

# Directors' Directions



## ניוזלטר מקצועי לדירקטורים - מרץ 2020

אנו מתכבדים להביא בפניכם - ציבור הדירקטורים בתאגידים המדווחים בישראל - עדכונים, חידושים וסקירת מגמות בסוגיות נבחרות הרלוונטיות לתפקידו של הדירקטור וחובותיו.

### מה בניוזלטר?

- לקראת הדוח השנתי - דגשים שעל הדירקטוריון לבחון אגב הכרזה על חלוקת דיבידנד.
- הגנות לדירקטורים: שיקול הדעת העסקי - הכלל והיוצא מן הכלל.
- חובות הדירקטוריון בקשר לדיווחים מיידיים שוטפים של החברה.
- 'ארגז כלים' - דרכי פעולה מומלצות.
- "מידע צופה פני עתיד" - היום שאחרי יציאת 'אנטרופי', האם סופה של תקופה או תחילתה?

## לקראת הדוח השנתי - דגשים שעל הדירקטוריון לבחון אגב הכרזה על חלוקת דיבידנד

חברות רבות נוהגות להחליט על חלוקת דיבידנד בד בבד עם אישור הדוחות התקופתיים. בהתאם להוראות חוק החברות, החלטה בדבר אישור חלוקה ככלל מונחת לפתחו של הדירקטוריון, אשר נדרש לבחון ולאשר את עמידת החברה במבחני החלוקה - "מבחן הרווח" ו"מבחן יכולת הפירעון".

להלן מספר דגשים כלליים וחישוביים בקשר לבחינת הדירקטוריון כאמור:

### מבחן הרווח:

- "הרווחים" הינם יתרת העודפים אן עודפים שנצברו בשנתיים האחרונות, לפי הגבוה מביניהם, תוך הפחתת חלוקות קודמות אם לא הופחתו כבר מן העודפים. קביעת יתרת הרווחים הראויים לחלוקה, ערב החלוקה ואחריה, מצריכה חישוב מדויק, תוך בחינת פרטי חלוקות קודמות, מועדיהן ומקור הרווחים שעמדו בבסיסן.
- מבחן הרווח מחושב לפי הדוחות הכספיים המאוחדים. כן נקבע בפסיקה, כי שאלת קיומם של "רווחים" אינה נגזרת ישירה של הסעיף ההוני "עודפים", וכי המונח "עודפים" בחוק החברות הוא מונח משפטי שאינו חופף בהכרח למונח "עודפים" החשבונאי. בהתאם ללשון החוק, מקורם של הסכומים הניתנים לחלוקה צריך להיות ב"רווח הנקי" של החברה. רק סכומים שמקורם ברווח הנקי בהתאם לכללי החשבונאות המקובלים יותרו לחלוקה ואין להביא בחשבון את הרווחים שנוקפים ישירות להון ושאינם "עוברים" בדוח רווח והפסד.
- הרווחים מחושבים על-פי הדוחות הכספיים האחרונים שערכה החברה, ואולם ביהמ"ש הכלכלי קבע כי במקרים חריגים, אם ידוע לדירקטוריון על שינוי מהותי, אשר ברמה גבוהה של סבירות עתיד להביא לכך שהחברה לא תוסיף לעמוד עוד במבחן הרווח בדוחות הכספיים הבאים (שהיו עתידיים להתפרסם באותו מקרה שבועיים לאחר ההחלטה), והדירקטוריון מודע בפועל לשינוי זה ולהשלכותיו, לא ניתן יהיה לקבוע שהחברה עמדה במבחן הרווח.

### מבחן יכולת הפירעון:

- באופן מסורתי נחשב מבחן זה כמבחן המהותי מבין מבחני החלוקה הקבועים בדין. בתי המשפט בפסיקותיהם ורשות ניירות ערך בעמדות שונות שפרסמה, יצקו תוכן למהות ולטיב הבחינה שנדרש הדירקטוריון לבצע במסגרת קביעתו כי מתקיים מבחן יכולת הפירעון, ובכלל זה:
- מבחן יכולת הפירעון הוא מבחן הסתברותי שאינו דורש ודאות או חשש קרוב לוודאי, אלא לפי לשון החוק - די בחשש סביר שהחלוקה תמנע מהחברה את היכולת לעמוד בחבוייתה הקיימות והצפויות.
  - ליבו של מבחן יכולת הפירעון הוא בעיתוי, קרי ביכולת לפרוע חבויות בהגיע מועד קיומן.
  - מבחן יכולת הפירעון בוחן האם החברה עלולה להימצא במצב של חדלות פירעון תזרימית ואין עניינו בחדלות פירעון מאזנית, קרי חברה עם עודף נכסים על פני התחייבויות, לא תוכל לחלק דיבידנד אם יש חשש שתיקלע עקב כך למצב של חדלות פירעון תזרימית.
  - על הדירקטוריון לערוך דיון יסודי ומעמיק ולבחון את השפעת החלוקה על המצב הכספי של החברה. אין די בבדיקה טכנית של נתוני הדוחות וביצועים חשבונאיים גרידא, יש לבדוק את מצבו הכלכלי האמיתי של התאגיד, מקורותיו והתחייבויותיו.

