

להקפיץ על המימון

עסקת מימון לרכישת מניות מעוררת בין היתר שאלות של היבטי חלוקה. יש להקפיץ כי כל אחת מהחברות תוכל להוכיח כי היה לה גם אינטרס עסקי ראוי משלה במתן הביטחונות וההתחייבויות, וכי חובות האמון והזהירות הופעלו בשקידה ומתוך התחשבות בזכויות של צדדים שלישיים

רונה ברגמן נוה, אייל חסקל

שביט, כדי לשפר את מעמדה במקרה של "דיפולט" (הפרה) בעסקת המימון שיחייב את רקיע לבצע מי-מוש נכסים. ככלל, כבעלת שעבוד על נכסי שביט (התזרימיים) תהיה לרקיע עדיפות על פני יתר נושי הקבוצה, למשל הנושים המחזיקים במניות שביט שבבעלות נגה החזקות; אלה עלולים להיותר עם מניות בחברה נטולת נכסים תזרימיים שמומשו וכי-סו את החובות לרקיע.

אך אליה וקוץ בה; אם בנסיבות המקרה תשעבד שביט (חברת המטרה) את נכסיה לטובת החוב שקי-בלה נגה (הרוכשת) מרקיע (המממנת) או תיתן ערבות להבטחת התחייבויות נגה לרקיע, עלול הדבר להיחשב כ"חלוקה". ואם המהלך אינו עומד במבחני החלוקה, הרי הצדדים כולם יושפעו מתור-צאותיה של "חלוקה אסורה". יתרה מזו, נושאי המשרה בקבוצת שביט-נגה עלולים להיות חשופים לתביעות

חברת הביטוח רקיע (המממנת); שמות החברות במאמר בדויים והם לצורכי הדגמה בלבד) מעוניינת לתת אשראי לחברת נגה החזקות (הרוכשת) לצורך רכישת חברת שביט (חברת המטרה). לשביט פעי-לות רווחית ותזרימית של מתן שירותי תוכנה וכן בבעלותה נדל"ן. תזרים המזומנים של שביט ושווי נכסיה מצדיק מבחינת רקיע את מימון הרכישה. בבניית מערך הביטחונות צפויה רקיע (כמו כל בנק, גוף מוסדי, קרן או מממן אחר) לעמוד על שני עקר-

**ברור שהעברת כספים
מחברה בת לחברה אם,
שנועדו לאפשר לחברה
האם לרכוש את מניות חברת
הבת, תיחשב כחלוקה.
הדברים פחות טריוויאליים
כאשר הסיוע לרכישה
מתבטא במתן בטוחות**



עו"ד רונה ברגמן נוה, שותפה בכירה, משרד גרוס, קלינהנדלר, חודק, הלוי, גרינברג ושות'



עו"ד אייל חסקל, משרד גרוס, קלינהנדלר, חודק, הלוי, גרינברג ושות'



במקרה שלנו נניח שנגה זכתה במימון מרקייע בה־ שתמך על כך ששביט העמידה לטובת רקיע שעבוד על נכסי הנדל"ן ועל תזרים המזומנים הצפוי מכמה לקוחות מרכזיים שלה ובלי שזכתה לתמורה בשל כך. בדוגמה זו לא חל העיקרון הראשון, שכן לש־ ביט (חברת המטרה) לא צומח כל רווח מהשעבודים שנתנה. גם העיקרון השני לא חל בדוגמה זו, שכן אותם נכסי נדל"ן ותזרימי מזומנים מהלקוחות של שביט (חברת המטרה), שאמורים לשמש בעדיפות ראשונה לפירעון חובות נושיה של שביט, עוברים לשמש בעדיפות ראשונה לפירעון חובותיה של נגה (הרוכשת) לרקיע (המממנת).

המצב החוקי בישראל

סעיף 139 לפקודת החברות [נוסח חדש], תשמ"ג-1983 אסר באופן גורף על חברת מטרה, לסייע לצד ג' לרכוש את מניותיה של חברת המטרה,

בגין הפרת חובותיהם כנושאי משרה (ונגה – כב־ עלת שליטה). הדברים עשויים לקבל משנה תוקף אם העסקה תבוצע על רקע חדלות פירעון של שביט (או "סביבת" חדלות פירעון), שאז עלול הסיוע שלה לנגה להיחשב כ"העדפת מרמה".

עם השלכות חלוקה אסורה על עסקת מימון מניות נתמודד במאמר זה, תוך התייחסות להיבטים נוס־ פים החלים מכוח דיני החברות. לא נרחיב את הירי־ עה לסוגיות משיקות – העסקה הממונפת (LBO) וחלוקת דיבידנד על ידי חברות סמוך לרכישתן.

הרציונל להטלת מגבלות על סיוע לרכישה

ככלל, סיוע לרכישת מניות עומד בניגוד לשני עקרונות מרכזיים בדיני התאגידים בישראל: הראשון הוא כי תכלית החברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה; השני הוא כי נכסיה של חברה משמ־ שים בראש ובראשונה לפירעון חובותיה לנושיה.

