**דיני חברות/ ד"ר עדי ליבזון**

**מבוא**

**מקורות סטטוטוריים:**

* חוק החברות (קריטי לקורס)
* חוק ניירות ערך
* פקודת החברות (כמעט ולא רלוונטית)
* פקודת השותפויות
* חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי
* חוק תובענות ייצוגיות
* תקנות

**אופציות ליישום התוכנית העסקית:**

1. **לקיחת הלוואה של מיליון שקל וגיוס גורם עם ניסיון במכירות**. לא ראלי כי אף אחד לא ייתן הלוואה כזאת גדולה ללא בטחונות.
2. **מציאת שותף - שיביא את ההון האנושי שישלים אותי (ניסיון במכירות) עם מיליון שקלים**. קשה למצוא אנשים עם הון וכישרון.
3. **מציאת משקיע וגיוס עובד עם ניסיון בניהול מכירות שהוא גם יממן**. הרווח יהיה זהה לסיכון שכל אחד לוקח.מה הרציונל? כדאי לי לגוון את ההשקעות שלי. בשביל לגוון את ההשקעות שלי, לפצל את ההון הפיזי שלי מההון האנושי. על ידי גיוון, ננטרל סיכונים. **לפיצול בין ההון לניהול יש יתרון גדול- גמישות והשגת בעלי יכולת ניהול ומממנים 'זולים'. עלויות המשא ומתן ועלויות פיקוח**- משא ומתן, פיקוח על מנהלים שמנהלים את הכסף, הפיקוח בין המשקיעים לעצמ, בין בעלי ההון האנושי לבין עצמם; פיקוח שהמשאבים של החברה מנוצלים כראוי.**חוק החברות מנסה לצמצם כמה שיותר את העלויות שנובעות מהשיתופי פעולה הללו**.

**סוגי תאגידים**

תאגיד הוא **יצור משפטי עם זכויות וחובות נפרדות מאלו של הבעלים שלו והאורגנים האחרים שלו**. שיתוף הפעולה הראשון שהומחש:

**שותפות:**

כל אחד מהגורמים שמרכיבים את השותפות הוא לרוב במצב ברירת המחדל- מביא גם הון פיזי וגם שותף בניהול. זהו מאפיין בסיסי של שותפות. קיימת שותפויות בהן לא כל השותפים מנהלים.**ס' 1 לחוק השותפויות:** שותפות היא חבר בני אדם שהתקשרו אליהם בקשרי שותפות. **קשרים שבין בני אדם שמנהלים יחד עסק לשם הפקת רווחים**, למעט תאגיד שאוגד לפי דין אחר. מאפייני השותפות:

* בשביל שותפות צריך לפחות שני אנשים.
* שותפות היא תאגיד לשם הפקת רווח.
* מדובר בניהול משותף בפועל.
* שותפות היא דיון שיורי (ברירת מחדל) – קבוצה שמנהלת יחד עסק למטרת רווח, הנחת ברירת המחדל היא שמדובר בשותפות.
* זכות משותפת בנכס לא יוצרת בהכרח שותפות (ס'2(1)).
* גם עובד (ס' 2(4)) או מלווה (ס'2(6)), למרות שמקבלים נתח מהרווחים, לא ייחשבו לשותפים. (צריך להיות גם שותף בניהול).

**השותפים חבים ביחד ולחוד בחובות החברה**. אם יש לעסק חובות, והגדרנו גורם מסוים כשותף, אז הוא חב ביחד ולחוד את החובות הללו. כל אחד מהנושים יכול לפרוע את החובות מכל אחד מהשותפים. זה במצב של שותפות בלתי מוגבלת. ב**ס' 6** נאמר שיש דרישת רישום בנוגע לשותפות אצל רשם השותפויות. שותפות רשומה היא תאגיד (ס' 66(א)).

הסטטיות של שותפות- **כברירת מחדל**, קיום שותפות דורש הסכמה מתמדת של כל השותפים לפי ס' 36 לחוק השותפויות. ניתן להתנות על ברירת המחדל הזו בהסכם השותפות, המפרט את זכויות הצדדים לשותפות. **ניתן להמחות את הרווחים מהשותפות אך לא את זכות הניהול עצמה**. לא ניתן להעביר את הזכויות שלי בשותפות לגורם שלישי מבלי הסכמה של שאר השותפים. רוב ההוראות שראינו כאן הן הוראות דיספוזיטיביות, וחלקן קוגנטיות (שני שותפים ומעלה, הרישום).

שותפים עם אחריות מוגבלת? **אחריות מוגבלת היא יצירת הפרדה בין חובות התאגיד לבין החובות של בעליו, והגבלת האפשרות לגבות את חוב התאגיד מנכסיו הפרטיים של בעליו**. **שותפות יכולה להיות מוגבלת, אך חייבת להכיל שותף כללי אחד, שאחראי באופן אישי לחובת השותפות, לצד השותפים המוגבלים שאינם נושאים באחריות זו (ס' 57).** אין מצב לאחריות מוגבלת הרמטית, כלומר אי אפשר שכל השותפים יהיו עם הגבלת אחריות. פרקטית, **ניתן שאחד השותפים יהיה לא אדם אלא גוף, חברה בע"מ**.

גם חברה וגם שותפות הם סוגים של תאגיד. תאגיד = אישיות משפטית נושאת זכויות וחובות. תאגיד זו קטגוריה כללית שתחתיה נמצאות שותפות, חברה, עמותה, אגודה שיתופית ועוד.

**חברה:**

תאגיד המורכב מבעלי מניות. מניה = אגד של זכויות בחברה הנקבעות בדין ובתקנון. מניה לרוב מורכבת מתמהיל של שלוש זכויות בסיסיות-

1. הזכות להשתתף באספה הכללית של החברה ולהצביע בה (**ס' 188**). **זכות שליטה**.
2. זכות להשתתף ברווחי החברה השוטפים – דיבידנד (**ס' 190**). המניה מקנה לבעל המניה גם נתח מסוים מרווחי החברה. **זכות הונית.**
3. זכות שיורית בנכסי החברה בפירוקה (**ס' 248**) – כשחברה מתפרקת, לבעל המניה יש זכות לקבל חלק מהנכסים שנשארים. מדובר בזכות שיורית כי לבעלי המניות יש זכות רק אחרי הנושים, המלווים והספקים להם החברה חייבת כסף.

ישנם סוגי מניות שלא כוללות את אגד הזכויות הזה. המניה היא אחד הכלים המרכזיים ממנה בנויה הגמישות של חברה – מאפשר מרחב תמרון בעיצוב הזכויות של מרכיבי החברה וכלי המאפשר העברה והמחאת זכויות אלה. ישנה הפרדה בין הניהול ההון (בניגוד לשותפות).

**תכלית החברה**

**ס' 11(א)** – תכלית החברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה, **וניתן** להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין השאר, את ענייניהם של נושיה, עובדיה ואת עניינו של הציבור; כמו כן רשאית החברה לתרום סכום סביר למטרה ראויה, אף אם התרומה אינה במסגרת שיקולים עסקיים כאמור, אם נקבעה לכך הוראה בתקנון.

תכלית החברה היא להרוויח כסף, **להשיא רווח.** סעיף התכלית לכאורה סותר את מטרת הרווח.

יש הרבה חברות שפועלות לפי ESG – מחויבות סביבתית. לא תמיד זה מתנגש ברווח, כי הרבה פעמים עצם התרומה משרתת גם את אינטרס הרווח של החברה- התדמית משתפרת וקוצרים רווחים. אם כן, נראה שסיפת הסעיף אומר שמותר לתרום גם בצורה שלא בטוח תמקסם את הרווחים של החברה. הניגוד הזה בין תחילת הסעיף לבין סופו, מיושב בספר של **ידידיה שטרן**. התחשבות בקהלים כאינסטרומנטים להשיא את ערך החברה עצמה (בטווח הארוך). הוא אומר שמה שצריך לקחת מהסעיף זה את השאת הרווח כמטרת העל של החברה. הסיפא נצרכת למצב כזה שהחברה תשגשג לזמן ארוך – כי כל צעד שיכול לתרום לחברה באופק זמנים ארוך, אפשר לעשות אותו גם אם בעלי המניות יגידו שהם לא רוצים את זה.

**(ב)** הוראת סעיף קטן (א) לא תחול על חברה לתועלת הציבור.

**תקנון החברה**

הזכויות של בעלי המניות צריכות להיות רשומות בתקנון החברה. האינפורמציה שחייבת להופיע בתקנון היא **שם החברה**, **מטרות החברה** ו**הון המניות הרשום** – כמות המניות שהחברה רשאית להנפיק, כמה מניות החברה תוכל להנפיק גם בעתיד, לא רק עכשיו.זאת בשביל להגן על בעלי המניות הראשוניים שנכנסו לחברה הזאת. הרי הם נכנסו לחברה במטרה שיהיה להם אחוזים מסוימים, אפשרות אפקטיבית לבקר את החברה על ידי עצם היותם נתח משמעותי בחברה, שליטה, קול דומיננטי. רוצים להראות מראש לבעלי המניות לאיזה מצב הם נכנסים, יש מצב שידללו אותך, עליך להיות מודע. בתקנון ניתן להוסיף התניות- כל מידע או כלל.

**שינוי תקנון**

ניתן לשנות תקנון ברוב רגיל של בעלי המניות (**ס'20א**), חוץ מהמקרים הבאים –

* תקנון קבע רוב אחר (**20ב**)
* ההצעה לשינוי הרוב לצורך תיקון, מצריכה אישור של הרוב המוצע (**20ג**)
* אם יש שינוי הפוגע בסוג מניות, יש צורך גם ברוב של אותו סוג מניה (רוב באסיפת סוג) – לא מספיק לכנס אספה אחת של כל המניות, צריך שכל אחד מסוגי המניות תתכנס ויהיה באספה רוב. מדובר על שינוי היחס בין מניות שונות.

**הלכת לאומי פיא:** מצב בו רצו לשנות את היחס בין שני סוגי מניות. מה קורה אם מישהו מחזיק את שני סוגי המניות? גם מניות שליטה וגם מניות הון. במצב כזה אותו אדם יכול לנצל את המניות ההוניות שלו בשביל שיהיה רוב גם שם, לקדם אינטרסים אישיים שלו ולפעול נגד האינטרסים של שאר בעלי אותו סוג מניות. יש ללכת לפי **מבחן האינטרס** – לא רק סוג המניה אלא גם האינטרס. למרות שאתה מחזיק מניה בעל זכות הונית, אבל מחזיק בהרבה יותר מניות שליטה, ולכן האינטרס הוא השליטה.