- הבחינה אינה מוגבלת בזמן ואינה מתמצה בבחינת תזרים מזומנים חזוי לתקופה של שנתיים בלבד. אם קיים קושי להתבסס על תזרים מזומנים לתקופה העולה על שנתיים יש לבצע מבחנים משלימים.
- קיומו של הון עצמי משמעותי ו/או חלוקה בהיקף נמוך מפחיתים אמנם את החשש ביחס ליכולת הפירעון של החברה, אך הם אינם פוטרים את הדירקטוריון מביצוע בחינת יכולת פירעון כלל חבויותיה.
- במסגרת הליכי אישור חלוקה יש לבחון תרחישים שונים, לרבות אירועים חיצוניים לחברה, ובכלל זה ביצוע ניתוחי רגישות לתרחישים השונים, תוך בחינת גורמי הסיכון שדיווחה עליהם החברה.
- במקרה של הסתמכות על יכולת החברה לממש נכס כלשהו או למחזר חוב עתידי או על מקורות כספיים הנובעים מחברות מוחזקות (דיבידנד), יש לבחון את סבירות מקורות אלו, וכאשר מדובר בנכסים ששוים הוא תוצאה של הערכה, יש לנקוט בשמרנות בביצוע ההערכה.
- אין מניעה עקרונית מגיוס הון או מנטילת אשראי לצורך חלוקת דיבידנד, אך נדרשת מידה גבוהה יותר של זהירות (במובחן מדיבידנד שנובע מתזרים של הכנסות מפעילות).

### הגנות לדירקטורים: שיקול הדעת העסקי – הכלל והיוצא מן הכלל

בהמשך לפסק-דינו של בית המשפט העליון בעניין בזק מחודש דצמבר 2016, בו אומצו עקרונותיו של כלל "שיקול הדעת העסקי" במשפט הישראלי (תוך קביעה כי עשויות להידרש התאמות מסוימות בעת יישומו), פורסמו החלטות ופסקי-דין שונים המפרשים את היקף ההגנה שמקנה כלל שיקול הדעת העסקי בדין הישראלי, ובכלל זה:

- כלל שיקול הדעת העסקי חל רק על החלטות "עסקיות" במהותן (בהתאם למהות הפעולה הרלוונטית). בהתאם, הוא עשוי לחול על החלטה שלא להגיש תביעה ו/או החלטה להפעיל/שלא להפעיל את כוח התביעה של החברה.

- כלל שיקול הדעת העסקי לא יחול על:

- ❖ החלטות המהוות הפרה של הוראת דין, כגון אי תשלום מס כדין.
- ❖ החלטות דירקטורים בדבר חלוקה אסורה (ואולם הכלל עשוי לחול ביחס להחלטה לבצע חלוקה מותרת או שלא לחלק רווחים שמותרת חלוקתם ולהשקיעם באופן אחר).
- ❖ הפרת חובות דיווח כלפי משקיעים, שכן הכלל אינו מיועד לחול כאשר מדובר בהטלת אחריות על דירקטורים שלא נועדה להגן על טובת החברה (קרי בעלי המניות) אלא על צדדים שלישיים (כגון משקיעים פוטנציאליים בניירות הערך של החברה).

## חובות הדירקטוריון בקשר לדיווחים מיידיים שוטפים של החברה

חוק ניירות ערך מטיל אחריות מפורשת, בין היתר, על דירקטורים בגין נזק שנגרם עקב 'פרט מטעה' שנכלל בדוח או בתסקיף, וקובע הגנה כי האחריות הנ"ל לא תחול על מי שהוכיח שנקט כל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בדוח/בתסקיף, וכי האמין בתום לב שאכן אין בו פרט כזה. לאור הפסיקה האחרונה (כאמור לעיל), כי כלל שיקול הדעת העסקי אינו חל ביחס להפרות של חובות הדיווח, עולה השאלה אילו "אמצעים נאותים" נדרש לנקוט הדירקטוריון על מנת לעמוד בחובותיו בקשר לדיווחים שוטפים של התאגיד?