ערבות למשל) מחברת המטרה לטובת גורם המממן את הרכישה. הבטוחות אינן נגרעות ממסת נכסי חברת המטרה בשלב יצירתן (אלא רק בשלב מי-מושן). במקרים אלה ספק אם מדובר ב"מתן מימון לרכישה". הספקות מתחדדים עוד יותר אם למשל מדובר בסיוע לרכישה שאינו בעל אופי כספי או בטוחתי מובהק, למשל כזה הניתן בדרך של שעבוד שלילי על נכסי חברת המטרה לטובת גורם המממן את רכישת המניות של חברת המטרה.

(2) כאמור, עקרון יסודי בדני התאגידים הוא כי תכלית החברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה. על נושאי המשרה והדירקטורים מוטלת החובה לפעול בתום לב ולטובת החברה. לפיכך בעת קבלת החלטה על סיוע לרכישה, גם אם לא מדובר במימון ישיר באמצעות העברת כספים אלא בהעמדת בטוחות או נטילת מגבלה אחרת ביחס לנכסיה, על נושאי המשרה ובכלל זה הדירקטורים לבסס את החלטתם על שיקול דעת עסקי המשקף כמכלול את טובת חברת המטרה ואת כלל בעלי האינטרס בה, תוך קיום חובות הזהירות והאמון המוטלות עליהם כלפי החב-רה. החלטה על שעבוד נכסי

חברת המטרה לטובת גורם מממן ללא תמורה או ללא תמורה ראויה עלולה לחשוף את נושאי המ-שרה ואת הדירקטורים הן לתביעות פיצויים בגין הפרת חובת הזהירות, משום שהפעולה אינה מזכה את חברת המטרה בהטבה ואינה תורמת להשאת רווחיה, והן לתביעות פיצויים בגין הפרת חובת אמונים – שכן לכאורה השעבוד בוצע כדי לקדם אינטרס של בעל מניות בחברה (הרוכש) ולא של חברת המטרה וכלל בעלי האינטרס בה.

(3) על בעל מניות בחברה מוטלת החובה לנהוג בתום לב ובדרך מקובלת כלפי החברה ובעלי מניותיה, להימנע מניצול לרעה של כוחו בחברה ומקיפוח בעלי מניות אחרים, ואם הוא בעל השלי-טה בחברה, עליו אף לפעול בהגינות כלפי החברה. אם בוצעה עסקת סיוע לרכישה תוך הפרת חובות

למעט חריגים (הנוגעים לחברה העוסקת בהלוואות כחלק מעסקיה הרגילים או לסיוע לעובדי החב-רה ברכישת מניותיה). עם כניסתו לתוקף של חוק החברות, תשנ"ט-1999 (להלן: חוק החברות) בשנת 2000, בוטל האיסור הגורף על הסיוע לרכישה, ונ-קבעו הסדרים ומגבלות הרלוונטיים לסיוע לרכישה במסגרת הפרק העוסק ב"חלוקה". עוד קבועות בחוק החברות ובדיני חדלות הפירעון הוראות החלות בע-קיפין על סיוע לרכישה, ובהן נדון בהמשך.

(1) סעיף 1 לחוק החברות קובע כי סיוע חברת המטרה לרכישת מניותיה שלה ייחשב כ"חלוקה". בסעיף זה הורחבה ההגדרה הקלאסית של חלוקת דיבידנד באופן שתחול על "... רכישה או מתן מי-מון לרכישה, במישרין או בעקיפין, בידי חברה או בידי חברה בת שלה או בידי תאגיד אחר בשליטתה, של מניות החברה או של ניירות ערך שניתן להמירם למניות החברה או שניתן לממשם במניות החברה... ולרבות התחייבות לעשיית כל אחד מאלה...". הסיווג כחלוקה מונע את היכולת לסייע בר-כישה בלי לקיים את מבחני החלוקה, קרי מבחן הרווח – קיומם של רווחים חשבר-נאיים, אלא אם כן התקבל

אישור בית המשפט; ומבחן יכולת הפירעון – הדן בהשפעת החלוקה על יכולת הפירעון של החברה. מימון לרכישה כאמור שלא עומד במבחנים של-עיל הוא "חלוקה אסורה" על כל המשתמע ממנה, לרבות חובות השבה של הסכומים לחברה וחשיפת נושאי המשרה לתביעות בגין הפרת חובות הזהירות והאמונים שלהם כלפי החברה (בלי שיוכלו לקבל פטור בנסיבות אלה).

