



חלוקה לבעלי-מניות ושמירת ההון

(הערה להצעת חוק החברות)

.....
ד"ר דוד האן*

אחד החידושים החשובים אשר מנסחי הצעת חוק החברות החדש התיימרו לשלב בו הוא ענין כללי החלוקה לבעלי-מניות ושמירה על הון החברה. בהיותם מודעים לבעיותיו של הדין המצוי בענין זה, ובעיקר לכך שהוראות הדין אינן קובעות מערכת נורמטיבית אחידה בסוגיה זו, מצאו לנכון מנסחי הצעת החוק להציע שינוי תפיסתי בהתייחסות החקיקתית לסוגית שמירת הון החברה. רשימה זו עומדת על עיקרי השינוי התפיסתי המוצע ובוחנת את היקפו של השינוי המוצע. מסקנת המחבר היא, כי אף כי אכן משכילה הצעת החוק לקדם גישה מודרנית בעיקרה לדיני שמירת ההון, מגלה היא שמרנות מסוימת בכך שאינה מתירה לחלק לבעלי-מניות חזרה את השקעתם הראשונית בחברה, אפילו כאשר החברה הינה כשרת-פרעון.

* הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן; מכללת שערי משפט



חלוקה לבעלי-מניותיה.

רשימה זו מבקשת לעמוד על עיקריה של ההצעה בענין שמירת הון החברה וחלוקה לבעלי-מניותיה, תוך הבטחת הנקודה המרכזית בה סוטה ההצעה מן הדין הנוהג מחד גיסא, והענין המרכזי בו בחרה ההצעה שלא לחולל מהפיכה תפיסתית מאידך גיסא.

התפיסה הרווחת בספרות ובפסיקה המשפטית היא, כי הונהג של החברה הוא "כרית הביטחון" עליו סומכים נושי החברה.⁶ מכיוון שנושי החברה אינם זכאים להיפרע מנכסיהם האישיים של בעלי-המניות, על החברה לשמור על "כרית הביטחון" של הנושים מפני שחיקה.⁷ אם תחלק החברה מנכסיה לבעלי-מניותיה, תדולל כרית-הביטחון שלא כדין על חשבונם של נושי החברה. הכללים בדבר שמירת הון החברה נועדו להגן על הנושים מפני פעולות דילול כאמור.⁸ לאמיתו של דבר, כרית הביטחון או תחום ההסתמכות של נושי

כאשר הגישה הועדה לחקיקת חוק חברות חדש¹ נוסח מוצע לחוק חברות ישראלי חדש ומודרני,² העידה הועדה בדברי ההסבר הנלווים להצעתה, כי הפרק העוסק בשמירת ההון וחלוקה³ הוא "אחד מחידושי העיקריים של החוק המוצע, ויש בו רעיונות רבים שונים מן ההלכה הקיימת".⁴ אכן, הדין אשר נהג, ונכון לכתיבת דברים אלה עדיין נוהג בישראל, בענין חלוקה לבעלי-המניות והפחתת הונהג של החברה, הינו מיושן ושמרני ואיננו תואם את התפיסות הפיננסיות המודרניות. הדין הנוהג מגביל יתר על המידה את חירותה של החברה לקבוע את המצבים בהם היא תחלק מעושרה ומשאביה הכלכליים לציבור בעלי-מניותיה. בנוסף, הדין הנוהג איננו משכיל לקבוע הוראות אחידות לענין שמירת ההון של החברה, וכך מתייחס הוא בנפרד לחלוקת דיבידנדים ולרכישת מניותיה המונפקות של החברה על-ידי עצמה.⁵ אכן, הצעת חוק החברות מפשטת את הדינים המתייחסים לשמירה על הון החברה וקובעת כללים בהירים בדבר

