישת מניותיה בין ישירות ובין ע"י סיוע לחברה אחרת לעשות כן. מולו, סעיף 139(ב)(1) לפקודה מתיר לחברה אשר

במידה רבה, לאור יכולתו הנחזית של התאגיד, על פי נתוניו הכלכליים בעת קשירת העסקה, לעמוד בהתחייבויותיו כלפי הנושה¹⁴. מכאן, שעיקר חששו של נושה כזה הוא מפני פעולה של התאגיד, לאחר קשירת העסקה, שתפחית את הונו העצמי של התאגיד. הפחתת הון בהיקף ניכר עלולה להעמיד בספק את יכולת התאגיד לעמוד בהתחייבויותיו כלפי הנושה, ובכך להעמיד את הנושה בסיכון כלכלי ניכר, ולשלול את הבסיס הרציונלי לחישובי כדאיות העסקה.

ברור, אם כן, ששמירה על אינטרס הנושים מחייבת קביעת מערכת כללים ביחסי תאגיד-נושה שתמנע מהתאגיד את האפשרות לבצע הפחתות הון המסכנות את הנושים באופן חד צדדי וללא הגבלה.

מנגד, יש לזכור כי כל הגבלה שתוטל על יכולתו של התאגיד לעשות שימוש בהונו תהווה פגיעה בחירותו העסקית; כמו כן, קיימים מקרים בהם יש לתאגיד אינטרס מסחרי לגיטימי להפחית את הונו, ואיסור גורף על פעולה כזאת עלול לפגוע ביכולתו של התאגיד להתמודד בשוק החופשי¹⁵. כך, למשל, כאשר תאגיד רוכש את מניותיו הוא לשם עשיית שוק או ויסות תנודות חריגות בערכו, או במהלך ניסיון לצמצם את מספר המניות הצפות בשוק על מנת לסכל ניסיון להשתלטות עוינת¹⁶.

מהאמור לעיל עולה, שכל הסדר אפשרי בסוגיית שמירת הון התאגיד חייב ליצור איזון מוגדר בין שאיפתו המסחרית והכלכלית של התאגיד לחופש פעולה מקסימלי מחד גיסא, לבין הרצון להגן על נושי התאגיד מפני פעולות העלולות להעמידם בסכנה של אובדן השקעתם בתאגיד. במסגרת יצירת האיזון האמור, נדרשת תשובה לשתי שאלות יסודיות. האחת - האם ראוי להתיר לתאגיד להפחית את הונו; ואם כן - מתי,

14 על הספקות לגבי תוקפה האמפירי של קביעה זו ועל הצורך להתבסס עליה חרף ספקות אלה ראו שם, בעמ' 415.

15 שם, עמ' 435.

16 "גרוס" ההון העצמי בחברה כיכרית בטחון לנושים - הגנה אמיתית או מדומה? (מאה שנה להלכת Trevor), עיוני משפט יג (התשמ"ח) 439, 442. יצוין גם כי ישנן דעות לפיהן התנגדות התאגיד לניסיון השתלטות היצוני אינו בגדר פעולה מסחרית לגיטימית, או לכל הפחות - רצויה מבחינה כלכלית; לעניין זה, ראו א' פרוקצ'יה, דיני חברות חדשים בישראל (המכון למחקרי חקיקה ולמשפט השוואתי ע"ש סאקר, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית, ירושלים, התשנ"ד) בע' 582-583.

17 (Trevor v. Whitworth [1887] 12 A.C. 409 (H.L)).

18 "כהן, דיני חברות (בורסי, תל - אביב, 1988).



פרשני אך אין לקבוע איסור על דרך הפרשנות מקום בו אין איסור מפורש²¹.

הבעייתיות הטמונה בהסדר החקיקתי הקיים באה גם לידי ביטוי מעשי בעל השלכות ניכרות, במסגרת מסכת האירועים הידועה בכינוי "פרשת ויסות מניות הבנקים". פרשה זו, והמשבר הכלכלי החריף אשר נגרם בעטייה, עוררו, בין היתר, שאלות נוקבות באשר לגבולותיה הראויים של מדיניות "עשיית שוק". בין היתר, במסגרת פרשה זו, נחשפו תופעות הנוגעות לסוגיית הפחתת ההון, כגון קניה עצמית של מניות על ידי הבנקים, ואף הסכמים בין בנקים לקניה הדדית של מניות²². ניסיונות להתמודד עם תופעות אלו על ידי שימוש בכלים המשפטיים הקיימים, אילצו את הגופים הנוגעים בדבר לנקוט טכניקות פרשניות מרחיקות לכת על מנת לפסול תופעות אלו ולהטיל סנקציות בגינן²³, המחישו את אוזלת ידו של ההסדר הקיים²⁴, ואת הצורך בקביעת גבולות ראויים ל"עשיית שוק", כחלק ממהלך כולל לקביעת מדיניות בסוגיית הפחתת ההון²⁵.

