

גלגול כספים או גלגול חובות

אברהם זיירוט, עו"ד: ברק מדרינה, עו"ד

ויש הון בברשותו מונצחים פעמים רבות על ידי חברות ל"גלגול כספים" ו/או ל"גלגול חובות" – ערבות החמותוטות החברה. במשפט הפלילי ונעשית הבדיקה בין מי שפועל בחומר לבן, לבין מי שגייס הון או הלוואות חדשות מתחוץ. דעה מוקדמת שהחברה לא תוכל להשיבם



א. זיירוט

ברמה מסוימת, בהתאם למידע שבידיהם, הציבור מיחס לנתון זה הערכה שונה, עקב מידע מועט יותר המצויר בידיו.

בעיה זו של מתייררו ה"בלתי מתאים" של ההון המגוייס מן הציבור, מוצאת ביטוי במילואן חומרתה בנסיבות בהן מדובר בחברה המצמיה על עברי פי חחת כבר בעת ההנפקה. חברה כזו יוצאת בהנפקה מתיירר ניסיון גואש להזמין את הקע, על ידי המרת התהיתיביות קצורות המועד שלה, בהתחייבותו ארוכות טווח לציבור, לאיבר אנדם נמסר במשקוף, כי תמורה ההנפקה מיעודת לפירעון התהיתיביות החברה, אך כאמור, ייעוד כה עשוי להיחס בعينי הציבור כ"ליגיטימי", וכן משאייה להמרת הלואה יקרה בהלוואה וולה יותר.

יתר על כן, הזרמת הון לחברה כתוצאה מן ההנפקה, מאפשרת לה להמשיך לפעול בשוק ומה נסף, ובכך לטשטש את עובדת היטוד, שכבר בעית ההנפקה לא הייתה לחברה זכות קיום, וכי ההנפקה לא נועדה אלא כדי לאפשר העדרה של גויסים מסוימים. הקושי בו נתקלים בהן מחלוקת החובן מן הציבור בקבלה החור השקלותם מן החברה (תשלמי הריבית והחקון), בולט במילואן חומרתו כאשר (וכך בדרך כלל) מובטח חכם בשעבוד (שוטף) אחרון בדרגה בלבד, שעבור הנדחה מפני שעבודים קודמים בדרגה. כאשר הנושים אשר חכם וכוה לעדיפת אמרור, הינם הילכה למשעה אותן גויסים אליהם העברו כספי ההנפקה, להקטנת החוב לפנייהם, בולטת הבעיה במילואן חומרתה.

פתרונות אפשרריים של הבעיה

פתרונות אפשרריים של מציגים מן הסוג שתואר לעיל הינם כאמור מימי טוגנים: הסוג האחד הינו מניעתי בעיקרו, והוא ממוקד ביחסון "לנסן" הנפקות מורה כאמור, באמצעות מוסדיים. הסוג השני הינו כוח הנכס לפעולה רק בדיעה,

בדיעבד, לאחר ההנפקה. בטרם נפנה לדון בנסיבות האמורים, נבקש לייחד מספר מילים לשמעוותה של הנפקה בנסיבות כאמור, מן הטיב של שוק הון.

משמעות ההבדלים במחירים ההון כאמור, תופעה מוכרת ונפוצה היא, כי חברות המנפיקות ניירות ערך לציבור (אנו מתיימך בעיקר בהנפקת איגרות חוב) מודיעות לציבור תמורה להנפקה, כולל או חלקה, מיעודת לפירעון תבוקות לנושאים של החברה. ייעוד זה של תמורה ההנפקה מתקבל כלגיטימי בעניין המשקיעים, שהריאי ברי כי טובת החברה מחייבת המרת הלוואות יקרות בזולות, כך שאם לחברה התהיתיביות בקשר להתייבתה כראוי, ואפי רצוי כי תפרע אותה באמצעות הכספיים המגווייסים בהנפקה.