* בכדי לחייב בעל מניה להזרים הון נוסף / להגדיל את האחריות שלו לחברה, יש צורך בהסכמת כל בעלי המניות.

**מימון חברה**

יש שני אמצעים קלאסיים לגייס מימון לחברה:

1. **מניה** – תשואה תלויה ברווחי החברה (מימון הוני). החברה מנפיקה מניות שהמניות בעצם מממנות לחברה את הפעילות העסקית שלה. דיבידינדים=רווחים של החברה. הרווח יתקבל על פי יחס המניה בסך המניות. הצורה הזו של גיוס מימון על ידי הנפקת מניות מהווה מימון הוני. מימון הוני = המימון שזורם לחברה מהמניות שהיא מכרה.
2. **אגרת חוב** (**אג"ח**) – חוב סחיר, תשואה קבועה (מימון באמצעות חוב). אגרת חוב = תעודת התחייבות לתשלום חוב ומאפשרת לחברות ולממשלות לגייס כסף מציבור המשקיעים. רכישת **אג"ח** מהווה התחייבות מצד הגוף שהנפיק אותה לתשלום חוב. על גבי האג"ח מצוינים תנאי ההחזר של ההלוואה, לפיהם מתחייב הלווה להחזיר למלווה את הסכום המקורי ששולם על ידו, בתוספת ריבית ולעיתים גם הצמדה. חברות יכולות לקבל הלוואה מהבנק, אך לא רק. מימון באמצעות הלוואה נקרא באמצעות חוב. מעבר לחוזה הלוואה רגיל, העיקרון באיגרת חוב הוא שאיגרת חוב היא שכירה. איגרת חוב מקנה למלווה את האפשרות לקבל את סכום ההלוואה פלוס תוספת. המלווה שמחזיק באיגרת חוב שכירה, יכול להנזיל את כספו גם מבלי לחכות לתום ההלוואה.

**ההבדלים** בין איגרת חוב למניה, הוא שבמניה יש רווחים לא קבועים (בעלי תנודה), ובאג"ח יש זכות מוגדרת בחוזה ל25% נניח עוד שנה. אג"ח הוא כלי שבאופן טיפוסי בעל סיכון הרבה יותר קטן ממניה. מניה קשורה ישירות לרווחיות החברה, ואג"ח לא קשור ישירות לרווחיות החברה. מוגדר למלווה מה הוא צריך לקבל, יש לו וודאות מבלי קשר למה החברה הרוויחה.

למה באג"ח זה לא וודאי לגמרי על אף הכתוב בחוזה? כי יש סיכון שחברה תיכנס לקשיים ולא יישאר ממה להיפרע. גם אם לחברה אין רווחים, היא עדיין צריכה לתת לבעלי האג"ח ולכן פחות מושפעים מרמת הרווחים, אולם רמת הסיכון משתנה (אג"ח פחות רגישה לתנודות ברווחיות החברה). ככל שהחברה רווחית יותר, יש פחות סיכון שלא לקבל את הכסף, ערך האג"ח יעלה. אם החברה לא מורווחת, ערך האג"ח ירד כי יש סיכוי שבעל האג"ח לא יראה את הכסף שלו.

* כדאי להיות ממומן באמצעות חוב. מדוע? כשאני מגייס חוב, אני יכול להגדיל את התשואה למניה. ככל שיש פחות בעלי מניות אז בעלי המניות יראו הרבה יותר רווח כשחברה גייסה גם חוב. ככל שחברות ממונפות (= חברה שלקחה על עצמה חובות, מימון באמצעות חוב), התשואה פר מניה תהיה יותר גבוהה כי יש פחות בעלי מניות על פחות נתח רווחים.

1. **ייצור כלאיים בין מימון הוני למימון באמצעות חוב**. למשל, **מניות בכורה**. מניות בכורה מתנות על העניין השיורי. מניות בכורה יבואו ראשונות, עד סכום מסוים. בעלי מניות בכורה יקבלו את הרווחים קודם מבעלי המניות האחרים. מאפיין חברות סטארט-אפ. **אגרות חוב להמרה** - הזכות להמיר את איגרת החוב למניות רגילות של הגוף שהנפיק אותה על פי תנאי המרה שנקבעו מראש.

בתוך התאגיד מסוג חברה, יש הבחנה בין שני סוגי חברות מרכזיות: חברה פרטית וחברה ציבורית.

**חברה פרטית** – המניות לא הונפקו לציבור הרחב. **חברה ציבורית** – המניות שלה הונפקו לציבור הרחב. בתקנות ניירות ערך- (35 איש)

מה הנפקא מינה להבחנה?

**על חברות ציבוריות חלות הוראות רגולטוריות שעליהן לעמוד בהן** – הגשת דוחות רבעוניים/ שנתיים, דרישות גילוי רבות, חובות דיווח רבות. חובות דיווח זה מאוד יקר (רואי חשבון, עורכי דין וכו'). חברה ציבורית צריכה להוציא תשקיף – מסמך מפורט שמראה מה היא הולכת לעשות, מקורות המימון שלה וכו'. **עצם הגילוי, עצם מסירת המידע**- מידע הוא חיוני. עצם מסירת המידע עלול להעמיד את החברה בבעיה כי המידע כבר איננו פרטי וגלוי לרבים אחרים. זוהי יכולה להיות עלות יותר משמעותית אפילו מעלות בעלי המקצוע נניח. האינטרס הוא להגן על הציבור שמשקיע והוא לא מתוחכם בחברות ציבוריות מאשר חברות קטנות שלרוב משקיעים מתוחכמים.

חברה ציבורית והבורסה

לרוב כשיש הצעה לציבור זה יהיה דרך הבורסה. נייר ערך הוא מסמך המונפק על ידי חברה או ממשלה ומקנה למחזיק בו זכויות שונות. מניה היא סוג של נייר ערך המקנה למחזיק בו מעמד של שותף בחברה.

**מה המאפיין העיקרי של הבורסה?** **מחיר המניה** **מוצג בצורה** **פומבית ומדויקת!** כך ניתן לגזור את ערך החברה (לפי שווי וכמות המניות). המחיר משקף את הערך של המניה עכשיו. המחיר עצמו מגלם את ערך החברה – לא צריך לרוץ לדוחות ולקרוא אותם, אלא לגזור באופן בסיסי את ערך החברה מהמחיר. כל עוד מדובר בשוק עמוק וגדול, המחיר הזה מגלם בצורה יעילה את מה העסקאות העתידיות של החברה. **אופציית גיוון ההשקעות** – **פיזור סיכונים** **יעיל**. אני יכולה להשקיע בהרבה חברות, כי לא דרוש לי זמן ללמוד המון חברות, בגלל שהמחיר מגלם את ערכן. כך, הסיכון יותר מנוטרל. **השקעות בבורסה הן לא בלתי תלויות לחלוטין**, עלולים להיות אירועים קיצוניים שישפיעו על הבורסה ולכן ניהול הסיכונים איננו מושלם לגמרי. הגיוון בסקטורים שונים מנטרל את הסיכון. הגיוון הזה יעזור רק במקרים שההשקעות הן בלתי תלויות, אולם הרבה מהסיכונים הם סיכונים כלל שוקיים, שעלולים להשפיע על כלל השוק (מגפה/ מלחמה...) ולכן המצבים מהסוג הזה לכל החברות בבורסה יוצרים בעיות. פיזור הסיכונים במקרה כזה לאו דווקא מנטרל את הסיכון.

סיכון בלתי תלוי – סיכון נקודתי של החברה. ההצלחה או הכישלון של החברה המסוימת לא תלוי בהצלחה או בכישלון של חברה אחרת.

סיכון תלוי – אירועים שמשפיעים על כלל החברות.

גיוון וניטרון סיכון= 30 מניות, בין 30-35 מניות המפוזרות בסקטורים שונים.

**יעילות שוק המניות**

עד כמה אפשר באמת להסתמך על הבורסה? עד כמה שוק המניות של הבורסה יעיל? שלוש תפיסות מרכזיות לכך-

1. **יעילות במובן החזק**- **מחיר המניה מגלם את כל המידע הרלוונטי להערכת ערך החברה,** **הפרטי והציבורי**. כל חברה שנמצאת בבורסה מחויבת לספק דוחות ומידע. מחיר המניה מגלם את כל המידע הזה. ביעילות במובן החזק, לא רק שמחיר המניה מגלם את כל המידע הציבורי, הוא מגלם גם את המידע הפרטי. גם האירועים הללו, המידע הפרטי מחלחל לבורסה ומגולם בצורה מושלמת במחיר המניה. למה שזה יקרה? למה שהמידע הפרטי יגולם במחיר המניה? אנשים מגיעים למידע הזה, השחקנים החכמים סוחרים על בסיס המידע הזה ולכן הוא מתבטא במחיר המניה.
2. **יעילות במובן החצי חזק**- **מחיר המניה מגלם את המידע הציבורי אך לא מידע פרטי**. כשאין זרימה של מידע, כשהוא לא מפורסם בבורסה, אי אפשר להניח שכל המידע מגולם במחיר המניה. כך מחיר המניה לא מגלם בצורה מושלמת את ערך החברה מבחינת המידע הפרטי. אפשר להסתמך על עיבוד המידע הציבורי (אין צורך לקרוא את הדוחות או את התשקיף, הם אכן מגולמים) אך לא ניתן להסתמך לגמרי על המניה.
3. **יעילות במובן החלש**- מחיר המניה העכשווי מגלם את כל המידע של מחירי המניות בעבר (לא ניתן "לנצח" את השוק באמצעות ניתוח טכני של תנועת מחירי המניה). **המחיר לא מגלם בצורה מושלמת את הן המידע הפרטי והן את המידע הציבורי**. באיזה מובן יש בכלל יעילות? תנודה במחיר היא לא סתם, היא משקפת משהו.

עד לפני 20-30 שנה התפיסה ששלטה הייתה שהבורסה יעילה במובן החזק. היום יש יותר אינדיקציות שזה לא המצב. למשל, מניית GAMESTOP- כשהמניה הייתה במחיר אפסי, שחקנים מתוחכמים פתחו פוזיציית שורט – פוזיציה שאתה תרוויח כשהמניה תרד. זה בעצם התערבות של שני צדדים – אם המניה הזו תרד, קיבלתי את הכסף בהתאם לערך המניה היום, אבל כשאחזיר אותו אחזיר בהתאם לערך שירד וכך הרווחתי. אנשים משקיעים כדי שהחברה תרד, הם מרוויחים כשהחברה יורדת. היה תיאום בין שחקנים שהמניה תעלה וכך "יתקעו" את השחקנים שעשו שורט. מקרה נוסף הוא המקרה של SIGNAL ADVANCE – ינואר 2021, פייסבוק וואטסאפ שינו את תנאי הפרטיות שלהם והרבה רצו לעזוב. היו אנשים שרצו להשקיע בחלופה לאפליקציות האלה, חברה סיגנל. היו שחקנים שהשקיעו בבורסה בחברת סיגנל אדבנס, חברה אחרת שקשורה לפתרונות אנרגיה. סיגנל לא נסחרה בכלל בשוק. **השוק לא יעיל בכלל**!