- 1 להלן: ועדת ברק.
- 2 הנוסח המוצע על-ידי ועדת ברק התפרסם בדין וחשבון הועדה לחקיקת חוק חברות חדש (א' ברק, יו"ר; משרד המשפטים, ירושלים, תשנ"ה) (להלן: דו"ח ועדת ברק). הצעת חוק החברות, תשנ"ו-1995 התפרסמה בה"ח, 2 (להלן: הצעת חוק החברות).
- 3 הפרק האמור מופיע כפרק שני לחלק שמיני להצעת-חוק החברות.
- 4 דו"ח ועדת ברק, ע' 215; דברי הסבר להצעת החוק, בע' 100.
- 5 השוו את ההלכה כי חלוקת דיבידנדים תיעשה מתוך רווחי החברה בלבד (ע"א 5264/91 פקיד שומה למפעלים גדולים נ' עיט ציוד לייבוא בע"מ, פ"ד מ"ט(3) 209, 216; ע"א 226/85 שאשא חברה לניירות ערץ והשקעות בע"מ נ' בנק אדנים למשכנתאות והלוואות בע"מ, פ"ד מב(1) 14, 20) וכי פדיון מניות פדיון ייעשה רק מתוך רווחים שאילולא הפדיון היו ניתנים לחלוקה כדיבידנד (פקודת החברות [נוסח חדש], תשמ"ג-1983, סעיף 141(ג), עם ההלכה הפסוקה לפיה חברה אינה רשאית כלל לרכוש את מניותיה שלה עצמה (*Trevor v. Whitworth (1887) 12 A.C. 409 (H.L.)*) ואינה רשאית לסייע ברכישת מניותיה (סעי' 139 לפקודת החברות). ראו גם דו"ח ועדת ברק, בע' 215; דברי הסבר להצעת החוק, בע' 100.
- 6 *Trevor v. Whitworth supra* note 5; ד"ר 39/80 ברדיגו נ' ד.ג.ב. 9 טקסטיל בע"מ, פ"ד ל"ה(4) 197, 222. ראו גם ע"א 244/55 מלטור נ' חברת קולנוע יקנעם בע"מ, פ"ד י 1494, 1503.
- 7 ראו דין וחשבון הועדה להצעת הסדרים תחיקתיים בשוק ההון (מ' גבאי, יו"ר; משרד המשפטים, ירושלים, תשנ"ה), ע' 87.
- 8 החשש מפני חלוקה כאמור אצל חייב בקאנוש פחות בהרבה, שכן כל דילול של משאביו האישיים יפגע לא רק בנושיו אלא אף בו אישית וביכולת פרנסתו וקיומו הפיזי. לא כן כאשר בחברה עסקינן, שכן האישיות המשפטית האבסטרקטית, קרי: החברה, דוקא תומרץ לחלק מרכושה לקבוצת המשקיעים השולטים בה, בעלי המניות, על חשבון נושיה. כך, יתעשרו בעלי-המניות, אשר חלוקה זו אך משנה את צורת השקעתם (מזכויות במניה לזכויות ישירות ברכוש המתקבל מכח המניה) ותסוכלנה ציפיותיהם הלגיטימיות של הנושים. ראו א' פרוקציה דיני חברות חדשים לישראל (תשנ"ד) 478.



משפטית למונח חלוקה. "חלוקה" מוגדרת בסעיף 1 להצעת החוק כך:

"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".

ליבה של ההגדרה הוא זה: העברה, מן החברה, לציבור בעלי מניותיה, של כסף או שווה כסף, ללא תמורה שוות ערך. כלומר, דיני החלוקה מתייחסים אך אל פעולות בהן מוציאה החברה כסף או רכוש מרשותה, ומעבירה אותו לידי בעליהמניות בלא לקבל כנגד ההעברה תמורה שוות-ערך. לעומת זאת, העברת נכסים ללא תמורה מן החברה שלא לבעלי-מניותיה איננה בכלל "חלוקה". כך, למשל, העברת נכסים מן החברה לידי חברה-בת (Distribution Downstream) או חברה-קשורה (Crossstream Distribution) לא ייחשבו "חלוקה", וממילא ההוראות בדבר שמירת ההון לא יחולו עליהן. אכן, ההוראות בדבר השמירה על ההון החברה וכללי החלוקה נועדו להגן על אינטרס נושי החברה, אך ברי הוא, כי אין בהוראות אלה מענה כולל לשמירה על זכויות הנושים.⁹

הגדרת "חלוקה" בהצעת החוק מסופפת תחת כנפיה העברת רכוש לבעליהמניות בדרכים שונות. כך, כוללת

החברה הוא שיעור שווים של כלל נכסי החברה ולא הונה העצמי.⁹ אדרבה, ההון העצמי של החברה מגלם את עודף נכסי החברה על כלל התחייבויותיה. לשון אחר: ההון העצמי מבטא דווקא את יתרת העודף אשר ייוותר לחלוקה לבעליהמניות אם וכאשר תפרע החברה את כל התחייבויותיה לנושים. לא ההון העצמי מושיע את נושי החברה, כי אם מצב נכסיה וכושר פרעונה המסחרי. ההון העצמי הוא אך שולי ביטחון עודפים השמורים ליום פקודה. אם נכסי החברה יפחתו עד כי לא יספיקו לפרעון כל התחייבויותיה, מבטיחים כללי שמירת ההון לנושים, כי בעליהמניות לא ייפרעו דבר בטרם ייפרעו הם עצמם תחילה. ברם, אין הכלל, האוסר על החברה לחלק את הונה העצמי לבעלי-מניותיה, מבטיח פרעון מלא לנושים. אין כל מנגנון משפטי המסוגל להבטיח זאת, שהרי כושר פרעונה של החברה הוא אחד הסיכונים הכלכליים הכרוכים בניהול עסקים. שום דין משפטי איננו מסוגל ואיננו מתיימר להוות ביטוח של מאה אחוז כנגד כישלון מסחרי. הכלל בדבר שמירת הון החברה אינו אלא ביטוי לעיצוב כללי המשחק בין הנושים ובעליהמניות, לאמר: בעליהמניות אינם זכאים להיפרע את החזר השקעתם טרם שייפרעו כל הנושים מן החברה החייבת את מלוא נשייותיהם. להלן נבחן את אופן יישומו של כלל זה בהצעת-החוק.