שאלה מעניינת היא אם כל סיוע לרכישה נחשב לחלוקה. הגדרת חלוקה מדברת על "מתן מימון לר-כישת מניות חברת המטרה". מבחינה לשונית, ברור שהעברת כספים מחברה בת לחברה אם, שנועדו לאפשר לחברה האם לרכוש את מניות חברת הבת, תיחשב כחלוקה. הדברים פחות טריוויאליים כאשר הסיוע לרכישה מתבטא במתן בטוחות (שעבוד או

**החלטה על שעבוד נכסי
חברת המטרה לטובת
גורם מממן ללא תמורה
או ללא תמורה ראויה
עלולה לחשוף את נושאי
המשרה ואת הדירקטורים
לתביעות פיצויים בגין
הפרת חובת הזהירות**

המצב המשפטי בראי הפרקטיקה

אנו מניחים כי לרוב לא ירצו הצדדים לעסקת מי- מון לסווג את המימון כחלוקה כי לא תמיד תהיה עמידה במבחני החלוקה, וגם אם כן – הדבר יפגע לרעה ביכולת לחלק דיבידנד לאחר מכן (עקב ניצול רווחים הניתנים לחלוקה לצורך הסיוע לרכישה). לפיכך נדרשים פתרונות פרקטיים למצב שבו חברת המטרה עשויה להיחשב כמסייעת לרכישת מניותיה. פתרון פרקטי המתאים בחלק מהמקרים הוא מימון שיינתן בו בזמן גם לחברה הרוכשת וגם לחברת המטרה, שכל אחת מהן תעניק ביטחון נות למממן. במצב זה, בהנחה שעל בסיס שיקולים עסקיים נאותים אכן נדרש לחברת המטרה מימון כאמור, מתן הביטחונות על

ידי חברת המטרה עשוי שלא להיחשב כסיוע לחברה הר- כשת אלא כהעמדת בטוחה לצורך קבלת אשראי לפעי- לות חברת המטרה עצמה, ולמממן יהיה השקט הנפשי מכך שכל הנכסים הרלוונ- טיים משועבדים לו ואין לו תחרות עם נושה מובטח אחר.

כמו כן, כאשר המימון נעשה על ידי החברה הרוכ-

שת באמצעות חברה מיוחדת (SPV) שהוקמה לצו- רך הרכישה (בדרך כלל משיקולי מיסוי), תידרש הח- ברה המיוחדת לתת ערבויות ובטוחות ואף להצטרף כלווה עיקרית להסכם רכישת המימון. במקרה זה לא יתעוררו לדעתנו שאלות חלוקה, שכן החברה אינה מסייעת ברכישת מניותיה שלה.

כך או כך, בעת גיבוש עסקת מימון לרכישת מניות, כמו גם בעת מתן מימון לכמה חברות השייכות לא- שכול חברות או ארגון מחדש של החוב בו, כאשר מתעורר ספק אם יש בעסקה "סיוע לרכישה", יש להקפיד כי כל אחת מהחברות תוכל להראות כי היא לה גם אינטרס עסקי ראוי משלה במתן הביטחונות וההתחייבויות, וכי חובות האמון והזהירות הופעלו בשקידה ומתוך התחשבות בזכויות של צדדים שלי- שיים.

כאמור על ידי מוכר אמצעי השליטה או הרוכש של אמצעי השליטה, חשוף אותו גורם לתביעות בגין נזקים, ובמקרה של קיפוח הוקנתה לבית המשפט קשת רחבה מאוד של סעדים לשם הסרת הקיפוח.

4) דיני חדלות הפירעון בישראל מאפשרים במס- גרת הליכי חדלות פירעון (פירוק או הקפאת הליכים) ביטול של העברות מרמה, אם נעשו במטרה להבריח נכסים של החברה בעת שהייתה חדלת פירעון לטו- בת נושה מסוים ומטילות אחריות על נושאי משרה בה. ספק אם סיוע של חברת מטרה לרכישת מניותיה יחסה בהגנת "מהלך העסקים הרגיל", העומדת ככלל במקרים של העדפת נושים, אם תעמיד סיוע לרכי- שה בתקופה שנמצאה בסביבת חדלות הפירעון.

המצב בעולם

במדינות אחדות, אנגליה למשל, החקיקה מגבילה סיוע לרכישה בהבחנה בין חברות פרטיות לחברות ציבוריות. ככלל אפשר לומר שבעוד שחברה פרטית אינה מוגב- לת מלספק ערבות או בטוחה או סיוע פיננסי אחר לטובת רכישת מניותיה, הרי שח- ברה ציבורית או חברה בת של חברה ציבורית מוגבלת מלספק סיוע כאמור לצורך

רכישת מניותיה שלה או לצורך רכישת מניות באיזו מהחברות המחזיקות בה, בכפוף לסייגים מצומצמים הקבועים בחוק. המגבלות הנזכרות לעיל אינן חלות ביחס למתן סיוע לרכישת מניות של חברה אחות.

בארצות הברית אין חקיקה ספציפית ביחס לסיוע לרכישה המגבילה את הסיוע עצמו. עם זאת, על סיוע כאמור חלות הוראות הדין הכללי, למשל החובה לקבל "תמורה" כנגד הפעולה (עיקרון מדיני החוזים) וכללי העדפת מרמה (מדיני חדלות הפירעון).

פערים אלה בדין הזר לעומת הדין הישראלי מעו- ררים קשיים בעת ניהול משא ומתן עם בנקים ועם גופים זרים הנותנים אשראי לצורך רכישת חברות ישראליות, העלולים לגרום למממן הזר לסגת מן העסקה או להקשיח את תנאיה.