**תופעת הארביטראז'** – **פערים בין שוקים**. יש מניות דואליות- אותה מניה של חברה שנסחרת גם בזירת מסחר של הארץ וגם בזירת מסחר אחרת. היינו מצפים שמחיר המניות הללו יהיה זהה, אם כל השווקים יעילים במובן החזק בפועל, יש פערים.

**מי בעלי המניות בחברות הציבוריות?**

בעל עניין הוא כל מי שיש לו עניין מהותי, 5% ומעלה. 37% מבעלי המניות בבורסה הם שחקנים שיש להם 5% ומעלה בחברה מסוימת. מדובר בסוג של משקיעים אסטרטגיים, פוזיציה משמעותית בחברה הזו, הוא מזוהה איתה. 63% האחוזים האחרים היא כמות צפה- **חלוקה חשובה יותר היא מי נכלל בכמות הצפה – כמה קטגוריות: 1. המוסדיים –** המוסדות הפיננסיים- 50% מבעלי המניות **2. קרנות נאמנות 3. קרנות סל –** קנייה בעקבות מדד טיפש ולא באמצעות יועצים. מפזרים סיכונים אך העלויות גבוהות. **4. ציבור ישראלי.**

**הפונקציה של חברה**

**חוק החברות הוא חוזה מדף-** חוזה שמוכן לך על המדף. שתי הצדקות:

* **הוזלת עלויות עסקה –**במקום משא ומתן חוזי, יש חוק ברור מוכן. ניתן ליצור את שיתוף הפעולה בצורה זולה ופשוטה יותר.
* **סטנדרטיזציה** –בכל השקעה אין צורך ללמוד מחדש את המערכת החוזית של אותה חברה. הדבר מוריד את החיכוך בהתנהלות עסקית.

**רציונל נוסף להקמת חברה:** **פס"ד סולומון נ' סולומון:** סלומון מעביר את העסק שלו לחברה אשר יש לו רוב מוחלט של מניות בה. בתמורה להעברת העסק הפרטי שלו לחברה, החברה שהקים יכלה לשלם לו באמצעות הלוואות מנושי החברה. לחברה היו נושים שהלוו לה כסף, וזה אפשר לחברה לשלם למר סולומון תמורת העסק שהוא העביר לחברה. החברה הייתה חייבת לו כסף, ולכן הוא הופך להיות גם נושה של החברה. לכן, הוא בעצם ביקש להיות נושה מובטח, שתהיה לו קדימות על פני הנושים האחרים – נושה מובטח הוא נושה שהחברה חייבת לו בשעבוד צף – יש לו שעבוד על המלאי. הוא ידע שיש לחברה מלאי של נעליים, בשל העסק שהוא הזרים לה. הנושים טענו כי כל הפואנטה של חברה היא שיתוף פעולה, וכאן זה לא קרה. העברת העסק לחברה היא מעין פיקציה. רצה להרחיק את הנושים ולהיות נושה מובטח בעצמו.הנושים ניצחו בערכאות הנמוכות עד שזה הגיע לבית הלורדים- החליט שיש **פונקציה כלכלית נוספת להקמת החברה**. **ההפרדה הנכסית מאפשרת להשיג מימון זול יותר לעסק**. **יש כאן תכלית כלכלית** – לצורך מימון לעסק במחירים סבירים, צריך שהנושים ידעו להעריך את הסיכונים שניצבים מולם בצורה טובה. לכן, בשבילם זה טוב שיש את ההפרדה הזאת כנושה, אם אני יודע מה נכסיה והתחייבויותיה של החברה, לא צריך להשקיע מאמץ בבדיקה מהם החיים הקודמים של סולומון. **גם אם אין שיתוף פעולה יש עדיין תכלית – השגת מימון לחברות. מימון זול לחברות יושג רק באמצעות אישיות משפטית נפרדת.** למר סולומון יש שני כובעים – גם הבעלים של החברה (מחזיק ברוב המניות), וגם נושה של החברה כי החברה היא אישיות משפטית נפרדת לה הלווה כסף, את העסק שלו. אם מר סולומון היה מבקש מימון כאדם פרטי, היו יודעים שיש לו חובות וזה היה מסוכן. כשהחברה לוקחת את ההלוואה, הנושים יסכימו להלוות בפחות אחוזים כי הם יוכלו לבנות על נכסי החברה ומהם להיפרע. **למשקיעים בחברה יש קדימות בנכסי החברה לפני הנושים הפרטיים של בעל העסק**.

**פס"ד סולומון**- הבנה טובה יותר של מהי החברה. **חברה היא לא רק פקעת חוזית, אלא יש גם עוד אלמנט בפקעת החוזית וזה נקרא נפרדה נכסית**. המאמר של**H. Hansmann & R. Kraakman -** טיסות שנקראת חברת down, שחושבת להתרחב לעסק של השכרת רכבים. **להישאר עם חברה אחת** / **חברת בת** – **חברה אחת בבעלות חברה אחרת**. כשיש הרבה נכסים, המלווים אמורים לכאורה להרגיש יותר בטוח. אולם כדי להיות מלווה טוב במחירים אטרקטיביים אבל לא נמוכים מדיי, צריך להכיר טוב את העסק אליו מלווים. היכולת לתת ריבית נמוכה נובעת מזה שהנושה מכיר את החברה. אם יש הרבה נכסים אמנם יש יותר מגוון אבל בתור נושה ספק, עדיין יש סיכון – גם אם ענף המטוסים בפריחה, ענף הרכבים עלולים להיות בקריסה. לעסק הזה יהיה המון נושים ולכן יהיה עלול להגיע לחדלות פירעון. בגלל שקשה להעריך את הסיכון, לא תינתן ריבית אטרקטיבית. יתרון של חברה אחת גדולה היא הנהלה ומטה שנחסכים. **השיקול עיקרי להעדיף את האופציה של חברת בת הוא השגת מימון זול**. הוצאות המימון יהיו נמוכות יותר - מי שמספק חלקים למטוסים מכיר את הסקטור של ענף הטיסה מצוין אבל לא מכיר את סקטור השכרת הרכבים. (בשל ריבית הסיכון הגבוהה תחת חברה אחת). **תעדוף**- לכל גורם יש קדימות כאשר הוא הנושה הישיר. הנושה של המכוניות יוכל לפדות נכסים מחברת המטוסים אבל רק לאחר שנושה חברת המטוסים קיבל את חובו המלא. יש לשים לב כי למבנה משפטי זה גם יש חסרונות, בעיקר מבחינת העלויות. החברה חוסכת פרמיות סיכון שהיא צריכה לשלם, כי לנושים יש פחות סיכון (באמצעות ההפרדה הנכסית).

**סעיף 4 לחוק החברות** – **חברה היא אישיות משפטית כשרה לכל זכות, חובה ופעולה המתיישבת עם אופייה וטבעה כגוף מאוגד**.

ההפרדה היא לא רק בין החבות של החברה לבין חובות בעלי מניות של החברה, אלא גם לעניין זכויות.

משמעות נוספת בפס"דים הבאים:

* **פס"ד :LEE V. AIR FARMING LTD.** למר לי הייתה חברת ריסוס והוא היה העובד היחיד בה. יום אחד המטוס התרסק, מר לי מת. אשתו רצתה לתבוע בשם החברה, להשיג פיצוי מביטוח שיש לעובדים (נפגעי תאונות עבודה). הביטוח טען שהוא לא עובד, אלא הבעלים. בית המשפט בניו זילנד פסק ש**יש אישיות משפטית נפרדת של החברה**, **והיא מאפשרת יחסי עובד מעביד עם חברה שהיא מאה אחוז בבעלותך**. זאת, בשל העיקרון של האישיות המשפטית הנפרדת. שני הכובעים – כובע כבעלים וכובע כעובד בחברה.
* **פס"ד רוזנצוויג נ' מאפיית רוזנצוויג:** רוזנצוויג היה בעלים של מאפייה. הוא נפצע בה קשות. הוא תובע את הפוליסה כי יש ביטוח תאונות עבודה של עובדים לחברה. התגובה של חברת הביטוח הייתה שהיא לא רוצה לשלם, כי הוא לא עובד. נקבע– **למרות שאתה מאה אחוז מהבעלים, עדיין אתה יכול להיות בסטטוס של עובד בגלל הקונספט של העיקרון של האישיות המשפטית הנפרדת**.
* **אחוזת רחמים בחלקה 8 בגוש 6591 בע"מ נ' קריסטל:** חברה שמחזיקה בקרקע. היה רשום בטאבו שהחברה היא בעלים של יותר ממה שהיא קנתה- נרשם לזכותה חלק במרמה. אחרי שהיה את הרישום, גברת אפריים מכרה את המניות שלה בחברה למישהו אחר. הבעלים המקוריים של החלקה רוצה לתבוע מהגורם הזה (גברת ב') את הקרקע. האם הגנת תקנת השוק עומדת לקונה החדש של המניות? עקרוית הוא קנה בתו"ל. בית המשפט קיבל את הטענה הנגד- **שבגלל האישיות המשפטית הנפרדת, אין כאן זכות במקרקעין ולכן לא אמורה לעמוד טענה של תקנת השוק. זה יישום נוסף לעיקרון של אישיות משפטית נפרדת בעניין אחר לגמרי מנושים – עניין קנייני. למרות שקנית מניות של החברה, זה לא אומר שקנית זכות במקרקעין.** רק המניות עברו ידיים, הזכות במקרקעין לא עברה ידיים ונשארה תמיד בידי החברה.
* **פס"ד מ"י נ' דובדבני:** **נקבע שאם כל השותפים בשותפות התחלפו, זו כבר אינה אותה שותפות**. בשותפות אין הפרדה בין התאגיד לבין המרכיבים שלו. בגלל שבין השותפים יש קשר שמכונן את האישיות המשפטית המסוימת, ברגע שהם מתחלפים, זו כבר לא אותה אישיות משפטית. קרקע שרשומה על שם שותפות, אז כל השותפים התחלפו. הקרקע מבחינת הרישום, הייתה רשומה על השותפות המקורית. **הלכת אחוזת רחמים לא הייתה מתקיימת אילו היה מדובר בשותפות**. אם הייתה סיטואציה שכל השותפים מתחלפים, היינו מתייחסים לקרקע כאילו היא כן זזה. זאת, להבדיל ממצב של חברה, **החברה נשארת אותה חברה** גם אם בעלי המניות משתנים. זהו חריג לעיקרון השותפויות.