סעיפים 343 עד 361 להצעת-החוק עוסקים בדיני החלוקה ושמירת ההון. סעיפים אלה מחולקים לשניים: סעיפים 343 עד 346 עוסקים בחלוקת דיבידנדים על-ידי החברה. סעיפים 347 עד 361 עוסקים בשמירה על ההון ובחלוקה באופן כללי. הצעת-החוק מחדשת לנו הגדרה

9 נושי החברה בוחנים את מצבה הפיננסי של החברה לפי דו"חותיה הכספיים. המאזן, דו"ח הרווח והפסד ודו"ח תזרים המזומנים הם המאירים את עיני הנושים. ההון העצמי איננו מקור הסתמכות כשלעצמו לבטחונם של הנושים. ההון העצמי הוא פועל יוצא של מצב הנכסים והתחייבויות, ובמובן זה הוא אחד הנתונים הפיננסיים המלמדים על מצבה של החברה.

10 בשיטות משפט אחרות, משמשים דיני העברת מירמה (fraudulent conveyances) בתור המכשיר העיקרי המשמש את הנושים כדי לשמור על קיומו של שווי כלכלי בפירמה אשר יעמוד לפרעון חובותיהם. דא עקא, בישראל אין דין זה מסייע בידי נושי חברה. כך, פסק בית-המשפט העליון, כי דין העברת מירמה המצוי בסעיף 96 לפקודת פשיטת-הרגל [נוסח חדש], התש"ס-1980, איננו חל בפירוק חברה; רע"א 86/89 עו"ד פריצקי ואח' נ' ברגרזון ואח', מפרקיה של גני אביב, הנדסה ובנין בע"מ, פ"ד מ"ג(1) 424. בנוסף, חסר הדין האזרחי הכללי בישראל הוראות בדבר העברות מירמה, אשר יחולו אף מחוץ לדיני פשיטת-הרגל; ראו המ' (י) 3149/96 אביחלק נ' אביחלק (לא פורסם). אכן, ענין זה טעון תיקון בחקיקה.



ונושיה, שווי כלכלי אמיתי. ככל אישיות משפטית אחרת, אין החברה יכולה, מכח המניה בה היא מחזיקה עתה, להיות בעלת זכויות משפטיות כלפי ... עצמה.¹³ מבחינה חשבונאית, רכישת המניה על-ידי החברה עצמה מתבטאת בהקטנת טור הנכסים כדי שיעור תמורת המניות ששילמה החברה, בלא כל הגדלה תואמת של הנכסים בשיעור המניות. הטעם לכך הוא, כפי שהסברנו, כי ל"אגד זכויות כלפי החברה" אין שווי כלכלי עבור החברה עצמה. הפעולה החשבונאית המקבילה להקטנת טור הנכסים תהיה הקטנה של סעיף ההון העצמי בטור ההתחייבויות וההון.¹⁴ ואולם, מבחינת נושה של החברה, אין הקטנה זו מגלמת תוספת שווי כלכלי לחברה, שכן ההון ממילא מתחלק אחרי התחייבויות הנושים.¹⁵ כלומר, הקטנת סעיף ההון איננו משחרר את החברה מהתחייבויות אשר כמוהן כהענקת ערך כלכלי לחברה. לפיכך, צודקת הצעת-החוק בראותה ברכישת מניותיה של חברה על-ידי החברה עצמה משום "חלוקה", או "העברה של כסף לבעלי-המניות ללא קבלת תמורה שוות-ערך".

דומני, כי כאן טמון החידוש של הצעת-החוק בענין כללי החלוקה לבעלי-המניות. הצעת-החוק משכילה להתנתק מן הכותרת הפורמלית של "הפחתת הון" אשר איננה מקדמת בהרבה את הבנת מהות פעולת רכישת מניות החברה על-ידי החברה עצמה. תחת זאת, מתמקדת הצעת-החוק באופיה ובמהותה הכלכלית של ההעברה המתבצעת מן החברה לידי בעלי-המניותיה. ביתר דיוק, מוקד הבחינה הוא, האם מקבלת החברה תמורה כלכלית, אקביוולנטית כנגד העברת הרכוש לבעלי-המניות. משהבנו כי קבלת מניותיה של חברה איננה "תמורה שוות-ערך", ממילא נופלת רכישת המניות אל גדר "חלוקה". הכללת רכישת מניות החברה בגדר "חלוקה" מובילה אל התוצאה הצודקת, הקובעת דין

ההגדרה מפורשות תשלום דיבידנד¹¹, אך גם העברה "בכל דרך אחרת". לפיכך, גם חלוקת רכוש לבעלי-המניות, ללא תמורה שוות-ערך, אשר איננה תשלום פירוטי על השקעתם בחברה, כגון: העברת מניות של חברה-בת המוחזקות על-ידי החברה וחלוקתן לבעלי-מניות חברת-האם, במסגרת ארגון מחדש או פיצול עסקיה של חברת-האם (spin off), תיחשב "חלוקה". בנוסף, מפרשת הצעת-החוק כי גם "רכישה", בגדר "חלוקה" היא. "רכישה" גופה הינה מונח המוגדר על-ידי הצעת-החוק, כהאי לישנא:

"רכישה בידי החברה או חברה 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".