ואילו, הנפקה זו מעוררת קשיים מובהנה. כיצד, "מחירה" של הלואה (ההיבית האפקטיבית הגלומה בה) נקבע על פי שיעור הריבית הבסיסי, הנקבע במסק פרמייה בגין הסיכון הכרוך בכך בתוספת פרמייה לא תוחזר. כאמור, חברת מנפקה שההלוואה לא תוחזר, כדי לגייס הון. עלותו של ניירות ערך לציבור, כדי לגייס הון. גויס הון בדרך שכזו היה מטבח הדברים גבורה, גיאו יכולת עלויות נמשכות, הרכבות בהנפקה עצמאו, וכן עלויות חדי-פעימות, הרכבות בהנפקה באחרת, לשם הוולה עלות ההון לחברה, בעוד שבפועל, לא נועדה ההנפקה אלא ליתן לחברה תקופת זמן נוספת להמשיך לפועל, בניסיון גואש מצד החברה, להשתחרר מסקי נזילות ומילוי בהן היא נתונה. בנסיבות ההנפקה, מבקשת החברה להחליף נושים "קשהים", דוגמת הבנקים, בגורמים "נוחים" בהרבה – הציבור הרחב, כאשר ה"קשהות" משמעה בהקשר זה, פיקוח הדוק על נילילה של החברה, פעלותה העסקית ומincinnות כספים מוגנה. פעמים רבות עשויה ההנפקה להניב פרי ונוסף לבני ושליטה בחברה, בדמות שחרר מערביות הנדרשות כדי עליידי הנושאים אובייקטיביים, אופייה הנזיל של ההלוואה מביחינו של המלווה (בדרכו של מינית יתרות הערך למשכער אחר), ב��ורה. עם זאת, נדמה כי עיקרו של ההבדל בנסיבות ההון מוסבר דווקא במיוז השונה העומד לרשותו של הציבור לעומת זה שבניו הנוסחים. ככל מר, בעוד הנושאים הקיימים מעריכים את היקף הסיכון כי החברה לא תוכל לפחות את חומרתיה

הנפקה של ניירות ערך לציבור אותה מבצעת החברה, אינה אלא מכשיר לגויים הון על ידי החברה המנפיקת. מטרותיו של גויס הון שכזה עשויה להיות מגוונות, ובהן השקעה בהון, אשר תאפשר הגדלה תעשיתית של רווח החברה או המהרה של הלואאות יקרות, בהן התהיתיבת החברה (לרוב מבנקים) בהלוואות זולות יותר (מציבור המשקיעים).

במשפט הפלילי נדונה רבות השאלה, באילו נסיבות ייחשב בעל ערך הפעול בדריך של "גלגול כספים" (או "גלגול חובות"), בטרם הטעות עסוק כליל, למי שעמל במרמה. הנזבונות שכאלת עללה השאלה, האם ד"י בהרבה סובייקטיבית גורידא של בעל העסק, הערכה אשוד לא אחת הינה חולשה מן המזיאו, כי היא רק שאמ ל תהייביותו גם כລיפי המלומות החדשנות או שמא יש לבחון את מצבו של העסק ואת סיכוייו להזיר את ההלוואה, באופן אובייקטיבי (לענין זה נפה), למשל, שני פסקי הדין של בית המשפט העליון: ע"פ 223/88 לארני נ' מדינת ישראל, פ"ד מ"ג (1) וע"פ 51/88 דון נ' מדינת ישראל, פ"ד מ"ה (2). (144) |

להלן נבקש למתמקד בהיבט שונה של אותה חובות" בדריך של גויס הון מן האזרוח. ככלומר, המذובר בהנפקה אשר בא להארה לשמש למטרת (לגייטימית) של המרת התהיתיבות את חומרת הלוואה, הרכבות בהנפקה עצמאו, וכן עלויות נמשכות, הרכבות בהנפקה החברתית אשר ניירות הערך שלא נסחרים בבורסה, אל כל הבירורים בכך בתחום חובות וה吉利ו, הפיקוח הציבור וועוד. לפיכך ברי, כי חברה הרכבתה לממן פעולותיה בדרך של הנפקה לציבור, כי מהירה של ההלוואה אשר מקבל מן הציבור, יהא זול יותר ממהריה של הלוואה הנלקחת מאגופים פיננסיים, אף לאחר שקלול סכום מוגנה. פעמים רבים עשויה ההנפקה להניב פרי ונוסף לבני ושליטה בחברה, בדמות שחרר מערביות הנדרשות כדי עליידי הנושאים אובייקטיביים, אופייה הנזיל של ההלוואה מביחינו של המלווה (בדרכו של מינית יתרות הערך למשכער אחר), ב��ורה. עם זאת, נדמה כי עיקרו של ההבדל בנסיבות ההון מוסבר דווקא במיוז השונה העומד לרשותו של הציבור לעומת זה שבניו הנוסחים. ככל מר, בעוד הנושאים הקיימים מעריכים את היקף הסיכון כי החברה לא תוכל לפחות את חומרתיה