**חברה בע"מ:**

**חברה מסוג מיוחד, לרוב זו הרווחת שזו חברה בע"מ, חברה בעירבון מוגבל**, **הגבלת האחריות מונעת מנושי החברה את האפשרות לגבות מבעלי החברה את חובם**.

* חברה יכולה לחזק את ההפרדה בינה לבין בעליה על ידי הפיכתה לחברה בעירבון מוגבל.
* הגבלת האחריות מונעת מנושי החברה את האפשרות לגבות מבעלי המניות בחברה את חובם.

חברה בע"מ נותנת הפרדה הרמטית בין הנושים הישירים של החברה לבין בעלי המניות שלה. בעל מניות היה רוצה לחשוף את החובות האישיים שלו, כדי שנושי החברה לא יבואו אליו, הרי אין מה לגבות ממנו.

**הרציונל הבסיסי להגבלת אחריות:**

* מתמרץ נטילת סיכון עסקי.
* מצמצם חוסר וודאות, מצמצם עלויות עסקה. מעבירים סיכונים בין ההון למימון חוב.

**עלויות עסקה ורציונלים אחרים להגבלת אחריות:**

1. לנושים זול יותר לתמחר פרמיית סיכון של חברה מאשר פרמיית סיכון של בעל מניות. (לא צריך לבדוק את הרקע שלו)
2. הקטנת עלויות פיקוח על מנהלים. מדובר על פיקוח לא בהוצאות אין סופיות בגלל החשש שעלולים לאבד הכל.

**תיאורמת קוז:** בהיעדר עלויות עסקה, הצדדים יסכימו על ההקצאה היעילה של הזכות/ החובה המשפטית. גם אם לא היה לנו בחוק הגבלת אחריות, היו סוגרים בחוזה הגבלת אחריות, היינו מגדירים שניתן לגבות רק מנכסים מסוימים. אם העלות של חובה לשאת בעלויות השיוריות של חדלות הפירעון של החברה (הזכות של הנושה לגבות את החוב השיורי מנכסי בעלים במקרה של חדלות פירעון) לבעלים גבוהה יותר ממה שהיא שווה לנושה, הבעלים יעביר את החובה לנושה תמורת תשלום פרמיית חיסכון.

מה יתרון במוסד שהחוק נתן? הגבלת האחריות לא חידשה כאן משהו, חוק החברות מוזיל עלויות עסקה. בצורה אוטומטית וזולה יותר.

מה החסרונות של הגבלת אחריות?

1. **סיכון מוסרי** – הבעלים יכולים לנצל זאת לרעה. כשיש התנהגות, אבל שאנו לא נושאים בעלויות הנזקים, לא נפעל בצורה האופטימלית. הבעלים יודע שגם אם ייקח החלטות מסוכנות, הוא לא ייאלץ לשלם עליהן. אנשים יכולים לקחת סיכונים מופרזים.
2. **נושים לא רצוניים** – יש גם נושים לא רצוניים (ניזוקים). מפעל שמזהם ומישהו בצד השני של העולם נפגע, אם זאת הייתה חברת עם הגבלת אחריות הוא מקבל פיצוי חלקי אם בכלל. במצבים האלה, הרציונל לא רלוונטי, חלש. גם בפאן המיסוי.
3. **נושים לא מתוחכמים** – החברה יכולה לנצל את הנושים הלא מתוחמים, בכך שתיקח מהם משאבים, והסיכון הגדול יותר בגלל שהיא חברה בע"מ, הם לא ידעו לכמת אותו, ומכאן ניצולה. במצב בו נגיד שזו בעיה שלהם, החברות ימכרו במיוחד לאותן אוכלוסיות מוחלשות וזו תהיה בעיה חברתית גדולה. לא באמת הייתה כאן עסקה בנוגע לסיכון, לא הייתה תמורה שניתנה בעד הסיכון הגדול.

בסופו של דבר, הגבלת אחריות זה לא שהיא לא רלוונטית באותם מקרים, אבל כן פשוט באופן חלש יותר. הנושה הנזיקי זו בעיה- הוא ניזוק ולא מקבל תמורה מלאה. הפתרון- **לחייב חברה לקנות ביטוח**.

אם לא רוצים לחייב את החברה מי יקנה מה, איך נגיע לתוצאה הזו בדרך עקיפה?

* **הטלת אחריות אישית על מנהלים**, ליצור אחריות אישית של הגורמים בתוך החברה על המקרים האלה, חוץ מזה שיש חובה על החברה, יש חובה גם על המנהלים של החברה. החברה תעדיף לקחת ביטוח אישי כדי לא לסכן נכסים אישיים.
* **מיסוי** – בפועל המדינה היא המבטחת. כלומר, ביטוח לאומי.

**אחריות מוגבלת – בחקיקה**

בחברה המוגבלת בערבות לא יידרש משתתף לשלם למעלה מן הסכום שקיל עליו לשלם לחשבון נכסי החברה בפירוקה. חייב לפרסם בתקנון אם חברה חבים בחובות החברה (**ס' 35**). שם החברה יכלול בסופו בע"מ – בעירבון מוגבל (**ס' 26**).

מעבר מסוג אחד של חברה לשני- צורך באישור פה אחד של כל בעלי המניות (ס' 344ב'). מעבר לחברה ללא הגבלה לעם הגבלה, הנושים יפסידו כי לא יוכלו לתמחר את הסיכון, ולכן לצורך מעבר כזה צריך אישור בית משפט (ס' 344א). חברה עם הגבלת אחריות, זה דווקא יטיב עם הנושים כי יהיה אפשר להתקדם ולעשות יותר פעילות כלכלית, זה כן יכול לפעול לטובת הנושים.

**פס"ד פרי העמק נ' שדה יעקב:** אגודה שיתופית היא קואופרטיב- שהצרכנים עצמם שילמו חלק מהסכום, חלק מההון. כל ההפרדה בין בעלי הון לבין צרכנים לא קיימת. מי שקונה בסופר, הוא גם בעליו. קואופרטיב מטשטש ומאחד בין קבוצת בעלי ההון לצרכנים. אגודה שיתופית היא תאגיד שיש לו מניע אידיאולוגי- מטרה סוציאלית. באגודה השיתופית פרי העמק, היא נחשבת כקואופ, לשיווק התוצר החקלאית של המושבים. האגודה הייתה בחובות רבים, על סף חדלות פירעון עם מעט מימון. כינסו אסיפה בה דנו אם אפשר לייחס את החובות לכל אחד מחברי האגודה. היה רוב של הקיבוצים וזה אושר לחייב להוסיף עוד הון ממה ששילמו בהתחלה. היה קונפליקט אינטרסים בין המושבים לקיבוצים. המושבים התנגדו לתת כסף מכיסם. אם זה היה חברה, תחת חוק החברות, השאלה בכלל לא הייתה עולה. כי לפי **סעיף** **20ג**, יש סעיף מפורש שאומר לצורך הוספת הון יש צורך בפה אחד. האם עצם התכונה של אישיות משפטית נפרדת והגבלת אחריות, מונעת מהחברה להחליט שהיא תחייב את הבעלים שלה להוסיף הון?

**השופט ברק:** ללא הסכמתם, אי אפשר לחייב אותם לשלם. עצם זה שזה אישיות משפטית נפרדת, ואנחנו מתייחסים בנפרד לחברה ולחברים שבה, אז לחברה אין יכולת לחייב, ללא הסכמה מפורשת. **העובדה שהחברה לא תוכל לקבוע על בעלי מניות להזרים עוד הון לחברה, נגזר מתכונת האישיות המשפטית הנפרדת**, **עלינו להבחין בין עיקרון האישיות המשפטית הנפרדת לבין עיקרון הגבלת האחריות**. מחדד את העיקרון בין אשיות משפטית נפרדת לחברה בע"מ.

**איך אפשר בכל זאת להתגבר על הגבלת האחריות?**

1. **עקיפתם על ידי דוקטרינות מתוך לדיני התאגידים:** יכול להיות שבמקביל לחובות החברה, יש חבות גם לנושא המשרה בתוך החברה. באמצעי הזה, מגיעים לכיס הבעלים בהינתן שהם גם הנושאי משרה הבכירים בחברה. כך, מצטמצמת הגבלת האחריות. כך גם אם הכיס של החברה ריק, תהיה גישה לכיס של הבכירים שלרוב הם גם הבעלים. סעיף 54- נכון שמתייחסים לפעולה של גורמים בתוך החברה כפעולות החברה לפי רעיון האישיות המשפטית. אבל זה שהוא עשה פעולה המייחסת חובות וזכויות לחברה, זה לא מונע מזה שיהיה בנוסף אחריות אישית של אותו אורגן. במקביל לחבות שיצר לחברה, הוא במקביל מתחייב בדינים נוספים.
2. **הרמת מסך:** לשבור את הקיר של הגבלת האחריות על ידי הפעלת הדוק' הרמת מסך.