בהקשר זה, בפסק-דין של ביהמ"ש הכלכלי בעניין בזק מחדש דצמבר 2019, בו נדונו טענות לגבי אי פרסום דיווחים מיידיים כדן והכללתם של פרטים מטעים בדיווחים מיידיים, נכללו בין היתר הקביעות הבאות:

➤ ביהמ"ש דחה את טענת המשיבים (נושאי המשרה בבזק) כי על המבקשת היה להוכיח יסוד נפשי של ידיעה בפועל או עצימת עיניים ביחס לכל אחד מנושאי המשרה המשיבים בנפרד

לאחר שהוכחה לכאורה אחריות החברה לדיווח מטעה, הרי שכפי שעולה מחוק ניירות ערך, הנטל עובר לנתבעים להוכיח כי הם אינם אחראים. לפיכך נקבע, כי המבקשת לא הייתה צריכה להוכיח באופן אישי את טענותיה ביחס לכל אחד מהמשיבים בנפרד.

➤ ביהמ"ש דחה את טענת המשיבים לפיה נשללת אחריותם משום שנקטו ב"כל האמצעים הנאותים" כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בדיווח, ובכלל זה שהדירקטוריון הקים "ועדת גילוי" שהייתה אמונה על נושא הגילוי והדיווח בחברה

ביהמ"ש ציין אמנם שלא ניתן לצפות מכל אחד מהדירקטורים להיות שותף באופן אקטיבי בכל אחד ואחד מדיווחיה של החברה, שכן הדירקטוריון עצמו אינו אחראי לניהול היום-יומי השוטף של החברה, וכי "בחברה גדולה כמו בזק, אין זה מעשי כי כל דירקטור ייקח חלק פעיל בהליך הפרסום של כל הדיווחים המיידיים. זאת בפרט כאשר החברה נדרשת לדווח דיווחים מיידיים רבים, לעיתים בלוחות זמנים דוחקים, וכאשר בחברה מכהנים דירקטורים רבים."

יחד עם זאת, המחוקק מצא לנכון להטיל אחריות על דירקטורים בגין דיווחים מטעים, וזאת לאור אחריות הדירקטוריון להתוות את מדיניות החברה ולפקח על תפקידי המנכ"ל ופעולותיו, ובכלל זה לקבוע נהלים ולוודא כי הנהלים אכן מתבצעים באופן ראוי ואפקטיבי. בעניין זה קבע בית המשפט כי "הקמת ועדת הגילוי היא אכן דרך אפקטיבית אפשרית של החברה להתמודד עם הנושא המורכב של הדיווחים שוטפים, נושא המחייב כאמור קבלת החלטות מורכבות לעיתים תוך פרקי זמן קצרים ודוחקים. יחד עם זאת, גם עם הקמתה של הוועדה, הדירקטוריון אינו מתפרק מאחריותו. הדירקטוריון חייב, במסגרת סמכות הפיקוח שלו, לפקח על פעילותה של ועדת הגילוי אותה הוא הסמיך ולוודא כי היא פועלת בהתאם להנחיותיו." הפיקוח אינו צריך להיות ברמה היום-יומית אולם יש להראות כי היה פיקוח כזה.

## 'ארגז כלים' - דרכי פעולה מומלצות

- **הסדרת נוהל דיווחים מיידיים** שיאושר על-ידי הדירקטוריון, **הכולל פיקוח ובקרה תקופתיים של הדירקטוריון ביחס ליישום מנגנון הדיווחים**, לרבות במקרה בו הוקמה ועדת גילוי האחראית ליישום היום-יומי של נושא הדיווחים המיידיים בחברה.
- יש לוודא כי כחלק מהנחלת תרבות ציות בחברה, מבוצעות מעת לעת **הדרכות לדירקטורים לנושאי משרה נוספים, בדבר חידושים בהוראות הדין**. מוצע להסדיר בנוהל חברה **הליך לקליטת דירקטורים ונושאי משרה חדשים**, לרבות היכרות עם תוכנית האכיפה הפנימית של החברה וכן מפגש עם הנהלת החברה, רואי החשבון המבקרים והיועצים המשפטיים החיצוניים.
- יש לוודא כי **נהלי תוכנית האכיפה של החברה אינם רק 'נהלי מגירה'**; לרענן באופן תקופתי את תוכנם ולוודא יישומם בפועל. **תוכנית אכיפה לא עדכנית ו/או שאינה מיושמת, לא רק שאינה תורמת לחברה ולהגנת נושאי המשרה בה, אלא נזקה עשוי לעלות על תועלתה**.<sup>1</sup>
- **ואיך אפשר בלי להזכיר את הקורונה?** מוצע לבחון האם גורמי הסיכון המתוארים בדיווחי החברה (ובפרט בדוח התקופתי) מתאימים לתחומי פעילותה ולהתרחשויות בסביבה הכללית והעסקית הרלוונטית לחברה, ובכלל זה אופן היערכות החברה למניעה ו/או לטיפול באותם גורמי סיכון.