בשנת 1991 התקבל התיקון הרביעי לפקודת החברות²⁶, ובמסגרתו, בין היתר, הוספו סעיפים 96כ(ב) ו-96כז(ב), הפותחים פתח לקיום חובות זהירות ואמונים של נושאי משרה בתאגיד גם כלפי "אדם אחר", קרי - מי שאינו התאגיד. ישנם הסבורים כי על בסיס הוראות אלו בפקודה, ניתן להסיק את קיומן של חובות אמונים וזהירות של נושאי משרה בתאגיד גם כלפי נושי התאגיד²⁷. מעמדה זו ניתן להסיק

עיסוקה הרגיל הוא הלוואות להלוות לחברה אחרת לשם רכישת מניותיה בלא להבחין בין הלוואה מוטבת, המהווה הפחתת הון בגובה ההטבה, לבין הלוואה בתנאי שוק רגילים אשר אינה מהווה הפחתת הון¹⁹.

הבעייתיות בהסדר זה ברורה; אף אחת משתי האפשרויות הקיצוניות הללו אינה משיגה את האיזון הראוי בין חירות הפעולה של התאגיד לבין ההגנה על אינטרס הנושים. בחלק מהמקרים חירותו של התאגיד נשללת לחלוטין, ובחלקם האחר נותרים הנושים חשופים לפגיעה מצד התאגיד. יתר על כן, לוקה ההסדר הקיים במישור נוסף, והוא מידת בהירותו; חלקיות וארעיות החקיקה הקיימת אינה מקלה על הנושה או התאגיד את הבנת המגבלות המוטלות על פעולותיהם.

הפסיקה הייתה ערה לתוצאות הבלתי רצויות של ההסדר הקיים ואף קבעה כי במקרה שמתבצעת פעולה אשר הדין הקיים אוסר אותה תבחן קודם השאלה האם יש בפעולה משום הפחתת הון בפועל. היה וימצא כי אין הפחתת הון כאמור או אז תותר הפעולה על אף האיסור בדין²⁰. ניתן לטעון מכוח היקש כי הפרשנות האמורה פועלת באופן דרסטי, משמע מקום בו בוצעה פעולה המותרת על פי דין אך המביאה לידי הפחתת הון החברה, תיאסר אותה פעולה מכוח פרשנות חרף העדר האיסור. כתגובה לטענה זו, הובעה הדעה כי כוחה של קביעה זו יפה למצב של הגנת יתר, היינו מצב בו בוצעה פעולה אסורה ללא פגיעה בפועל באינטרס הנושים, אך לא למצב של העדר הגנה. קרי - ניתן לגזור היתר באופן

19 מי בלטמן "הלוואה מסובסדת כהפחתת הון" משפטים יט (תשמ"ט) 7, 8, 16.

20 זוהי גישת השופט (כתוארו אז) ברק ד"ר 39/80 ברדיגו נ' ד.ג.ב. 9 טקסטיל פ"ד לה(4) 197, 225, 226.

21 א' פרוקציה "ארבעים שנה לדיני החברות" משפטים י"ט (תשי"ן) 729, 740.

22 דין וחשבון ועדת החקירה בעניין ויסות מניות הבנקים (ירושלים) (ניסן התשמ"ו, אפריל 1986, 173).

23 שם, 337, 335.

24 שם, 371, 370.

25 ראו פרוקציה, לעיל הערה 13, בע' 415, 414.

26 ס"ח 1352, התשנ"ה, 132.

27 ראו פרוקציה, לעיל הערה 9, בע' 311.

המתוארים לעיל בדין הקיים מספר קווים מנחים לדין הראוי:

ראשית, מן הראוי לשנות את נקודת המוצא הנורמטיבית, ולקבוע כי פעולה המהווה הפחתת הון תהא מותרת לתאגיד, תוך תחימת גבולות היתר זה על פי מידת הסיכון שאותה פעולה מטילה על הנושים.

שנית, יש לנטוש את הגישה הקאזואיסטית העומדת ביסוד החוק הקיים, המנסה להגדיר פעולות המהוות הפחתת הון על פי סוגן והאופן בו הן מבוצעות. יש לאמץ גישה מקיפה יותר, אשר תגדיר פעולה נתונה כהפחתת הון על פי תוצאותיה והשפעתה על הון החברה.