נמצאו למדים, אפוא, כי על-פי הצעת-החוק גם רכישת מניות החברה על-ידי החברה עצמה נחשבת "חלוקה". ואמנם, כאשר החברה רוכשת את מניותיה שלה מידי בעלי-המניות, הריהי משלמת עבור אותן מניות כסף, או שווה-כסף, לבעלי-המניות המוכרים. אלא שהחברה איננה מקבלת תמורה שוות-ערך עבור התשלום האמור לבעלי-המניותיה. אמת, פורמלית רוכשת החברה נכס מידי בעלי-המניות, כאשר נכס זה הוא מניותיה שלה עצמה. ואולם, המניה מייצגת אגד של זכויות כלפי החברה, כאשר העיקריות שבהן הן הזכות להצביע באסיפה הכללית, הזכות לקבלת דיבידנד כאשר האורגנים המוסמכים מחליטים על חלוקה כאמור, והזכות להשתתף בחלוקת נכסי החברה העודפים בפירוקה.¹² מזכויות אלה נגזר ערכה הכלכלי של המניה. כאשר מקבלת החברה לידיה את המניה שהיא עצמה הנפיקה, אין למניה זו, עבור החברה

11 המונח "דיבידנד" גופו מוגדר בסעיף 1 להצעת החוק כ"כל פרי על ההשקעה ההונית של בעל מניה מכח זכותו כבעל מניה, לרבות דיבידנד ביניים, במזומן, בנכסים, בניירות ערך הטבה וכיוצא באלה. "דיבידנד ביניים" מוגדר, שם, כ"דיבידנד שהוכרז עליו לפני סוף שנת הדיווח, על חשבון הדיבידנד שצפוי שיוכרז בסוף השנה".

12 ראו ענין ברדיגו, לעיל הערה 6, בע' 208.

13 ראו פרוקצ'ייה, לעיל הערה 8, בע' 493.

14 ראו סעיף 356(4) להצעת-החוק (מניה רדומה, קרי: מניה אשר נרכשה כדין על-ידי החברה שהנפיקה אותה במקור, לא תוצג במאזנה של החברה כחלק מהונה העצמי).

15 דברי ההסבר לסעיף 356 להצעת-החוק מבהירים כי "בצד הרישומי נקבע, כי מניה רדומה לא תוצג כחלק מהונה העצמי של החברה, שכן במצב של חלולת פירוק ערכה הכספי עבור נושיה הוא אפס".



(2) שווי הנכסים השוטפים של החברה יפחת לאחר ביצוע החלוקה, מסכום ההתחייבויות השוטפות שלה;

לענין סעיף זה - רווח מתואם מצטבר יחושב על פי דו"ח מתואם, אם החברה חייבת בדו"ח מתואם או שהכינה דו"ח כזה, ובכל מקרה אחר הרווח לפי הדו"חות הכספיים המבוקרים".

הוראות מסייגות אלה נועדו להגן על נושי החברה. הצעת-החוק מאפשרת לחברה לחלק מרכושה לבעלי-מניותיה, אולם לא על חשבונם של נושיה ולא באופן הפוגע בהם. השאלה הנשאלת היא, איזו חלוקה פוגעת בנושים ועל-כן אסורה היא, ואיזו חלוקה איננה פוגעת בנושים וממילא מותרת היא. עמדת הצעת-החוק, כי חלוקה אשר תוצאתה הצפויה היא, כי החברה תיקלע לסחרור פיננסי ותיעשה חדלת-פרעון, אסורה היא. עמדה זו מובנת כמעט מאליה, שכן אם גורמת החלוקה לכך שלא יהיה ביכולתה של החברה לפרוע את כל התחייבויותיה כלפי נושיה, הפרנו את כללי המשחק הבסיסיים. כללי המשחק התאגידי קובעים, כי נושי החברה נפרעים במלואם בטרם יזכו בעלי-המניות להחזר כלשהו של השקעתם ההונית. חלוקה לבעלי-המניות, לפני פרעון מלוא חובות הנושים, המדללת את נכסי החברה למצב בו אין הם עוד מספיקים לפרעון מלא לנושים, הופכת למעשה את כללי המשחק התאגידי על-פניהם. חלוקה כזו למעשה מקדימה את בעלי-המניות בסדר העדיפויות התאגידי. לפיכך, אוסרת הצעת-החוק, בצדק, חלוקה כאמור. לדידי, שתי החלופות המסייגות של סעיף 348 מבטאות את הדרישה, כי החלוקה לא תביא לידי חדלות-פרעונה של החברה. שתי החלופות אינן בוחנות את מצבה "המאזני" של החברה כי אם את כושר פרעונה המסחרי, דהיינו:

אחד לחלוקת דיבידנד, "לכל העברה אחרת" ולרכישת מניותיה של החברה על-ידי החברה עצמה.¹⁶ כאמור, קביעת דין קוהרנטי בענין זה היתה אחת המטרות המרכזיות שביקשה ועדת ברק להשיג בסוגיית הון החברה.¹⁷ יתירה מזאת: בשונה מדין הפחתת הון הנוהג, הדין המוצע בהצעת-החוק איננו שולל קטגורית את רכישת מניותיה של חברה על-ידי החברה עצמה. הצעת-החוק, דרך הגדרת המונחים "חלוקה" ו"רכישה", מכפיפה את פעולת רכישת המניות האמורה להוראות הכלליות בענין חלוקה לבעלי-המניות. חלוקה כאמור מותרת על-פי הצעת-החוק בכפוף לתנאים מסוימים אשר באים להבטיח את אינטרס הנושים.