## "מידע צופה פני עתיד"

**היום שאחרי יציאת 'אנטרופי', האם סופה של תקופה או תחילתה?**

בשלהי 2019, לאחר כעשור של פעילות בשוק המקומי, הודיעה אנטרופי על יציאתה משוק ייעוץ ההצבעות לגופים מוסדיים באסיפות כלליות. הודעתה התקבלה על רקע טיוטת דוח הביקורת של הממונה על שוק ההון, ובו נטען לקיומם של פגמים לכאורה בתחום ייעוץ ההצבעות לגופים המוסדיים וטענה להסתמכות 'עיוורת' של הגופים המוסדיים על גופי הייעוץ, וכן על רקע פרסום טיוטת תקנות במסגרתן מוצע לחייב גופים מוסדיים לערוך אנליזות פנימיות חלף הסתייעות בחברת ייעוץ חיצונית, וזאת כחלק ממהלך הסדרה חקיקתית של התחום שמקדם הממונה על שוק ההון.

הגם כי ניכרת הסכמה כי תחום ייעוץ ההצבעות אינו חף מבעיות ודורש שיפורים, נראה כי דעות השחקנים הרלוונטיים, ובהם הרגולטורים השונים (ובפרט הממונה על שוק ההון, משרד המשפטים ורשות ניירות ערך), אינן אחידות באשר למתווה ההסדרה הרצוי בכלל, ויציאתה של אנטרופי מהתחום, בפרט. בתווך מצויים כאמור הגופים המוסדיים, החברות הציבוריות וציבור המשקיעים שהמציאות החדשה עתידה להשפיע עליהם.

<sup>1</sup> ראה בעניין זה גם מסמך מדיניות כולל לאכיפה פלילית מנהלית ופרטית שפרסמה רשות ניירות ערך בחודש יולי 2019. זמין באתר הרשות [כאן](#).

השינוי הצפוי בתחום טומן בחובו חוסר ודאות ומעורר שאלות רבות, כגון:

האם היעדר חברת ייעוץ יביא להידרדרות או דווקא לחיזוק הממשל התאגידי בחברות הציבוריות?

כיצד תיושם בפועל האפשרות לשיתוף פעולה בין גופים מוסדיים בנושא הצבעה באסיפות הכלליות (בהתאם להיתר רשות התחרות) והאם הדבר יביא לחיזוק כוחם של המוסדיים?

במה השוק הישראלי שונה מהפרקטיקה המקובלת בעולם בהקשר לגופי הייעוץ?

האם חיזוק הקשר הישיר של החברות הציבוריות עם המשקיעים המוסדיים, שלא דרך 'מתווך', יתרום לשוק משוכלל ושקוף יותר?

האם כניסת גופים בינלאומיים לתחום הייעוץ המוסדי ישימה ורלוונטית?

האם הגופים המוסדיים ערוכים ל'ואקום' שעלול להיווצר? ומה נדרש להיערכות ועל מי 'תגולגל' העלות?

האם קיים פתרון 'מרוכך' יותר לבעיית גופי הייעוץ?



\* \* \*

המידע הכלול במזכר זה נמסר בתמצית ולמטרות אינפורמטיביות בלבד, במטרה להפנות את תשומת הלב לקיומו של עדכון בנושא מסוים, ואין בו להוות תחליף לייעוץ המשפטי הנדרש בכל מקרה לגופו. אין המשרד מתחייב לעדכן את האמור במזכר זה או את המכותבים אליו בשינויים במצב הנורמטיבי, החוקי או אחר שיש לו השלכה על האמור במזכר זה.

בכל שאלה או צורך בהבהרה בקשר עם העניינים המפורטים במזכר זה, ניתן לפנות לאנשי הקשר שלכם במשרדנו או לעו"ד גור נאבל, ראש תחום שוק הון, בדוא"ל: [Gur.Nabel@goldfarb.com](mailto:Gur.Nabel@goldfarb.com) ו/או בטלפון 03-6089802, או לעו"ד הדר ציקינבסקי שהרבני בדוא"ל: [Hadar.Sharabani@goldfarb.com](mailto:Hadar.Sharabani@goldfarb.com) ו/או בטלפון 03-6089816.