נתעמק בעקיפה על ידי דוקטרינות מחוץ לדיני התאגידים:

* **פס"ד י.פ.ע.מ:** יצרן שייצר כיסוי להגה, החברה רשמה על כך פטנט. הייתה חברה שהפרה את אותו פטנט והפרה זכויות קניין רוחני. החברה שהמציאה רצתה לתבוע את החברה המחקה אבל לחברה המחקה לא היה כסף. במקביל להפרת החברה, גם המנהל שהחליט על הייצור, הפר- יש לתבוע אותו בנוסף על החברה. המנהל הוא גם הבעלים בחברות קטנות שכאלה- כך אפשר להגיע לכיס של הבעלים. הרציונל הבסיס של הגבלת אחריות הוא כזכור, שיש עסקה שלמרות ששחקנים מסוימים יפסידו כי לא יהיה להם מאיפה לגבות, תהיה להם גם תמורה. כאן, לא הייתה התקשרות. כל הרעיון של הפרה, זה באופן חד סטרי. זהו **סיכון לא רצוני**. **בסיכון לא רצוני נאפשר הרבה יותר את העקיפה של הגבלת האחריות, כי הרציונל המרכזי לא חל כאן!** פס"ד יפעם מצטט את **השופט שמגר** מ**פס"ד צוק אור** –אם בחרנו להתקשר רק עם חברה ולא עם הבעלים שלה אז קיבלנו תמורה על זה, אבל בקשר נזיקי זה קשר שאינו רצוני. בנוסף לפיצוי שהחברה הייתה צריכה לשלם, גם המנהל צריך לשלם פיצוי וניתן להגיע ולגבות את הנזקים. הרציונל הגבלת האחריות **פחות חל ולכן התאפשרה פנייה עקיפה לכיסו של המנהל דרך הכרה באחריותו למקרה של הפרת הפטנט**.
* **פס"ד בריטיש קנדיאן: דוגמה לנושה נזיקי רצוני.** מנהל ללא כישורים מתאימים לניהול פרויקט בנייה מחויב לשלם בעבור דירה פגומה בשל רשלנותו. טענו כי המערער התרשל בכך שללא ידע בתחום הבנייה, החליט לפקח באופן אישי על הבנייה. מדובר כאן על **תביעה חוזית,** ועל כן מדובר על **נושה רצוני**. ניתן להגיד כי כאשר לוקחים חברה עם איכות בנייה נמוכה מסתכנים בכך שלבסוף יתקבל מוצר באיכות ירודה. ההלכה הקובעת כי ניתן להטיל אחריות על המפקח בעייתית כי הדבר מאיין את תכונת הגבלת האחריות ע״י עילות מחוץ לדיני האחריות. אם רוצים ללכת עם הרציונל של שמגר, כשיש התקשרות חוזית, מדובר על סיכון שהוא היה מוכן לעמוד בו. גם אם יש הבחנה ב**פס"ד י.פ.ע.מ**, בתי המשפט לא תמיד שומרים עליה. זו פסיקה חריגה יחסית.
* **פס"ד פנידר:** קסטרו ומנהל החברה חתמו על זיכרון הדברים בשמה של החברה אותה הוא ניהל. שילם את כל התשלומים, העסקה נכשלה משום שהחברה נכנסה לתהליכי פירוק עקב קשיים כלכליים. קסטרו הגיש לביהמ"ש המחוזי תביעה נגד החברה ונגד מנהלה. היה **מצג שווא**, כאילו יש לחברה דירה. מחייבים את בעל השליטה בחברה מכוח הפרה של **ס׳ 12 לחוק החוזים** חוסר תו"ל. ההבחנה בין הפס"ד הזה לקודם היא שכאן לא הייתה לקונה הזדמנות אפילו לתמחר את המידע. אפשר לטעון שגם הטעיה מהווה סוג של סיכון, אבל זה לא סיכון שאתה לוקח על עצמך ברציונל התמחור. במצב הנ״ל לא חל הרציונל של שמגר ובצדק. החידוש של **ברק** הוא שחובת תום הלב חלה גם על מי שמנהל את המשא ומתן עבורה. **גם אם יש התקשרות יזומה, עדיין יכול להיות שבמהות מדובר על נושה לא רצוני, כי זה מקרה שלא היה אפשר לתמחר. אי יכולת לתמחר, גם אם יש חוזה, מצביעה על נושה לא רצוני**.
* **פס"ד מתתיהו נ' שטיל:** המערערים היו הבעלים בזכויות החכירה לדורות, בין המערערים לבין החברה נכתב חוזה קומבינציה. המערערים התחייבו להקנות לחברה חלק מזכויות החכירה לדורות שהיו להם בחלקה, והחברה להקים על החלקה בנין למסחר ולמגורים, ומתוכו למסור למערערים שלוש ספציפיות. היה תוכנית לבנות עוד על הגג וסוכם שאם יבנה יתנו למערערים שתי דירות ממה שיבנה. בחוזה התחייבו המערערים להעניק ייפוי כוח בלתי חוזר לעורכי הדין. בוצעו מס׳ שינויים, הוסכם כי המערערים יקבלו שלוש דירות, אך בבניינים שונים וכי המערערים יעבירו את כל זכויותיהם בחלקה לטובת הבנק אשר יתחייב למערערים לגבי הדירה בגג. המערערים עמדו בהתחייבויותיהם. החברה הקנתה למערערים שתי דירות בלבד. החברה חדלת פירעון- הלכו לבעלים. כאן ההלכה הייתה שחובת זהירות אישית של נושא המשרה אינה צומחת מעצם הכהונה בתפקיד. על הזוג היה לתמחר את הסיכון ואת המקצועיות של עורכי הדין ואת מצבה של החברה.

**השופט אור** נותן 2 קריטריונים להטלת אחריות אישית בנזיקין על נושא משרה(**או או**):

1. **מומחיות אישית**- מומחיות החורגת מגדר הרגיל. הצד השני פנה להתקשרות עם בחברה בגלל אותה מומחיות. המומחיות האישית צריכה להיות הבסיס להתקשרות.
2. **יחסים מיוחדים**- מעין מערכת יחסים של ״סמוך עלי״, בהנחה שפלוני התקשר עם החברה בגלל אותה מערכת יחסים אפשר יהיה לתבוע את אותו גורם בנוסף לתביעה של החברה.

יש לשים לב כי יש כאן חסרונות- המבחנים הללו יוצרים **תמריצים שליליים** – לא להיות מומחה מדי/ לא לפתח קשרים מיוחדים טובים מדי עם לקוחות. יש כאן בעייתיות במבחנים של השופט אור כי הם יוצרים אפקט מצנן לדברים שעקרונית היינו כן מעוניינים בהם.

כיצד ניתן להתגבר על החסרונות האלו?

1. **התניה בחוזה** – אותו גורם יקבע מפורשות מול החברה כי כל התקשרות תותנה בכך שלאותו בעל תפקיד אין שום חובה אישית, האחריות היא של החברה בלבד.
2. **ביטוח רשלנות מקצועית –** בכל מקרה של רשלנות מקצועית, חברת ביטוח תשלם. זה משתלם לחברה כי אם הוא מומחה, הוא כנראה מכניס לקוחות לחברה.

**ניתוץ הגבלת האחריות: הרמת מסך**

**ס' 6(א)(1) לחוק החברות** – **ביהמ"ש רשאי לייחס חוב של חברה לבעל מניה בה אם מצא כי בנסיבות העניין צודק ונכון לעשות כן, במקרים חריגים שבהם השימוש באישיות המשפטית נעשה באחד מאלה** (נקבעו בתיקון 3 לחוק החברות):

1. באופן שיש בו כדי להונות אדם או לקפח נושה של החברה (**קיפוח**/**הונאה**).
2. באופן הפוגע בתכלית החברה ותוך **נטילת סיכון בלתי** **סביר** באשר ליכולתה לפרוע את חובותיה ובלבד שבעל המניה היה מודע לשימוש כאמור (**מימון דק** =מצב שבו סך התחייבויותיה של חברה עולה על נכסיה או באמצעות מימון ע״י חוב- הלוואות בעלים] הבעלים יוצר חברה שיוצרת סיכון בלתי סביר שאנשים יוכלו לקבל את הכסף שלהם, זה אומר גם הרמת מסך.

נתמקד בהונאה וקיפוח: **עילת התרמית להרמת מסך**

**ערבוב וזיהוי**-לא כוללים תרמית מכוונת**– נסיבות בהן בעל מניות בחברה מערבב אישית בין נכסים אישיים שלו לבין נכסי החברה**. בעלים של חברה שהוא מבולגן לגמרי, ולא מבחין בין נכסיו לנכסי החברה: **פס"ד ערב חדש-** עיתון ניסה לקנות את שרותיה של עיתונאית ואז פשט רגל. **בית המשפט (זילברשטיין) במקרה הזה הרחיב את הסעיף של הונאה ותרמית, שייכללו גם במקרה של ערבוב וזיהוי** –**נוצר מצג (אמנם בטעות) אצל הנושה שהוא יוכל לגבות את הכסף, יתאפשר לעשות הרמת מסך מכוח הסעיף 6(א)(1). הרמת המסך יכולה להיות סלקטיבית**. המסך שנרים מכוח הערבוב והזיהוי, הוא רק כלפי אותו נושה כלפיו הוצג מצג הבלאגן.

**נטילת סיכון בלתי סביר:** **עילת מימון דק להרמת מסך:**

**סיכון בלתי סביר מתאר מצב בו לחברה יש הרבה חוב ויש לה מעט מאוד הון**. **אין מבחן חד משמעי למהו מימון דק**. בפרקטיקה, זה **תלוי גם בסקטורים** – בסקטור של תעשייה כבדה, הממוצע הוא 30 אחוז הון מול 70 אחוז חוב לעומת בנק, 3 אחוזים זה בכלל לא מימון דק לבנקים. במקרה כמו אפרוחי הצפון, היה מקרה של מימון דק. אמנם אין כלל אצבע ברור, אבל במצבים בהם זה שבריר אחוז, זה ברור. **סעיף 6(ג)** קובע כי בית משפט רשאי להשעות זכותו של בעל מניה לפירעון חובו מאת החברה עד לאחר שהחברה פרעה במלואן את כל התחייבויותיה כלפי נושים אחרים של החברה, אם מצא כי התקיימו התנאים לייחוס חוב של החברה לבעל המניה כאמור בסעיף קטן **(א)**.מה קורה כשיש למישהו שני כובעים, הוא גם בעל מניות בחברה, וגם בעל חוב כלפי החברה? במצבים מסוימים לא נאפשר להנות מהסטטוס הזה – אם אתה בעלים, ובנוסף לקניית המניות הזרמת כסף כהלוואה, החברה בחדלות פירעון ובאת לגבות את חובך עם יתר בעלי החוב, **6(ג)** נותן פתח לא לאפשר להנות מאותם שני כובעים. מתי זה יקרה? חובו של בעל החוב נדחה בעצם, זהו **סעד של הדחייה**- **הרמת מסך חלקית**: לעניין ההלוואה שלך אנו לא מכירים בהפרדה שלך ושל החברה, אבל זה לא הרמת מסך מלאה כי זה לא ששאר הנושים יכולים לגבות ממך, אלא רק לא מאפשרים לך להיות בסטטוס אחר מנושה של החברה, תהיה כמו היתר. בפועל **6(ג)מפנה לאותם תנאים של סעיף 6(א) של הרמת המסך הרגילה – או הונאה וקיפוח או מימון דק**. יש לעמוד באותם התנאים.

**פס"ד אפרוחי הצפון:** המניות המונפק של החברה עמד על 190 ש"ח בלבד, והיא מימנה את פעולותיה באמצעות פער בין תקופת האשראי שקיבלה מהעמק ורמת יוחנן, לבין האשראי שנתנה ללקוחותיה. בשנת הפעילות הראשונה הרוויחה החברה 1,500,000 ש"ח, מתוכם חולק כדיבידנד סך 600,000 ש"ח, והיתרה נזקפה לזכות בעלי המניות כהלוואת בעלים. חלה הידרדרות קשה בפעילות החברה, ובתוך זמן קצר קרסה והפכה חדלת פירעון. הוחלט על הדחיית תשלום החוב לרמת יוחנן עד לאחר שהחברה תפרע את כל חובותיה לנושים. רמת יוחנן אינה מערערת על אלא הדחיית החוב.