עיון בכללי החלוקה של הצעת-החוק לגופם, ילמדנו, כי ועדת ברק בחרה לנקוט עמדה מעט שמרנית בכל האמור ל"כללי המשחק" בין בעלי-המניות ונושי החברה. במה הדברים אמורים? בכך שהצעת-החוק מתירה לחברה לבצע חלוקה מתוך הרווחים בלבד. כך, קובעת הצעת-החוק לאמור:

"347. חברה רשאית לבצע חלוקה לפי הוראות פרק זה בלבד.

348. חברה רשאית לבצע חלוקה אם היה לה רווח מתואם מצטבר, עד שווי רווח זה; לא היה לחברה רווח מתואם מצטבר, רשאית היא לבצע חלוקה אם בשנתיים שקדמו לחלוקה היה לה רווח מתואם מצטבר לאותן שנתיים, עד שווי רווח זה, והכל, אם לא נתקיים אחד מאלה:

(1) קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בהתחייבויותיה בהגיע מועד פרעון;

16 ראו עוד בענין זה, א' פרוקציה "כללים אופטימליים לשמירה על ההון" משפטים י"ד (תשמ"ה) 417-418, 407. 17 דו"ח ועדת ברק, בע' 215; דברי ההסבר להצעת החוק, בע' 101-100.



אסור בחלוקה חזרה לכיסם של בעלי-המניות. מן הסתם, טעמו של האיסור הוא בכך שהשקעה הונית זו צריכה לשמש כ"כרית הבטחון" לפרעון חובות הנושים, כפי שכבר ציינו בראשית רשימה זו.²² ואולם, הגיונו של טעם זה מוטל בספק. הלא אין הצעת-החוק דורשת מחברה מתאגדת את קיומו של שיעור הון עצמי מינימלי כתנאי להתאגדותה. בדומה, לא נדרש מן החברה לשמור על יחס הון עצמי מסוים להתחייבויות.²³ על-כן, שיעור ההשקעה ההונית הראשונית של בעלי-המניות, איננו בסיס ראוי לשם הגנה על הנושים. יכולה חברה להתאגד עם כל הון עצמי ראשוני שתחפוץ, אף כי הון זה איננו עומד בכל יחס פרופורציונאלי למידת חשיפתה של החברה לאחריות בשל פעילותה המסחרית או לסך התחייבויותיה ההסכמיות. לאמיתו של דבר, עמדת הצעת-החוק מבטאת השקפה, לפיה כללי-המשחק התאגידי הרצויים דורשים, כי אף במקום שאין חשש לחדלות-פרעונה של החברה, לא יהיו בעלי-המניות זכאים להחזר השקעתם ההונית טרם שיזכו לכך נושי החברה. כלומר, לא באה דרישה זו אלא לעגן כללי-משחק הוגנים. בעלי-המניות זכאים ליהנות לבדם מן הרווח השירי של החברה, אולם השקעתם ההונית תישאר חשופה לסיכוני הפסדי הפירמה עד אם נפרע אחרון הנושים.

כאמור, כללי-המשחק המגולמים בהוראת סעיף 348 להצעת-החוק מייצגים גישה שמרנית יחסית בעיצוב היחסים בין בעלי-המניות ונושי החברה. ישנה אף נוקשות מסוימת בקביעה כי כל סכום שהושקע על-ידי בעלי-המניות כהשקעה הונית ראשונית, בשעת גיוס

את יכולתה לפרוע את חובותיה בהגיע מועד פרעונם. הלא כך היא הוראתו הלשונית המפורשת של סעיף 348(1) להצעת-החוק. ואילו סעיף 348(2) אף הוא קובע כי חלוקה תותר רק אם אחריה לא יפחת שווי "הנכסים השוטפים" של החברה מ"התחייבויותיה השוטפות".¹⁸ הנה כי כן, סעיף 348(2) הינו ביטוי פרטי של הוראת סעיף 348(1), לפיה על החברה להיות מסוגלת לפרוע את התחייבויותיה "בהגיע מועד פרעונן". ברי הוא, כי את ההתחייבויות השוטפות, דהיינו, אלה העומדות לפרעון בתוך השנה הקרובה, תוכל החברה לפרוע רק מתוך הנכסים השוטפים, קרי: אלה הניתנים למימוש והמרה למזומנים בתוך השנה האמורה. מכל מקום, כאמור, הסייג הראשון המהותי לזכותה של החברה לבצע חלוקה לבעלי מניותיה הוא, כי נאסרת חלוקה אשר יש חשש סביר שתוצאתה הוא חדלות-פרעון מסחרית של החברה.