שלישית, על מנת לאפשר יישום מעשי של האיזון המוצע, יש לשאוף ליצירת כללי פעולה בהירים וניתנים לביצוע ככל האפשר ולהימנע מן הצורך לקבוע איסורים היתרים בדרך של פרשנות פסיקתית.

4. הדין המוצע.

להלן תיבחן הצעת החוק, כפי שנוסחה על ידי וועדת ברק, לאור הקווים המנחים שהוזכרו לעיל.

א. שינוי נקודת המוצא הנורמטיבית.

מעיון ראשוני בהצעת החוק עולה בבירור, כי מסקנה זו מיושמת באופן יסודי, וזאת על ידי אימוץ הנחת מוצא ההפוכה לזו הקיימת בדין הנוכחי.

נקודת המוצא בהצעת החוק היא כי מותר לתאגיד לבצע פעולה המהווה הפחתת הון, וכחריג לכך ייקבע איסור על הפחתת הון אם היא מביאה לסכנה לפגיעה בנושי התאגיד.

ככלל, אמור מעתה כי פעולה המהווה הפחתת הון מותרת לביצוע על ידי התאגיד²⁸, ורק בהתקיים תנאים מסוימים יחול החריג האוסר על פעולות מסוג זה²⁹. מעיון בסעיפי ההגדרה של התנאים לקיום חריג זה,

כי ייתכן שאין צורך ביצירת הסדר חקיקתי מפורט להסדרת סוגיית הפחתת הון החברה, אלא ניתן להסתפק בסטנדרטים הכלליים שקובעים סעיפים אלו, ולאורם לקבוע כי כל פעולה המפחיתה את הון החברה בדרגה המעמידה את נושי אותה חברה בסכנה תהווה הפרה של חובות נושאי המשרה בתאגיד כלפי אותם נושים, ומכאן - אסורה.

פתרון מוצע זה לבעיה הנדונה אינו נראה רצוי למחברים. ניתן אמנם לראות בהפחתת הון כמקרה פרטי של הפרת חובת הזהירות של התאגיד כלפי נושיו. עדיין, הפתרון המוצע מבוסס על כללים חקיקתיים עמומים, המנוסחים באמצעות מושגי שסתום, ואשר יישומם, בכל מקרה לגופו, נותר בידי בתי המשפט. ניסוח כללי פעולה עמומים מצמצם את היכולת להסתייע בהם לצורך הכוונת התנהגות ויוצר אי ודאות באשר לגבולות האסור והמותר על פיהם.

טעם נוסף, ליתרון בשימוש בכללים ממוקדים ונהירים, נובע מהתחום בו עוסקת החקיקה הנדונה. חקיקה עמומה עלולה להפוך לאבן נגף כלכלית בשל אי הודאות שהיא יוצרת. נושא משרה בתאגיד, הפועל בתנאי אי ודאות כאמור, עלול להימנע מנטילת סיכונים עסקיים העשויים להשיא רווחים לתאגיד, כיוון שאינו יכול לדעת מראש האם פעולתו מותרת או אסורה. התוצאה, מבחינה כלכלית - פעילות תת-אופטימלית.

מטעמים אלו, יש לנסח באמצעות מושגי שסתום, רק בהעדף אפשרות טובה לנסח כללי פעולה מדויקים ובהירים. לדעת המחברים, אין זה המצב במקרה דנן, שכן ניתן לנסח בנושא זה כללים בהירים יותר, כפי שיובהר להלן.

חיזוק לדעה זו ניתן למצוא בעובדה שגם פרופ' פרוקצ'יה, שכאמור הביע את הדעה לפיה ניתן, מכוח תיקון מס' 4 לפקודת החברות, להכיר בחובות אמונים וזהירות של בעלי משרה גם כלפי נושי החברה, הוסיף בהצעת החוק פרי עטו כללים ספציפיים ומפורטים בנושא השמירה על הון החברה.

הן פרופ' פרוקצ'יה והן וועדת ברק, גזרו מהליקויים

28 סעיף 347 להצעת החוק.

29 סעיף 348 להצעת החוק.



"חלוקה" - העברה, במישרין או בעקיפין לרבות התחייבות להעברה כאמור מן החברה לציבור בעלי מניותיה כולו או חלקו, של כסף, רכוש, זכות או טובת הנאה אחרת, ללא תמורה שוות ערך אם בדרך של תשלום דיבידנד, או בכל דרך אחרת לרבות רכישה כהגדרתה להלן והקצאת מניות שלהן ערך נקוב בפחות מערך זה ולמעט הקצאת מניות הטבה"

"רכישה" - בידי חברה או חברת בת שלה של מניות החברה או אופציות לקניית מניות החברה, או סיוע ישיר או עקיף לרכישתן, או לחתימה עליהן או קבלתן בעסקת משכון ולרבות התחייבות לעשות כל אחד מאלה."