הנדרשת תדריך עליידי הנושאים אובייקטיביים, ואשר אין באות לדי ביטוי בהנפקה לציבור. מטרתו של הבורר והינה להציג מספר פתרונות אפשררים להגנה על המשייע הקטן/, פתרונות האפשרים להגנה על המשייע הקטן/, פתרונות האפשרים להגנה על המשייע הקטן/, הנדרשת הכאים לנוטה להתמודד עם התפעלה הנדרשה מלבת הילה ובעיקר במקרה המופיעים

תמורה (יצין עם זאת, כי חוב קיים עשו שלא לוייחס כחמורה לעניין זה, ואו העברת כספי התפקיד לנושאים קיימים של החברה, כולל שלא חגע עיקבה אחר כספי המשקיעים אף אם הגיעו לידי הנושאים האמורים, ובלבד שהללו לא שינו את מצבם של רעה בעקבות הפירעון).

האפקט השני, באמצעותו ניתן להביא מודר לבנייהם של המשקיעים מן הציבור, הינו הכרה ביכולות של המשקיעים לסייעו (שכוב) של הבתוותה שהיא בידי הנשים אשר חובם נפרע. ככלומר, אם כספי ההנפקה ימשו לפירעון חבות לנושאים, שלטותיהם היו רשותם שעבוריים על נכסיו החברה, וזאת כעת בעלי ניירות הערך מן הציבור, אשר קמה להם זכות ההשבה האמורה, לבוא בנטליהם של אוחם ונושים אשר חובם נפרע, לעניין הבתוותה שעמדו לטובת האחוריים. בדרך זו עשויה, במקרים רבים, לבוא על פתרונה בעיתם המימוש של החזר כספי המשקיעים, שכן הללו עשויים אך ורק זו הזכות בעדיה על פני נושאיה האחרים של החברה (מקורו ההיסטורי מזמן מהוותה של חברת שיקוק דין ההנפקה בטול). דרך אחרת זו אינה נקיה מספקות, ואך כי ניתן למזיא לה עיגון במשפט המקובל האנגלי, ספק אם היא אפשרית במישפט ורשייאלי.

ט' סיבום
כמו כן, כי די בדברים הקצרים שהובאו, כדי להראות כי לא אחת אין די בהגנה על ציבור המשקיעים בדרוך של הטלת חובות גילוי חמותם ונוספים באמצעותם ושווים הם להיפרע את חובם, וזאת, למשל, בדרך של תבוחות מנהלי החברה. הללו עלולים לחוב באופן אישי לכל חבותיהם של החברת המצויה בתחום פירעון, אם פעלו בדרך שיש בה ממש מרמה (סעיף 373 לפקודות החברות).

ט' סיבום
ומה, כי די בדברים הקצרים שהובאו, כדי להראות כי לא אחת אין די בהגנה על ציבור המשקיעים בדרוך של הטלת חובות גילוי חמותם על החברה המנפקה. לא פעם עלולים המשקיעים להיווכח עם זכותם ארינה ניתנת לרערעו לחייב את כספםchorah, אך בלא כל אפשרות למשוך וחותם זו. לאור המציאות הכלכלית של התמוטות הכספיות של החברה אשר ניירות הערך שלהן היו רשותם למכור בבורסה, יש לצפות כיסוגיות מן הסוג שתואר לעיל, ודומות להן, יבואו להכרעה בפני בית המשפט בישראל, וניתן יהיה לבחון את ייושמן של ההלכות בעניין זה.

אשר לציבור המשקיעים, ראוי לאלה לזכור כי הכל הבליסטי של שוק ההון, לפיו "חשאה גבואה – סיכון אבואה", איננו מתייחס רק לטיכון כי שיוי השקיות בבורסה לא יישא את התשואה המקויה. הסיכון האמור מחייב לפחות יכולתם של המשקיעים לקבל ולשלם שקל אחד מהש侃עם, וזה כאשר החברה בה בחרו להשיק הפקה חדלה פירעון. לפיכך, שער ריבית גבוהה, הנקבע לאייגרות חוב אשר הונפק על ידי חברה, צריך לשמש לא פעם תמרור אוורה תמור לציבור המשקיעים ולאותם להם, כי מצב החברה עולול להיות קשה אם לא חסר-תקווה לחולון. ■

**ניתן להביא מזור לבנייהם של
משמעותם מן הציבור, בדרך של
הכרה בזוכותיהם לשיכון
חוובם ופרען. ככלומר, אם כספי
ההנפקה שימושו לפירעון חבות
לנושאים, זכאים בעדי ניירות
הערך מן הציבור לבוא בנטליהם
של אותם נושאים אשר חוות נפרען
ולדרשו את כספםchorah**

ונינויו בתחום האוורהיינני של הגנה על דוריתו של המשקיע. אכן נבקש להחמק בפתרונות מן סוג השני דווקא, ונסתפק בהפניה לאמצעים המניעים השונים.