1. הניחו כי בכל מקרה אין בקופה מספיק כסף על מנת לכסות את שני החובות ובחרו בחוב העדיף להם.
2. העדיפו כי ההלוואה תיחשב כהון של החברה ולא כהלוואת בעלים על מנת לאיין את טענת המימון הדק.

**השופט רובינשטיין: למרות שפורמלית זה אותם תנאים בין שני הסעיפים, בסופו של דבר, מימון דק ידרוש רף אחר באשר למתן סעד ההדחייה**. (אוביטר). **לדעתו יש צורך ב"דבר מה נוסף"** **מעבר למימון דק**, **כדי לאפשר הרמת מסך**. לא רק נטילת סיכון בלתי סביר.

**השופטת פרוקצ'יה: מימון דק לכשעצמו מצדיק הרמת מסך.** אין צורך בפגם בהתנהלות. השופטת מדגישה שעצם המציאות המימונית מספיקה להרמת מסך מאחר ויש סיכון גדול מאוד על **נושים לא מתוחכמים שלא יודעים לתמחר את הסיכון, ועל נושים לא רצוניים**. במקרה שלנו זה נושים רצוניים, אבל שאינם מתוחכמים- זה מאפיין ספקים כי הם אינם מומחים פיננסיים. הרציונל הוא **הגנה על החלשים**. אשראי ספקים יכול להיות מקרה של נושים לא מתוחכמים שלא קיבלו פרמיה על הסיכון המוגבר של חברה במימון דק, משיתים עליהם סיכון גדול בלי שקיבלו עליו דבר. **טיעון חברתי**. פרוקצ׳יה מעלה **טיעון חשוב נוסף**: **דרך המלך בהשקעה בחברה היא באמצעים הוניים** (השקעת הון) ולא בדרך של חוב (הלוואת בעלים).

גם **רובינשטיין** מגן על החלשים – הוא בעצם מונע מצב בו יזמים ללא הרבה כסף לא יכולים להקים חברה. ההחלטה של פרוקצ'יה מגבילה יזמים ללא משאבים גדולים. לכן, כשרובינשטיין מגביל את האפשרות להרים מסך במצב של מימון דק עם גורמים שאין להם יכולת להקים חברה, זה מבליט רציונל חברתי גם אצלו.

יתכן ואם לא היו נותנים לבעלים לסווג את ההשקעה כהלוואה, הם לא היו מוכנים לתת את הכסף, יהיו מוכנים להשקיע בחברה רק אם הכסף הנוסף יהיה מוגן ויחזור אליהם יחד עם שאר הנושים. **אם יכריחו את בעלי המניות לתת את הכסף כהשקעה הונית הכסף לא היה מתקבל מלכתחילה**. הטיעון הזה בעייתי מאוד בעיני המרצה אך **ביהמ״ש בסופו של דבר הפך זאת להלכה**. יש בפסיקה של המחוזי מקרה בו מעלים את האפשרות של אימוץ דוקטרינה מארה״ב שנקראת ״**איפיון מחדש**״ של הלוואת בעלים בתור השקעה הונית. אפשר לסווג מחדש את ההלוואה כהון ואז אין צורך בהרמת מסך, בין אם מדובר בהלוואת בעלים או בשווי כסף.**ההלכה היא כדעת פרוקצ'יה**.

המצב הקלאסי של מימון דק הוא כשיש מימון דק בתחילת חיי החברה ואין שינוי לאחר מכן מה שגורר את החברה לקשיים. גם אם החברה שגשגה כמה שנים, כל עוד מבחינת המסמכים של החברה, ההון שמוזרם ע״י בעלי מניות קטן, מדובר על הון דק. התנאי של **סעיף 6(ג)** עבור הרמת מסך חלקית הם אותם תנאים של **סעיף 6(א)**. השופט רובינשטיין פותח פתח לכך שיכול להיות שלמרות שעקרונית הם אותם מבחנים אבל **הרף להוכחת המבחנים יהיה שונה אם מדובר בהרמת מסך מלאה או חלקית**.

**האם נרים מסך כשיש מימון דק שנצור תוך כדי מחזור חייה של החברה (ולא במעמד הקמתה)**?

* **מקור ראשון נ' Business Systems Consultants** : יישום של הרמת מסך בעילה של מימון דק, גם כשהחברה לא הוקמה במימון דק. הבעלים של ׳מקור ראשון׳ מזרימה לחברה 'מקור ראשון' 30 מיליון כהלוואת בעלים כאשר החברה נקלעת לקשיים. כאן יישמו את ההלכה של **אפרוחי הצפון** – **מימון דק כשלעצמו מספיק להרמת מסך גם בהקשר של חברה הנקלעת למצוקה כספית במהלך חייה**. הלוואת הבעלים המדוברת לא נחשבת כחוב מאחר ומדובר על חברה במימון דק. **השופט מינץ** הלך בקו בו נקטה **פרוקצ'יה**. מה שהחמיר את המצב היה שההלוואה הזו לא ממש הלוואה, אלא הון. זה לא מקרה מובהק של הרמת מסך במצב של מימון דק במהלך חיי החברה.
* **פס"ד פנינגשטיין:** המערער היה מנהלה הכללי של חברת החופר בע"מ, שעיסוקה היה בתחום התשתיות והכבישים. היה יחסי אמון ועבודה הדוקה במשך 30 שנה.ב1996 הושבת מפעל משותף לצדדים עקב אי כדאיות כלכלית. החברה זכתה במכרזים והוחלט להאריך את המפעל בעוד שנה. הוסכם שאת התשלומים תשלם החופר ע"י המחאות דחויות. ההמחאות החלו לחזור ללא כיסוי. החופר הפכה לחברה חדלת פירעון ונמכרה לצדדים שלישיים. התמורה שנתקבלה הועברה כולה לנושייה המובטחים של החופר שהמשיבות לא נמנו בהם. במשא ומתן לפני נתינת ההלוואה הנושה הכיר את המצוקה של החברה וביקש אחריות אישית. מכך נסיק שהוא היה מודע לכך שהחברה בקשיים ובכך מודע לסיכון. **זה המקרה הקלאסי בו הנושה מודע לסיכונים ועליו לתמחר אותם**, לכן יש פחות מקום להרמת מסך. **ההלכה היא שעצם זה שיש מצוקה או חשש לקריסה של החברה – חשש לקריסה שאינה וודאית, אין חובה לגלותה לנושים, ועצם קיומם עדיין לא נכנס לגדר תרמית או הונאה ולכן לא צומחת עילת הרמת המסך**. **אי אפשר להרים מסך מכוח סעיף ההטעיה והמימון דק**. משאירים בצריך עיון מצבים בהם **ברור** שהחברה במצוקה ולא תוכל לשרוד – **מידע קונקרטי וודאי**, אם יש בעיה בחברה ויש חובת גילוי שלה, אנו דנים את החברה לכך שהיא לא תצליח להתאושש מכך. יכול להיות שבמצב בו הנושה נאיבי ההלכה תהיה יותר בעייתית ותיכנס לשאלה של סיכון קונקרטי או סיכון שלא היה ניתן לחשוד בו. **בפס״ד זה השופט מצא מצמצם את חובת הגילוי** ומשאיר בצ״ע סיכון קונקרטי וודאי שהחברה תפסיד. איך יודעים על אינדיקציה למודעות לסיכונים:עצם זה שאחרי התקשרות ארוכת שנים ביקשת ערבות אישית, כנראה שיש בעיות. יש אינדיקציה שהנושה ידע על הבעיות. על אף הניתוח, יש לזכור את ההלכה המרכזית.
* **פס"ד דלתות חמדיה:** בן אבו ורעייתו לשעבר הקימו עסק לנגרות. ביולי 1999 העביר בן אבו את מניותיו לרעייתו וחדל להיות דירקטור בחברה, ומאז יולי החזיקה הגב' בן אבו בכל מניות החברה. לאורך השנים נוצרו יחסים מיוחדים בין דלתות חמדיה לבין בן אבו ולרעייתו ולכן לא נתבקשו בטחונות והתשלומים נעשו בצ'קים דחויים כך שהחובה של החברה לדלתות חמדיה עלה על מיליון ₪. בן אבו ורעייתו וחברה לא דיווחו לדלתות חמדיה על הקשיים שאליהם נקלעו, וגם לא כי בן אבו חדל מניהול החברה והוא המשיך לפעול מטעמה. הטענה העובדתית החשובה כאן שמצמיחה חובת גילוי היא השעבוד של בנק המזרחי על הנגרייה. הבנק פתח בהליך של מימוש נכסים. לדעת ה**ש' ברק**, יש אירוע שלפי **השופט מצא** הוא **אירוע קונקרטי וודאי שמצמיח חובת גילוי**. האם יש חובת גילוי על קשיים של החברה כלפי הנושים? **ברק** מטיל חובת גילוי מכוח עיקרון תו״ל (**ס׳ 12 לחוק החוזים**). כבר ראינו שימוש בכך ב**פס״ד פנידר**. לא מדובר כאן על הצגת מצג שווא אלא על חוסר גילוי. לכן, **השימוש של ברק בעילה זו הוא תקדימי הרבה יותר ובעייתי יותר מפנידר**. יש איון של המשמעות של הגבלת האחריות- **הרחבה של אפשרות לתבוע לפי עילת תו״ל במצבים של אי גילוי**. יחד עם זאת, ברק מציין כי המקרה הנ״ל חמור מאוד ושלא יכול להיות שהגורמים לא יישאו באחריות כלפיהם, אבל דרך המלך היא הרמת מסך תוך עמידה בתנאים של סעיף 6א. האבחנה בין **פנינגשטיין** לפס"ד זה – התחלת העיקולים.

**הדחיה סטטוטורית בהון מדולל**- **חוק ניירות ערך** **ס' 52ד1 לחוק ניירות ערך** מדבר על הדחיה סטטוטורית, יש מצבים בהם לא צריך להיכנס למבחנים של סיכון בלתי סביר, האם היה מימון דק וכן הלאה.

**52יד1. (א) בעל שליטה, בתאגיד מדווח בקשיים, המחזיק בתעודות התחייבות של התאגיד, לא יהיה זכאי לפירעון ההתחייבויות כלפיו מאת התאגיד אלא לאחר שהתאגיד פרע במלואן את כל התחייבויותיו כלפי מחזיקים אחרים בתעודות התחייבות, לרבות תשלום ריבית והפרשי הצמדה, על פי הקבוע בשטר הנאמנות.**

תאגיד מדווח – כמעט חופף לגמרי לחברה ציבורית- כל חברה ציבורית תהא תאגיד מדווח, אבל יש תאגידים נוספים והם חברות אג"ח.