ס' 349(ב) קובע כי חברת בת לעניין רכישת מניות היא חברה שחברת האם שלה מחזיקה ביותר ממחצית מניותיה.

כפי שניתן לראות, אימצה הוועדה נוסח המונה מספר רב של חלופות לביצוע "חלוקה", ואף כולל בסופו חלופה כללית - "בכל דרך אחרת", ומכאן לכאורה ניתן ללמוד כי רשימת החלופות המובאת בגוף ההגדרה כוללת דוגמאות להפחתת הון, ואינה בכלל אופן רשימה סגורה או ממצה. המחברים סבורים כי אין בכך רבותא, שכן ההגדרה בכללותה, על הסיפא שלה, מתייחסת אך ורק לפעולות הנעשות בין התאגיד לבעלי מניותיו, ומכאן שאינה חלה על פעולות הנעשות ב"מעגל החיצוני" לתאגיד, קרי - בין התאגיד לבין צדדים שלישיים. כפי שיובהר להלן, ישנו מגוון פעולות היכולות להתבצע באותו "מעגל חיצוני", שתוצאתן תהיה בהכרח הפחתת הון התאגיד.

למשל - חברה א' מחזיקה במניות חברה ב'. זו בתורה מחליטה לקנות מניות חברה א'. תוצאת מצב זה, אותו נכנה "בעלות מעגלית", היא הפחתה בהון של שתי החברות המעורבות.

נבהיר את הדוגמא: במצב המתואר, שבו לכל אחת

עולה בבירור הכוונה לצמצם את הפגיעה בחופש הפעולה העסקי של התאגיד אך ורק למקרים בהם פעולתו מטילה סיכון ניכר על נושיו. הסדר כזה עולה בקנה אחד עם כוונתה המוצהרת של ועדת ברק להתיר לתאגיד חופש פעולה מרבי במסגרת השוק החופשי, ולכפות התערבות חיצונית רק מקום בו קיים כשל שוק³⁰. אינדיקציה נוספת לשינוי ההתייחסות למשמעות והשלכות פעולה המפחיתה את הון התאגיד ניתן למצוא בביטולה של הסנקציה הפלילית המוטלת מכוח הדין הקיים³¹.

ביחס לשאלה מהו סף הפחתת הון המותרת, אימצה ועדת ברק קו הפרדה מחמיר; ס' 348 להצעת החוק, על סעיפי המשנה שבו מתיר חלוקה, היינו - פעולה המהווה הפחתת הון, רק מתוך הרווח המתואם המצטבר של החברה, ובהעדר רווח כזה - מתוך הרווח המתואם המצטבר של החברה בשנתיים האחרונות, ועד לגובה רווח זה, והכל - בתנאי שאין בכך חשש סביר לחדלות פירעון.

על ידי קביעת הכלל האמור, סתתה ועדת ברק מהנוסח המקורי של הצעת החוק כפי שהוצעה ע"י פרופ' פרוקציה³², שהציע את המבחן הבא, לפיו תותר הפחתת הון אלא אם נתקיימו אחת מאלה:

חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בפירעון כל חובותיה בהגיע מועד פירעונם;

נכסיה השוטפים של החברה יהיו שווים, לאחר ביצוע החלוקה, פחות מהתחייבויותיה השוטפות.

נכסי החברה יהיו שווים, לאחר ביצוע החלוקה, פחות מסכום התחייבויותיה והונה המוצהר.

ב. קביעת הגדרה כוללת להפחתת הון.

בעניין זה, מאמצת הצעת החוק את המושג "חלוקה" וקובעת לאמור³³:

30 מי אגמון ודי לחמרמסר, לעיל הערה 5, בע' 347.

31 לעניין זה ראו שם, בעמ' 558.

32 ראו פרוקציה, לעיל הערה 13, סעיף 2, בע' 411.

33 סעיף 1 להצעת החוק.