הסייג המהותי האחר לזכותה של החברה לחלק מעושרה לבעלי מניותיה מגולם ברישא של סעיף 348 להצעת-החוק. החברה רשאית לבצע חלוקה מתוך רווחיה בלבד.¹⁹ כל סכום אחר, אשר איננו מצוי בחשבון הרווח של החברה, שהוא כשלעצמו מופיע בחלק ההון במאזן, אסור בחלוקה. לפיכך, התמורה שהתקבלה כנגד הקצאת מניות החברה, לרבות כל סכום פרמיה,²⁰ אסורה בחלוקה.²¹ אכן, הגדרת "רווח" בסעיף 1 להצעת-החוק מוציאה מגדרה מפורשות את "הפרמיה שהחברה קיבלה עם הקצאת מניותיה". נמצאנו למדים, אפוא, כי עמדתה של הצעת-החוק היא, כי כל סכום שהושקע בחברה על-ידי בעלי-המניות כהשקעה הונית

18 המונח "נכסים שוטפים" מוגדר בסעיף 1 להצעת-החוק כ"נכסים הניתנים למימוש בכסף תוך זמן הקצר משנה, מבלי שמימוש כאמור יסב נזק של ממש למהלכם התקין של עסקי החברה". המונח "התחייבויות שוטפות" מוגדר, שם, כ"התחייבויות שמועד פרעונן קצר משנה".

19 לשון סעיף 348 להצעת החוק מלמדת, כי הדרישה כי חלוקה תיעשה מתוך רווחים בלבד והסייג בדבר איסור חלוקה אשר קיים חשש סביר כי תגרום לחדלות פרעונה של החברה הינם תנאים מצטברים לביצוע חלוקה כדן.

20 "פרמיה" מוגדרת בסעיף 1 להצעת-החוק כ"סכום שבו עולה מחיר ההקצאה של מניות החברה על ערכן הנקוב של המניות".

21 דברי ההסבר להצעת-החוק, בע' 101.

22 כך היא גם דעתו של ממי בלטמן המנוח, במאמרו "הלוואה מסובסדת כהפחתת הון" **משפטים** י"ט (תשמ"ט) 12-13, 7.

23 שמירת יחס כאמור יכולה להבטיח שולי פרעון אמינים יותר מאשר שיעור הון עצמי שרירותי אשר אין לו דבר עם שיעור התחייבויותיה של החברה. אכן, האיסור לבצע חלוקה כאשר החלוקה תפחית את שיעור נכסי החברה מתחת לשיעור התחייבויותיה מבטא דרישה לשימור יחס מינימום של 1:1 בין נכסי החברה להתחייבויותיה. על איסור חלוקה המביאה לפיחות ביחס נכסים להתחייבויות הגדול מ-1:1, ראו פרוקציה, **לעיל** הערה 8, בע' 505.



בהנפקה ולא גייסה את סכום הסף אותו נקבה קבוצת המשקיעים. על-פי הוראות הצעת-חוק החברות, החברה איננה רשאית להשיב לקבוצת המשקיעים האמורה את השקעתם, שכן לא ניתן לחלק לבעלי-מניות את השקעתם ההונית בחברה; חלוקה כאמור תתאפשר רק בדרך של פניה לבית-המשפט ובקשה להתרת חלוקה הנוגדת את סעיף 348 להצעת-החוק.²⁶ אין צריך לאמר, כי הסרבול והזמן הכרוכים בהגשת בקשה לבית-המשפט להתיר את החזרת ההשקעה ההונית לקבוצת המשקיעים האמורה תרתייע, מעשית, קבוצות משקיעים פוטנציאליות כאמור מלהשקיע מלכתחילה בחברות בניסיונות כאלה. כך, מערימה הצעת-חוק החברות קושי מיותר בדרך של חברות המבקשות לגייס הון מן הציבור.

עיון בהוראות-החוק של אחדות מן המדינות המובילות בארצות-הברית בדיני החברות ילמדנו כי כללי המשחק בין בעלי-המניות לנושים שם הוא שונה. כך, למשל, מאפשר חוק החברות של מדינת דלאוור לכל חברה לקבוע בעצמה, בהחלטה של הדירקטוריון, איזה חלק מן התמורה המתקבלת עבור מניותיה יוגדר כ"הון", כאשר המגבלה היחידה שמציב החוק הוא, כי במקום שהון המניות של החברה כולל מניות אשר להן ערך נקוב, לא יפחת ההון האמור מערך הנקוב של מניות אלה.²⁷ בנוסף, מגדיר החוק האמור את העודף של נכסי החברה על סך התחייבויותיה והונה (כפי שהוגדר על-ידה לעיל) כ"עודף" (surplus).²⁸ בהתאם להגדרות אלה, מורה החוק כי חברה רשאית לחלק דיבידנד על מניותיה מתוך "העודף", ובהעדרו, מתוך רווחיה הנקיים באותה שנת כספים ו/או שנת הכספים שקדמה לה.²⁹ כלומר, בדלוואר, רשאית חברה להקצות את חלק מן התמורה המתקבלת עבור מניותיה המונפקות אל מחוץ לסעיף