סעד שמקביל ל**ס' 64**- הדחיית חוב בעלים. מדובר על של הדחיית חוב אוטומטית (1) לבעל שליטה (2) בתאגיד המדווח בקשיים (3) שמחזיק בתעודות התחייבות (אג״ח). (מצטברים) יחד עם זאת, **יש לכך 2 חריגים:**

1. **הסכמת נושים בהסדר פשרה** (ס׳ 350 לחוק החברות).
2. **בעל השליטה שמחזיק אג״ח נדחה רק במצב שהוא קנה את האג״ח בשוק המשני**. השוק הראשוני משמעותו מכירת האג״ח מהחברה לגורמים בבורסה. שוק משני הוא רוב המסחר בבורסה, בין המחזיקים בתעודות לאנשים אחרים. מדוע יש הבחנה כזו? בשוק הראשוני אנחנו רוצים שיזרום כסף לחברה ולכן לא נגביל רכישת אג״ח. החשש בחיבור בין אג״ח בשוק משני לבין חברה בקשיים הוא מצב בו יתכן ובעל השליטה מחזיק במידע על החברה שעלול להוציא אותה מהקשיים ולמרות זאת הוא יקנה אג״ח בזול ממוכרים שמעוניינים להיפתר מהאג״ח של החברה הכושלת. **בקנייה בשוק ראשוני אין חשש לניצול קונים**. יש מצבי ביניים בהם הסעיף לא חל, לדוגמה, במקרה בו המניות המשניות נמכרו לפני שהתאגיד דיווח על קשיים.

**ניתוץ האישיות המשפטית הנפרדת- הרמת מסך מדומה:**

**סעיף 6ב**. **סעד קיצוני** אף יותר מסעיף 6א על אף ש**אין בו מבחנים כלל**. **מחיקת הגבול בין בעלים לבין החברה** מאפשרים לייחס את הזכות גם לבעלים. יש כאן כיוון דו סטרי, מאפשר את מחיקת הגבלת האחריות – חוב של החברה נתייחס אליו כחוב של בעל המניות. 6ב מוסיף גם זכות – אם יש זכות קניין של בעל המניות, אפשר להתייחס לזה כאילו שהיא של החברה. נכסים של החברה, כאילו הם נכסים של בעל המניות ולהפך. הנושה יכול להיפרע מהנכס של בעל המניות שהפך להיות של החברה באמצעות אותה הזזה. נוצר מצב בו הסעד הרווח (הרמת מסך רגילה) הוא הסעד הקל אותו הגבילו, והסעד היותר חמור והפחות רווח, אין לו תנאים. יש טשטוש של ההפרדה המשפטית הנפרדת.משמעויות נוספת של הטשטוש הנ״ל מלבד הרמת מסך:

* **פס״ד החברה לאנציקלופדיות (פלאי):** למר פאלי יש חברה בע"מ והוא לוקח משכנתא על המשרדים שלה, שם חותם בתור מנכל"ה שהדירה נקייה ואין בה דייר מוגן כדי שהבנק יוכל לממש אותה. החברה קורסת והבנק רוצה לגבות את המשרדים אבל מגלה שפלאי הוא דייר מוגן כי המשרד הנ״ל הוא גם הדירה שלו. פלאי טוען שהחברה לא יכולה לקחת את הזכויות שלו בתור מר פלאי הפרטי. ביהמ״ש משתמש ברציונל של **סעיף 6ב** (על אף שהפס״ד היה לפני החוק) בכך ששיקולי צדק ותקנות הציבור שוללים ממר פלאי את האפשרות להתחבא מאחורי הישות המשפטית הנפרדת של החברה ולטעון טענה מנוגדת לזו של החברה. **זאת דוגמה ליישום של סעיף 6ב**. הסעיף דורש את התקיימותם שיקולי צדק וזהו התנאי היחיד בסעיף. לא מאפשרים לו כגורם עצמאי להנות מהזכות הזו.
* **פס"ד מוברמן נ' תל מר בע"מ:** בעלי השליטה התקשרו בעסקת קומבינציה להקמת מבנה תעשייתי על קרקע בבעלות בעלי השליטה. המבנה לא הוקם. בעלי השליטה הקימו את חברת מוברמן בע"מ, והעבירו את העסקה כולה, ללא תמורה, לתוך החברה משיקולי מס והטבות מהמידנה. התענה של הנתבעים (המפרים) היא שהם לא גרמו נזק כלכלי לחברת מוברמן אלא לבעלי השליטה. **השופט בך** השופט בך מציע פתרון במסלול החוזי. **דעת הרוב** מגיעה לתוצאה זו באמצעות הרמת מסך- **מרימים את המסך עבור הזכות החוזית**. למרות שהזכות החוזית הייתה שייכת לאחים מוברמן, דרך סעיף 6ב׳ ניתן להעביר זכות שהייתה אצל האחים לחברת מוברמן בע״מ. אם עושים הרמת מסך אפשר להעביר את הזכות החוזית מהאחים מוברמן לחברה **מתייחסים להעברת זכויות של הבעלים כזכות השייכת לחברה עצמה**. **דעת המיעוט של השופט מצא** – אומר שאפשר להגיע לאותה תוצאה באמצעות דוקטרינות חוץ תאגידיות – אם היה לאחים את הבניין אז שהם היו מעבירים את כל העסקה לחברה הם היו מרוויחים מכך. אז, לא רק שלחברת מוברמן נגרם נזק, אלא גם לאחים מוברמן נגרם נזק בזה שהם מכרו את החברה בגלל שהייתה הפרה כי לא נבנה הבניין, הזכות שלהם הייתה שווה לפחות. המרצה אומר שזה טיעון שנראה לו יותר חזק.

**הרמת מסך מדומה – חובת גילוי של חברות בנות המסגרת תביעה נגזרת**

* **אינטרקולוני השקעות בע"מ נ' שמואל שקדי:** משה גבריאל, הוא המנכ"ל של אינטרקולוני וגם חבר דירקטוריון בחברה האם, הבת והנכדה. הוא מתפטר מתפקידו כחבר בחברה האם. לאחר מכן מדווח לבורסה כי החברה הנכדה רוצה לחתום על הסכם אופציה עם חברה פרטית שגבריאל הוא בעל המניות העיקרי בה. העסקה נחתמת בסך 200 מיליון שח ועוד 10 מיליון בגין 20 אחוז מהרווחים. הסכם אופציה זה זכות לקנות נכס מסוים במחיר מסוים במועד מסוים. נתנו אופציה לאותה חברה לקנות חלק מהזכויות בנכס במחיר מסוים. אחד מהנושים (שקדי) של החברה האם מבקש סעד של גילוי מסמכים, כי הוא חושב שגבריאלי השיא רווחים על חשבון החברה הנכדה. שקדי מעוניין לתבוע בשם החברה ולצורך גיבוש העילה, הוא זקוק לראיות. אותה חברה אומרת לו שהוא לא זכאי, הרי הוא בעל מניות בחברת האם. פורמלית, אין לו זכויות בחברה הנכדה. (למרות שזה משפיע עליו ישירות).

השרשור שקרה בפס"ד, הוא בנוגע לנכס אחד. הרציונל של הפרדה נכסית מתקיים כאן? כשיש שרשור כזה, על ידי שרשור של חברות, זה מנגנון שמאפשר לפצל בין הון לשליטה. כשיש קצת הון, אני מצליח לשלוט בנכס. התמריץ להקים שרשור הוא שאני, במבנה הזה, יכולה לשלוט בשווי חברה א.מי שיש לו רוב בחברה האם הוא מי שיכול לקבל החלטות בחברה הבת שיכולה לקבל החלטות לחברת הנכדה. **על ידי מנגנון של שרשור חברות, מצליחים ליצור פיצול בין ההון לשליטה**. גורמים עם קצת הון, יכולים לשלוט בהרבה. זה מאפשר להגדיל את הריכוזיות. **בחוק לצמצום הריכוזיות**, הוחלט שבחברות ציבוריות לא יהיה אפשר לעשות את זה יותר, את הפיצול הזה. **בארץ אסור שיהיה שני סוגי מניות (מניות הוניות ומניות שליטה) בחברות ציבוריות**- מניעת ריכוזיות. עוקפים את זה על ידי מנגנון השרשור, כי הוא היה מגיע לאותה תוצאה כלכלית. בפסק הדין – יש לנו שם נכס יחידי, אין לנו רציונל של הפרדה נכסית אלא רציונל של פיצול ההחזקה ההונית שלי מהשליטה. התנועה כאן היא הפוכה – **ייחוס חוב של הבעלים (גילוי המסמכים) לחברה נכדה**.