א' מידי החברה עצמה, הרי שתמורת המניות ששולמה לחברה א' הייתה בגדר "העברה... מן החברה לציבור בעלי מניותיה", והוראות הצעת החוק היו חלות. נניח, עם זאת, כי חברה ב' לא רכשה את מניות חברה א' מידי החברה עצמה, אלא מידי בעל מניות של חברה א', שאינו בעל מניות בחברה ב'. נמצא, שלא תתקיים כאן "העברה... מן החברה לציבור בעלי מניותיה", ובהתאם - לא יחולו הוראות הצעת החוק. מכאן נובע, שאירוע המהווה הפחתת הון לפי מהותו הכלכלית, אינו נכלל בהגדרת "חלוקה" בהצעת החוק.

האם מדובר ב"רכישה"? - הגדרת המונח בהצעת החוק עוסקת בקניית מניות החברה על ידי החברה עצמה או חברת בת שלה; כאמור, "חברת בת" לעניין זה היא חברה אשר החברה האם מחזיקה בלמעלה מ 50% ממניותיה. נראה אם כן, שהמקרה שלפנינו אינו נופל בגדר "רכישה" שכן אף אחת מן החברות לא רכשה את מניותיה שלה וכן אין מתקיימים בין החברות יחסי חברת אם וחברה בת.

לאור האמור לעיל ניתן לקבוע כי הצעת החוק אינה מתמודדת ישירות עם מצבי "בעלות מעגלית". ייתכן שהיה מקום לכלול בהצעת החוק התמודדות ישירה עם בעיית הבעלות המעגלית³⁴, אולם בעלות מעגלית הנה רק דוגמא. קיים מגוון של דרכים להפחית את הון החברה אשר ההצעה, כך נראה, מתעלמת מהן; למעשה כל השקעה ארוכת טווח יכולה לשמש דוגמא לפעולה המפחיתה את הון החברה מכיוון שבכל נקודה שהיא על ציר הזמן קודם לקבלת התמורה כנגד ההשקעה, ימצא התאגיד במצב בו הוציא מהונו ללא קבלת תמורה שוות ערך.

לדוגמא - נניח תאגיד, אשר כל התחייבויותיו הן בנות פירעון תוך שנה אחת. התאגיד נוטל מהונו העצמי ומשקיע אותו בהשקעה העתידה להתחיל לשאת פרות בעוד חמש שנים (מחקר ופיתוח, הכשרת כוח אדם, פס ייצור חדש וכו'). נניח גם כי לאחר ההשקעה, סך נכסיו של התאגיד נמוך מסך התחייבויותיו. במצב דברים זה,

משתי החברות המעורבות יש בבעלותה מניות של החברה השניה, מצבת נכסיה של חברה א' כוללת בתוכה את מניות חברה ב' הנמצאות בידה. שוויין של מניות חברה ב', בתורן, מורכב, בין היתר, מהחזקתה של חברה ב' במניות חברה א'. אם תגיע חברה א' לידי חדלות פירעון יבקשו הנושים לממש את נכסי חברה א' כדי לפרוע את התחייבויותיה כלפיהם. בבואם לממש את מניות חברה ב' שבידי חברה א' יגלו כי ערכן של מניות אלה פחת, שכן החלק היחסי מערך המבטא את החזקת חברה ב' במניות חברה א' אינו קיים יותר שכן חברה א' היא חדלת פירעון ומניותיה חסרות ערך. ניתן להמחיש זאת טוב יותר על ידי שימוש בדוגמא מספרית:

לחברה א' 40% ממניות חברה ב'. חברה ב' רוכשת 40% ממניות חברה א'. חברה א' מוכרזת כחדלת פירעון. מניותיה מאבדות את ערכן. נושי חברה א' מבקשים לממש את נכסיה, ובכלל זה את מניות חברה ב' שבידיה. מניות אלה מייצגות 40% מערכה של חברה ב'. ערך זה כולל גם את שווי מניות חברה א' שבידי חברה ב', מניות אלה כאמור הן חסרות ערך בשל היותה של חברה א' חדלת פירעון. מכאן, ש 40% מתוך 40% מערכה של חברה א' מאויינים במצב של חדלות פירעון, משמע 16% מנכסי חברה א' אשר נחזים על ידי נושיה כברי מימוש הנם למעשה חסרי ערך במצב אמיתי של חדלות פירעון.

המצב המתואר לעיל הנו סימטרי, היינו - האמור לעיל, כוחו יפה גם בהגיע חברה ב' לידי חדלות פירעון, שכן, כאמור, קיים מצב של בעלות הדדית, או "מעגלית", של שתי החברות, האחת במניות השניה ולהפך.