ההון, לא ניתן לחלקו אחר-כך חזרה לבעלי-המניות. היקף פעילותה המסחרית של החברה משתנה עם חלוף זמן, ובהתאמה משתנה מידת המימון לו נזקקת החברה בשלבים שונים של חייה. על-כן, ייתכנו מצבים בהם ההשקעה ההונית הראשונית כבר איננה חיונית לחברה, באשר היא השכילה להתייצב ולייצר את מקורות הכנסתה העצמיים. מדוע, אפוא, יימנע מחברה כאמור, להחזיר לכיס בעלי-מניותיה חלק מהשקעתם הראשונית? אין בחלוקה כאמור כל סיכול ציפיותיהם של הנושים, שהרי מקובלנו, שחלוקה כזו תיעשה בכל מקרה רק כאשר אין בה כדי לגרום קשיי פרעון לחברה.²⁴

כמורכן, האיסור לחלק לבעלי-המניות את השקעתם ההונית בחברה, עלול ליצור קושי פרקטי מיותר לחברות המבקשות לבצע הנפקת ניירות-ערך לציבור ולרשום את ניירות-הערך המונפקים למסחר בבורסה. כך, למשל, דורשת הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב מחברה המבקשת לראשונה לרשום את ניירות-הערך שלה למסחר, להציג לפני הרישום למסחר, הון עצמי אשר לא יפחת מ-5,000,000 דולר.²⁵ לעיתים, נערכת החברה להנפקה ולרישום למסחר כאשר מצב השוק מהוסס. ההנפקה עלולה שלא להניב את גיוס ההון לו צופה החברה. נצייר לעצמנו מצב, בו השכילה החברה, אשר אין לה עובר להנפקה הון עצמי של 5,000,000 דולר, לשכנע קבוצת משקיעים להשקיע בה כהון עצמי את הסכום האמור, למען תוכל לעמוד בדרישות הרישום למסחר של הבורסה. אותם משקיעים ניאותרו להשקיע, אולם בכפוף לכך שאם ההנפקה לא תניב לפחות סכום כסף מוגדר הם ייצאו מן החברה, שכן אין הם מעוניינים בהשקעה בחברה אשר איננה עוברת את אותו סף מינימום. לבסוף, עובדתית, אכן נכשלה החברה

24 אכן, כללי המשחק התאגידי מכירים גם בסדר עדיפויות פנימי בין סוגי נושים שונים. כך, עדיף נושה בעל שעבוד על-פני נושה לא-מובטח. ואולם, עדיפות זו כשלעצמה, איננה שוללת את יכולת החברה - כל עוד היא ברת פרעון - לשלם לספקים ולפרוע חובות בלתי-מובטחים אף טרם שנפרע הנושה המובטח! כלומר, שימור סדר העדיפות החלוקתי איננו שולל תשלומים לקבוצות בעלות סדר עדיפות נמוך, כל זמן שאין בכך לפגוע בכומר הפרעון הכולל של החברה.

25 ראו תקנון הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב בע"מ, תקנה 2.א.72; הנחיות לרישום ניירות ערך למסחר (לפי חלק שני לתקנון), פרק 2, הנחיה 2.א.1.

26 ראו סעיף 353(א) להצעת-חוק החברות.

27 Delaware General Corporation Law, 154.

28 Id.

29 Id., 170.



לשינוי והעברה אל סעיף ה"עודף", דבר שיכשירו לחלוקה לבעלי-המניות. הסייג המהותי היחיד, אשר מציבים חוקים אלה ליכולת החברה לחלק מעושרה לבעלי-מניותיה הוא, שהחלוקה לא תגרום לחברה להפוך לדלת-פרעון. דינים אלה מעצבים את כללי המשחק התאגידי באופן שונה מן הדין המוצע בהצעת חוק החברות. לפי דינים אלה, שומרת החברה על חירות פעולה מלאה לחלק מעושרה באשר הוא לכל מי שתחפוץ ביקרם, לרבות (ואולי בייחוד) לבעלי-מניותיה, מבלי להפריש מעושרה זה כל חלק אשר יישמר בכספותיה כ"אוצר ייחודי" לטובת נושיה. תפיסת היסוד של חוקים אלה היא, כי אין בחלוקה כאמור לפגוע בנושי החברה ואין בו להפר את האיוון שבכללי המשחק התאגידי, כל עוד החברה היא כשרת-פרעון. רק אם העברת עושר כאמור, מדרדרת את החברה אל חדלות-פרעון, דהיינו שלא ייוותר בה די עושר לסיפוק כל חובותיה לנושים, תיפסל העברה כזו, שכן חלוקה במצב דברים זה לבעלי-המניות (אשר הם האחראים בסדר העדיפות החלוקתי של משאבי החברה) בטרם נפרעו הנושים, הופכת על-פניהם את כללי המשחק התאגידי אותו קיבלו עליהם קבוצות המשקיעים השונות. גישה זו מייצגת תפיסה גמישה יותר וליברלית, המכירה בזכותה המוחלטת של החברה לחלק מעושרה לפי שיקול דעתה העסקי כל עוד סך משאביה מספיק לביצוע החלוקה האמורה ולסיפוק כל יתר התביעות הקיימות נגדה. במצב דברים זה, התערבות של הדין להגנת קבוצת משקיעים מסוימת, כגון הנושים, היא מיותרת ומגבילה את החברה שלא לצורך.