כolumbia המתקדים ברובם בתחום של הטלת חובות גילוי מוגברת על חברות המבקשות לגייס הון מן הציבור, באמצעות תשיקיפם. בדרך זו של דרישת מן החברה למטרות מידע רב כלפי האשראי, עשי הצלב להעדר בצדקה טוביה יותר את הסיכון הגלום בחשקהה בחברה. עם זאת, קיימים כידועם פעירים בעלי מوطלים בין המידע החשבנאי הנמסר על ידי החברה בדו"חותה הכספיים, דו"חות המהווים את לב לבו של המשקיק, לבני מזבחה הכספי ה"אמתי" של החברה. וכך למשל עשויה הכרה להציג במאונה הון עצמי "סבר", בעוד שבדרך הנוסר בדו"חותה הכספיים מביעות מימון וחוסר כספים חמורים, הנובעים מכך שהיא מושך אליו עדין המושך השלה להצלחה למעשה, מציה החברה בנסיבות כו, המידע הנמסר בדו"חותה הכספיים של החברה מבוסס על ההנחה שהחברה ממשך לפועל כ"עסק חי". אם הנחה זו איננה מתחמש, מתרב לא פעם כי ה้อน העצמי החובי עליון הסתמכה המשקיעים איננו קים כלל, עקב ערבי המירוש נושא אחר (הציבור במקרה זה), תוך ידיעה כי החברה לא תוכל לפרק את חובה ולהזמין מוסמכי מושך נוסף, השיד' עדין למסגרת הפתורנות הריאונית שהוחאה לעיל, הינו הפיקחת והביקורת אוטם מפעילות הרשות לניראות עריך והברוטה. הללו אמורות לאלו את הנפקות המרימה מבועוד מועד, ולמנוע את קיומן, עם זאת, המזיאות מוכיחה כי גם מסננת זו איננה בטוחה מ对照检查 וחוב לפניו של פיקוח רוכשי איגרות החוב על פי לחולtiny, והנפקות מרימה שעשויה לעבור אף דרך. יתר על כן, אפיו של שוק ההון בישראל גורם לכך, שהעתים אף גילוי מלא בדף מזבחה הכספי הקשה, איננו מונע בזעם משקיעים מסוימים לרכש את ניירות הערך המזוכים. בדורו, כי במקורה שכזה אין הרשות לניראות עריך יכולת להויל, שהרי תפיקידה של מומצאה עצמה על דבר בפיקוח על הגילוי הנאות, ולא על בדאותה של ההשקה בחברה המנפקה.

באשר לתהום השני, של הגנה בדיעבד על המשקיע, ניתן לבחון את העניין מכמה מישורים: באנגלי נפק והמכבר (בפסק הדין הדון PEKE V. GURNEY (1873) מוצגת חברת היזמת בהנפקה ככזו אשר אין מזכירים שכמה, פתרון הבעייה בכלים המשפטיים אף כי הוש הצדק הכספי מתקיים נגד מזכירים שאנו כה פשוט. במקרה שכזה, ניתן להבא לכך כי קיימים שני אפקטים עיקריים באיכותם ניתן להבא לכך שההנפקה מוצגת כחברה שחייבת נסיבותיה לחייב את לקוחותיה משלם קיזם כעסק ח' (והרי פשיטה, כי אם לא יכול היה להנפקה כלל כל מה שפונה להבריא את החברה, יש לראות בהנפקה ממיל מגז שוא. במצב כזה, כמה כפify ההנפקה ערך על פי התקipsis. בין היתר, זכות לבטל את התקשרותם ולקלל כספם chorah. זכות זו ניתן לבטל כפסק chorah, ולמשך של בזרק של הכרה כפוגם ברכוזן של המשקיעים לרוכשים את ניירות הערך (שהרי ברי, כי לו ידעו המשקיעים על כל עלי איגרות החוב כמה זכות לקבל את כספם chorah, מאותם נושאים של החברה, אשר אלה מזכבה של החברה כפי שהיא לאשרה, הינו הנמעים מעשות כן). דרך קביעה כי הנפקה כפify זכות שכו, הינה על ידי קביעה כי הנפקה של איגרות חוב שלא לשם מימון פעילותה העסקית של החברה, אלא