נבחן כעת האם הצעת החוק נותנת מענה לבעיה זו;

האם מדובר ב"חלוקה"? - זו כאמור מוגדרת כ"העברה... מן החברה לציבור בעלי מניותיה"; נקודת המוצא שלנו היא שחברה א' היא בעלת מניות בחברה ב'. לו חברה ב', בתורה, הייתה רוכשת את מניות חברה

34 זוהי הגישה אשר מאמץ הדין הצרפתי הקובע כי חברה מנועה מלרכוש את מניותיה של חברה אחרת המחזיקה ב 10% ויותר ממניותיה; (358) s. לחוק 66-537 מ-24/7/1966. לעניין זה ראו פרוקציה, לעיל הערה 16, בע' 488, בה"ש 13.



ויתכן להחילן מכוח פרשנות גם על פעולות אשר אינן במישור יחסי התאגיד ובעלי מניותיו, אך עונות להגדרת הפחתת הון במהותה הכלכלית. משמע, מקום בו מתקיימת הפחתת הון במובנה הכלכלי תתכן האפשרות לאסור אותה מכוח פרשנותה של הצעת החוק גם אם אין הוראות החוק חלות עליה ישירות³⁶.

עם טענה זו ניתן להתמודד בשני מישורים; ראשית, כבר נטען כי אין לגזור מן היכולת להתיר איסורים על ידי פרשנות יכולת דומה להטיל איסורים פרשניים מקום בו החוק אינו קובע איסור כזה. אמנם, החלפת מנגנוני האכיפה בדיני החברות מפליליים לאזרחיים, כפי שהציעה ועדת ברק מקהה במעט את עוקצה של טענה זו אך עדיין ניתן לטעון כי הטלת איסורים מכוח פרשנות אינה פרקטיקה ראויה.

שנית, בהנחה שניתן להרחיב את תחולת הוראות ההצעה מכוח פרשנות, יש לשאול - האם זו הדרך הראויה לפתרון הבעיה? ניתן לטעון, כי טכניקה של הרחבת איסורים קיימים מכוח פרשנות שיפוטית של החוק אפשרית גם על בסיס ההסדר הנוכחי, ואם כך - מה תורמת הצעת החוק החדשה להסדרת סוגיה זו?

5. סיכום ומסקנות:

מטרתה המוצהרת של חקיקה מצווה בתחום שמירת הון החברה היא מתן הגנה נאותה לנושים מפני פעולות מודעות המפחיתות את הון התאגיד. מעיון בהוראות הצעת החוק עולה כי ההגנה אותה היא מעניקה לנושים הנה חלקית. טווח הפעולות הזוכה להתייחסות במסגרת דיני שמירת הון מוגבל לאותן פעולות המתבצעות בין התאגיד לבין בעלי מניותיו. כפי שהובהר לעיל, ניתן להטיל על הנושים את סיכוני חדלות הפירעון גם על ידי

אם יתרחש אירוע, במהלך אותה שנה, אשר יביא את החברה לידי חדלות פירעון, לא תוכל החברה לשלם את חובותיה לנושים.

נראה, כי כל הפעולות אותן רואה הצעת החוק הפחתת הון, מתבצעות ב"מעגל הפנימי" של התאגיד, קרי - במסגרת היחסים בין התאגיד לבעלי מניותיו, ולרווחת בעלי המניות. יתכן כי מנסחי ההצעה סברו כי הפחתות הון יכולות להיגרם אך ורק בתוך "המעגל הפנימי" ואמנם, מרבית המקרים המוכרים בספרות ובפסיקה כגורמים להפחתת הון אכן מתרחשים במסגרת זו. אולם, כפי שאינו תכנה פעולות ב"מעגל החיצוני", היינו - מחוץ למישור יחסי התאגיד ובעלי מניותיו, העלויות להביא להפחתת הון התאגיד. פעולות אלה נעשות מטעמים עסקיים לגיטימיים, אולם יש לזכור כי אליבא דוועדת ברק, התערבות חקיקתית מצווה בנושא שמירת ההון אינה מותנית בכך שהפעולה הגורמת להפחתת ההון תעשה למען רווחתם הישירה של בעלי המניות. משמע, שעל פי עקרונות ועדת ברק עצמה אין מקום להבחנה בין הפחתות הון שמקורן בפעולה המניבה רווח ישיר לבעלי המניות לבין הפחתות הון שמקורן בפעולות אחרות³⁵. דין אחד צריך לחול על כולן. כוחה של קביעה זו יפה גם בכל הנוגע לאבחנה בין פעולות המתבצעות ב"מעגל הפנימי" של התאגיד, לעומת אלו המתבצעות ב"מעגל החיצוני".