ה"הון" בספריה החשבונאיים. חלק התמורה האמור ייכנס, אפוא, לסעיף "עודף" בטור ההתחייבויות וההון. בהתאם למצבה הכספי של אותה חברה, כל עוד סעיף ה"עודף" נותר חיובי, רשאית החברה לחלקו כדיבידנד לבעלי-המניות. לא זאת אף זאת: החברה אף מוסמכת בכל עת להקטין את סעיף ההון בספריה, להעביר כל סכום מ"הון" ל"עודף" ולחלקו לבעלי-מניותיה, ובלבד שסך נכסי החברה לאחר הקטנת ההון יספיקו לפרעון סך חובותיה הבלתי-נפרעים של החברה.³⁰ בדומה לכך, חוק החברות של מדינת ניו-יורק מתיר לחברה לקבוע איזה חלק מן התמורה המתקבלת בעד הנפקת מניותיה יוגדר כ"הון מוצהר", כאשר סכום זה לא יפחת מערכן הנקוב של המניות המונפקות, ואיזה יועבר לסעיף "עודף" (surplus). "עודף" מוגדר כיתרה המתקבלת לאחר ניכוי סך התחייבויותיה של החברה והונה המוצהר מסך נכסיה.³¹ החוק מאפשר לחברה לחלק דיבידנד או כל חלוקה אחרת מנכסיה לבעלי-מניותיה מתוך ה"עודף", ובלבד שהחלוקה איננה נעשית בשעה שהחברה חדלת-פרעון או שכתוצאה ממנה תיעשה החברה חדלת-פרעון.³² בנוסף, מתיר החוק האמור לחברה לרכוש את מניותיה המונפקות בכפוף לסייג חדלות-פרעון כאמור,³³ וכן רשאית חברה להקטין את הונה המוצהר.³⁴

העולה במקובץ מן ההשוואה לחוקי מדינות דלאור וניו-יורק הוא, כי החברה רשאית לחלק חזרה לבעלי-מניותיה את ההון שהשקיעו בה, למעט אותו חלק מהשקעתם אותו ייחדה החברה, על פי בחירתה, כ"הון מוצהר". יתר מכן, אפילו ההון המוצהר עצמו ניתן

30 Delaware General Corporation Law, s. 244

31 (New York Business Corporation Law, s. 102(12)), (13)

32 New York Business Corporation Law, s. 510 "חדלות פרעון" מוגדר כמצב בו החברה איננה מסוגלת לפרוע את חובותיה בהגיע מועד פרעונם במהלך עסקיה הרגיל. *Id.*, s. 102(8)

33 *Id.*, s. 513(a)(b)

34 *Id.*, s. 516(a)



לטעמנו, כל חלוקה לבעלי-מניות צריכה להיות מותרת, כאשר הגבולות היחידים שראוי לתחום להיתר גורף זה הם, כי החלוקה לא תוביל את החברה לחדלות-פרעון. גישה דומה הוצגה לוועדת ברק על-ידי פרופסור פרוקצ'יה³⁵, וכפי שראינו גם מצויה בחוקי החברות של אחדות ממדינות ארצות-הברית. ברם, מנסחי הצעת-החוק בחרו שלא לאמץ גישה זו ותחת זאת קבעו, כי חלוקה לבעלי-מניות, אפילו במקום שהחברה איננה חדלת-פרעון, מותרת מתוך רווחיה של החברה בלבד. בקובעם הוראה זו, הציבו, לדעתנו, מנסחי הצעת-החוק, שלא לצורך, גבול נוקשה מדי לדין החלוקה המותרת. גבול חלוקה זה עלול, בנסיבות מסוימות, להקשות על חברות להגיע להסדרי השקעה הוניים רציונאליים עם משקיעים פוטנציאליים.

לסיכום, יש לברך על החידוש המרענן המגולם בהוראות הצעת-חוק החברות בענין חלוקה לבעלי-מניות ושמירה על ההון. לכשיוחקו, יביאו הוראות אלה להתייחסות אחידה של הדין לכל חלוקה לבעלי-המניות, בין בדרך של דיבידנד, בין בדרך של רכישת המניות המונפקות על-ידי החברה עצמה ובין בכל דרך אחרת. הראינו, כי בניגוד לדין הנוהג, משכילה הצעת-חוק החברות להתמקד באפקט הכלכלי של החלוקה והשפעתה על נושי החברה, מבלי לייחס חשיבות רבה לצורה בה נערכת החלוקה. לפיכך, רכישת מניותיה המונפקות של החברה על-ידי החברה עצמה יידונו ככל חלוקה אחרת. זהו החידוש העיקרי, לטעמנו, בדיני החלוקה המוצעים על-ידי הצעת-החוק. לעומת זאת, הצעת-החוק לא התירה את רסן החלוקה עד תומו.

35 ראו פרוקצ'יה, לעיל הערה 8, בע" 503-513. ספרו האמור של פרוקצ'יה מבוסס על הצעת-חוק חברות חדש לישראל, שחיבר לבקשת שר המשפטים בזמנו, מר משה נסים, ואשר הוגשה לעיונה של ועדת ברק; ראו שם, בע" 1.