התעלמות מפעולות מסוגים אלו, למרות תוצאותיהן השליליות שהובהרו לעיל, הופכת את ההסדר המוצע לפתרון חלקי בלבד לבעיית שמירת הון החברה.

ג. קביעת כללים ברורים ונוחים ליישום:

ניתן לטעון כי ההגדרות של "חלוקה" ו"רכישה" בהצעת החוק אינן מהוות רשימה סגורה של מקרים

35 י" כהן, לעיל הערה 18, בע' 323; וכן ראו הלכת Trevor, לעיל הערה 17.

36 ניתן להסיק זאת על דרך של היקש שלילי מדברי השופט ברק בדין 39/80, לעיל הערה 20, שם קבע השופט (כתוארו אז) ברק כי פעולה שעל פי הדין הקיים הנה הפחתת הון אסורה תותר בכל זאת, בשל העדר תוצאה מהותית של הפחתת הון התאגיד. מכלל הן נקיש לאו - מקום בו פעולה נתונה אינה אסורה על פי הדין, הקיים או המוצע, ייתכן עדיין לאסור אותה על ידי פרשנות באם תוצאתה המהותית הנה הפחתת הון התאגיד.

משקיע מהונו במסלול השקעה העתיד לשאת פרות במועד עתידי כלשהו, בכל שלב שהוא עד לקבלת התמורה בפועל תהיה התוצאה **ההכרחית** של ההשקעה האמורה הפחתה של הון החברה. אם היקפה הכספי של ההשקעה, ומכאן - היקף הפחתת הון התאגיד, גדול מסך התחייבויותיו של התאגיד לתקופה עד לקבלת התמורה בעד ההשקעה, אזי ההשקעה האמורה יוצרת אפשרות לחדלות פירעון בתאגיד, ובכך מסכנת את נושיו.

יצוין גם, כי כל הפעולות המוגדרות בדין הקיים כהפחתת הון אסורה עונות להגדרה זו. חלוקת דיבידנד מתוך ההון, מתן הלוואות מוטבות לבעלי מניות, רכישה עצמית של מניות - כולן פעולות שעל פי מהותן מביאות בהכרח להפחתת הון התאגיד. לכן, יש לאסור כל הפחתת הון, כמתואר לעיל, במידה שהיא מביאה את התאגיד למצב של חדלות פירעון פוטנציאלית, קרי - מצב בו סך נכסיו של התאגיד נמוך מסך התחייבויותיו.

ברור, עם זאת, כי כל הפעולות המתוארות לעיל יכולות להיות חיוביות ודרושות לניהולו התקין והרווחי של תאגיד. אין בכוונת המחברים להציע הטלת איסור מוחלט על פעולות כאלו. הטענה היא כי בעוד שיש לאפשר לתאגיד לנקוט בצעדים הדרושים לתפעולו הרווחי, ובכלל זה - השקעות לטווח ארוך, חלוקת דיבידנדים מתוך ההון, וכיו"ד, הרי שאין כל הצדקה לאפשר לתאגיד להטיל את הסיכון הכלכלי הנלווה לפעולות אלו על כתפיהם של נושיו הנוכחיים, על ידי העמדתם במצב של חדלות פירעון פוטנציאלית. זאת, במיוחד לאור קיומן של דרכים חלופיות להשגת המימון הנדרש לפעולות האמורות, כגון - הנפקת מניות, נטילת הלוואות, וכיו"ב.

ניתן להעלות שני נימוקים להצדקת עמדה זו:

ראשית, מבחינה מוסרית, אין זה ראוי להרשות למי שהתחייב כלפי אדם אחר, לעשות בידועין מעשה הפוגע

פעולות המתבצעות שלא במסגרת היחסים בין התאגיד לבעלי מניותיו. אלו כאלו מהוות הפחתת הון. במקרים השייכים לקבוצה הראשונה נובעת הפחתת ההון מן המוטיבציה של בעלי המניות להעביר אל כיסם חלק מהון החברה. במקרים מן הסוג השני נובעת הפחתת ההון מכך שבעלי המניות אדישים לסיכון אשר מוטל על הנושים עקב הפעולה. בשני המקרים התוצאה זהה - פגיעה אפשרית ביכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה. הצורך להעניק הגנה נאותה לנושים אינו מאפשר החלת דין שונה על שתי קבוצות המקרים.

המחברים סבורים כי את הליקויים בהצעת החוק יש לתקן באופן הבא:

א. פעולה נתונה, תהא אשר תהא, תוגדר כהפחתת הון אך ורק על פי השפעתה על הון החברה.

ב. הפחתת הון תוגדר כמותרת או אסורה אך ורק על פי הסיכון אותו היא מטילה על הנושים.

בהתאם, מוצעת להלן הגדרה שונה וממצה ל"חלוקה":

"כל פעולה שתוצאתה ההכרחית היא צמצום הון החברה".

דרישת ההכרחיות מבחינה בין פעולות המהוות הפחתת הון ex - ante לבין פעולות בהן דולדל הון החברה עקב החלטה עסקית מוטעית³⁷. אבחנה זו נשענת על ההבדל הבסיסי שבין קבלת החלטות בתנאי אי וודאות מסחרית, שסבירותן תיבחן באספקלריה של חובת הזהירות של תאגיד כלפי נושיו, לבין החלטה מודעת המציבה את הנושים, ללא קשר לסיכוי העסקה, במצב של חדלות פירעון.

דוגמא למצב זה, שהוזכרה לעיל, היא סוגיית ההשקעות ארוכות הטווח שמבצע תאגיד: כאשר תאגיד

37 יתכן כי פעולה ספקולטיבית אשר תפחית את הון התאגיד תהווה הפרה של חובת האמון כלפי נושי החברה; זאת לפי "כלל הבעלים היחיד" המבוסס על מדדים הסתברותיים. לעניין זה ראו פרוקציה, **לעיל** הערה 9, בעי 303, 308-311, 350.



האבחנה צריכה להיקבע לפי מידת הסיכון שמטילה פעולה כלשהי על נושי החברה ומכאן שהמבחן הראוי הוא היחס שבין נכסי החברה לבין התחייבויותיה, וזאת - ללא הגבלת החלוקה לרווחי החברה בלבד. אימוץ מבחן זה מאפשר הימנעות מהגדרה הבעייתית שהציעה ועדת ברק, השוללת את הזיקה בין היקף התחייבויותיו של התאגיד לבי חירות פעולתו הכלכלית. כך, לפי הצעת ועדת ברק, חברה אשר לא הרוויחה במספר השנים האחרונות לא תורשה להפחית את הונה גם אם הוא גדול בהרבה מסך התחייבויותיה ואף אם אין לה נושים כלל. לדעת המחברים, אימוץ מבחן זה יגביל באופן נרחב, ובלתי הכרחי, את חירות הפעולה התאגידית.

המחברים ערים לעובדה כי ההגדרה המוצעת למונח "חלוקה" הנה רחבה, אך מנגד יש לזכור כי המבחן המוצע להפחתת הון אסורה הוא מבחן חשבונאי נוח ליישום. אימוץ הגדרות אלו, ושילובן במבנה הקיים של הצעת החוק, יביא לדעת המחברים לשתי תוצאות רצויות. האחת, הרחבת היקף תחולת דיני שמירת ההון באופן שיחולו על כל פעולה היכולה להביא להפחתת הון החברה. השנייה, אימוץ אבן בוחן בין הפחתת הון מותרת ואסורה שתיצור את האיזון הראוי בין האוטונומיה העסקית של התאגיד מחד גיסא, לבין ההגנה על האינטרסים הלגיטימיים של הנושים מאידך גיסא.

ביכולתו לעמוד בהתחייבות שנתן. מעשה מעין זה אינו יכול לעלות בקנה אחד עם החובה לקיים חוזה בתום לב.

שנית, מבחינה כלכלית, השקעה ארוכת טווח המטילה סיכון של חדלות פירעון על נושי החברה היא השקעה בעלות תת-אופטימלית. למעשה, נוטל התאגיד מנושיו הלוואה נוספת, ללא הסכמתם, ומבלי לשאת בעלויות הכרוכות בהשגת מימון ממקור חיצוני. מצב זה הוא תוצר של כשל שוק הנובע מחוסר יכולתם של הנושים להתגונן מפני פעולה מעין זו.

מדרישת ההכרחיות נגזרת גם מידת ההוכחה הדרושה. מנוסח ההגדרה המוצעת עולה גם המבחן הראייתי המתאים להפעלה בעניין זה. משמעות הדרישה, כי תוצאתה **ההכרחית** של פעולה תהיה הפחתת הון, היא כי ניתן יהיה לברר מראש, באמצעות מבחן חשבונאי פשוט, את השפעת ביצוע הפעולה על הון החברה. במילים אחרות - פעולה שלא ניתן היה לברר מראש, באמצעים חשבונאיים, כי תפחית את הון החברה, לא תיפול בגדר ההגדרה המוצעת.

אשר לאבחנה בין חלוקה מותרת ואסורה, מאמצים המחברים את המבחן שהציע פרופ' פרוקצ'יה. לגישתו,