**הרמת מסך מדומה בהקשר של חובת גילוי**

* **פס"ד ישקר:** עד כמה צריך לגלות מידע של חברת הבת כאשר מדובר בחברה פרטית? חברת האם דיסקונט היא חברה ציבורית שחייבת בדיווחים ( בעוד ישקר הינה חברה פרטית. דיסקונט מחזיקה 26 אחוזים מחברת ישקר לעומת סטף ורטהיימר המחזיק 74 אחוזים ממנה. לסטף חשוב מאוד לשמור על ישקר כעל חברה פרטית כדי לשמור על סודיות המידע מפאת תחרות. החברה הציבורית צריכה לדווח על חברת בת שלה רק כשהיא מחזיקה יותר מ-25% בחברה- לוודא כי לציבור המשקיעים יש מידע על חלק נכבד ממניותיה של החברה הנסחרת. סטף טוען כי על אף שעל דיסקונט חלים חובות, הם לא חלים על ישקר כחברה פרטית. **השופט ברק** **מגיע לתוצאה דומה ל6ב׳ אבל לא מכוחו**. הוא אומר **שלמרות שהחובה היא של חברת האם, היא נכללת גם בחברת הבת** (דומה **לאינטרקולוני** במובן הזה). הוא מגיע לכך דרך **פרשנות תכליתית**- אם המחוקק שם חובה על חברת האם ואין שום אפשרות לקיים אותה מבלי לכלול בכך את חברת הבת, תכלית החוק מתרוקנת מתוכן. מנגד, ברק מרוקן מתוכן את הרציונל של החברה הפרטית שחשובות לכלכלה לא פחות.
* **פס"ד ברנוביץ:** האחים ברנוביץ מחזיקים בשני עסקים – נדל"ן מניב (שכירות), עסקי קבלנות. נדל"ן יותר מתאים למסחר בבורסה– יש תזרים ברור יותר (מה מקבלים מהשכירות כל שנה). קבלן שמוכר לאנשים דירות כשעדיין הקרקע לא בנויה, יש לתת שעבוד. את הנדל"ן המניב ברנוביץ הנפיקו לציבור. ערבות לעסקי הקבלנות קיבלו מהנדל"ן המניב. הם נתנו לעסק הנדלן המבין שנתן ערובה ריבית גובהה. כמשקיע בעסק של נדל"ן מניב, כדי לתמחר את עסקת הערבות, יש לדעת מה הסיכונים בעסקי הקבלנות. יש לדעת את כל המידע מעסקי הקבלנות. חברת ברנוביץ לא רצתה לגלות את המידע. רשות לניירות ערך דורשת מחברת הנדלן לצרף דוחות של חברת קבלן מכוח סמכות כללית. המחוזי קובע הרמת מסך מדומה. העליון – חובה מכוח חוק ניירות ערך, שבעלי שליטה הם האחראים לנזק עקב הפרת חובת גילוי. **השורה התחתונה בפסק הדין: מייחסים את החוב של חברת האם, לחברת האחות (שתיהן נשלטות על ידי גורם משותף - ברנוביץ).** אם נשווה בין **ברנוביץ' לישקר** –ברנוביץ יותר מחדש כי זו חברת אחות. מעבר לכך, בישקר דיברנו על הוראה ספציפית. מה היה המניע של הרשות לניירות ערך? כאן, הבעיה עם הנדל"ן מניב שמה שיכול להיות זו עסקה עם ניגוד עניינים – כי בעל השליטה גורם לחברה שהוא שולט בה לעשות עסקה עם גורם אחר שהוא מחזיק בו, הוא יקבל בחברה שלגמרי בשליטתו מאה אחוז (בחברת עסקי הקבלנות).

**המבנה ההירארכי של חברה**

**בשכבה הבסיסית בעלי המניות**, להם יש זכויות שליטה שבאמצעותן בוחרים את הדירקטוריון באספה הכללית. **שכבה שנייה היא הדירקטוריון**. **בשכבה עליונה נמצא המנכ"ל** המנהל את החברה וממנה את שאר בעלי התפקידים.

איזו בעיה המבנה הבסיסי של החברה יוצר? **בעיית נציג!**

בעיית נציג רלוונטית כשיש מישהו שעושה משהו בשביל מישהו אחר, כשיש נציג (מאמר **גושן** –החשש שאיקס לא ינהג ברכושו של וואי כפי שהיה נוהג ברכושו שלו). זה שיש נציג, לא מעיד על בעיית הנציג. **מה המאפיינים שצריכים להתקיים כדי שתתעורר בעיה ביחס למי שמייצג?** שני תנאים מצטברים:

1. **ניגוד אינטרסים** – קיים החשש שהאינטרסים של המייצג והמיוצג אינם אותם אינטרסים; שהנציג יעדיף את האינטרס האישי שלו על פני האינטרס של בעל הרכוש (הנציג לא פועל לפי האינטרסים שאמור לייצג, אלא לפי האינטרסים של עצמו).
2. **פערי מידע** – פערי המידע מובילים להיעדר פיקוח אפקטיבי. למיוצג, צריך שיהיה מידע על מי שמייצג אותו. אם לא ידע מה המייצג שלו עושה, לא יוכל להפעיל את הסנקציות. ניגוד האינטרסים לכשעצמו לא מייצר בעיה כל עוד ניתן לפקח על המנהל.

למה לרוב בחברה ציבורית יש פער במידע? בחברה ציבורים יש גורמים לא מתוחכמים שאין להם את היכולת לנתח, לפקח ולהפיק את המידע. מעבר לכך, הבעיה בחברות ציבוריות גדולות היא שיש הרבה בעלי מניות כאשר בעל מניות סטנדרטי מושקע בהרבה חברות בסכומים קטנים. גם אם יש לו את הכלים לפקח, עדיין יכול להיות **שיהיה לו לא שווה**, למה? כי יש לו החזקה קטנה, הוא מושקע מעט. הבעיה הזו נקראת **אדישות רציונלית** – לאף אחד לא שווה, במיוחד בחברות ציבוריות גדולות, לפקח.

במאמר של **זוהר גושן**, מדובר על 3 בעיות נציג מרכזיות בחברה**. שלושת הצירים בהם יש בעיות נציג:**

1. **ציר ראשון: בין בעלי המניות למנהלים**- המנהלים מתמחים בניהול, ובעלי המניות מתמחים בנשיאה בסיכוני ההשקעה. בתאגיד בו חברים מס' גדול של בעלי המניות, שלכל אחד מהם חלק קטן בבעלות על התאגיד, אין בכוחם של בעלי המניות להפעיל שליטה אפקטיבית על ניהולו של התאגיד. מנהלי התאגיד הם למעשה השולטים באופן ניהולו של התאגיד. הפרדה זו יוצרת את החשש שמנהלי התאגיד, יעדיפו את האינטרס האישי שלהם על פני האינטרס של בעלי המניות. העדפת האינטרס האישי של המנהלים יכולה להתבטא בניהול העסק באופן לא יעיל, בצריכת טובות הנאה על חשבון התאגיד וכיו"ב. מה הניגוד אינטרסים שיש ביניהם?
2. המנהלים עלולים להעדיף צריכת פנאי על פני עבודה קשה, צריכת טובות הנאה אישיות על פני השקעות עסקיות, או גידול של החברה על פני רווחיותה.
3. **נוגע לעניין** **הסיכון** – **מנהלי התאגיד ישאפו לנהל את התאגיד באופן שמרני, כדי להבטיח את המשך עבודתם והשתכרותם ממנו, למרות נכונותם ויכולתם של בעלי המניות לשאת בסיכונים**. לרוב, בעלי המניות ירצו סיכון, כי הם מפוזרים בחברות שונות. הגיוון הזה הוא בעצם מנטרל סיכון ולכן לא אכפת מהסיכון הבלתי תלוי. בעלי מניות יותר אוהבי סיכון כל עוד מדובר בסיכון בלתי תלוי.

מה זה אומר שהסיכון הוא תלוי? חברה אחת תלויה באחרת. כל החברות מושפעות ממצב השוק, כמה השוק עולה. סיכונים כלל שוקיים אינם בלתי תלויים. הם לא ינוטרלו. מנהל, לעומת בעל המניות, הוא איננו מגוון, 100% מההון האנושי שלו מושקע איפה שהוא עובד. אם החברה תיכנס לחדלות פירעון, יאבד את מקום עבודתו.

1. **ישנו פער מידע בין בעלי המניות לבין המנהלים**, שכן המידע הכרוך בניהולו של התאגיד הוא רב ומורכב. בעלי המניות המחזיקים כמות קטנה של מניות אינם יכולים להשקיע באיסוף המידע, בלימודו ובפעולה על פיו, גם משום ששיעור אחזקותיהם קטן מכדי שהתועלת האישית שיניבו מההשקעה במידע תעלה על עלותו.
2. **יש את הציר של אופק זמן ההשקעה** – מנהלים, מוכוונים לשנה/ לרבעון הקרוב. לעומת זאת, החלק הארי מבעלי המניות בשוק הוא קרנות הפנסיה. בתור מחזיק קרן פנסיה, אופק ההשקעה הוא ארוך. רוב בעלי המניות חושבים על הטווח הארוך.
3. **ציר שני: בין נושים לבעלי מניות**- גם ספקי הון אחרים/ עובדים המספקים הון אנושי- מספקים הון לתאגיד. קבוצות אלה, אותן נכנה 'בעלי תביעה אחרים', משקיעות משאבים בתאגיד, המושקעים בפעילות עסקית שאמורה להניב רווח לבעלי המניות. מנק' מבט זו, בעלי המניות, באמצעות המנהלים, הם הנציגים העושים ברכושם של בעלי התביעה האחרים.

* הנושים מלווים את כספם לבעלי המניות, אך בעלי המניות אינם מתחייבים להשיב את הכסף אלא בעירבון מוגבל (באמצעות הגבלת האחריות, בעלי המניות יכולים לעשות בכספם של הנושים כבשלהם מבלי לשאת באחריות לאובדנו). החשש העיקרי הוא שבעלי המניות ינהלו את התאגיד כולל את משאביהם של בעלי התביעה האחרים, באופן שישיא את רווחיהם תוך הטלת עיקר סיכוני הפעילות העסקית על כתפיהם של בעלי התביעה האחרים (הנושים). חשש זה אינו קיים בשעה שאין הגבלת אחריות! כי אז, אין בכוחם של בעלי המניות להסיר מעצמם את הסיכון שנובע מחדלות פירעון.
* **קיימים ניגודי אינטרסים בין בעלי המניות (הנציג) המעוניינים להסתכן כדי להשיא את שווי מניותיהם, לבין בעלי התביעה האחרים (בעלי הרכוש) המעוניינים להשקיע בשמרנות כדי להבטיח את פירעון החיוב כלפיהם**. **קיים פער מידע בין בעלי המניות השולטים בניהול התאגיד באמצעות המנהלים, לבין בעלי התביעה האחרים- לחלק מבעלי התביעה האחרים אין תביעה שבגינה כדאי לפקח על ניהול התאגיד** הם מצויים בנחיתות באיסוף המידע ובעיבודו ביחס לבעלי המניות השולטים בתאגיד.
* לנושים אין השפעה על ההחלטות שמתקבלות בחברה. **הנושים תלויים בחברה ויש להם סיכון ממשי להפסיד ולא לקבל כלום במקרה שהחברה חדלת פירעון**. הנושה אדיש לUPSIDE, כי הוא מקבל אחוז קבוע ממה שהוא נתן ולא מעניין אותו כמה החברה מרוויחה, יותר מלחיץ אותו להפסיד. **לעומת זאת בעל המניות יותר אדיש, כי אם יהיו הפסדים מאוד גבוהים זה לא קריטי עבורו**, משום שאם הוא יפסיד הוא בכל מקרה לא יראה את הכסף שילך לנושים, ולכן מבחינתו עדיף לקחת סיכונים.

**ציר שלישי: בין הרוב למיעוט בכל קבוצת משקיעים**- קבוצות המשקיעים בתאגיד, מורכבות בדרך כלל ממספר גדול של משקיעים. בעל מניות ישקיע מעט במספר גדול של חברות, ויימנע מלהשקיע הרבה בחברה אחת. בדומה, בעל אג"ח ילווה מעט להרבה חברות, ויימנע מלהלוות הרבה לחברה אחת. אסטרטגיית הגיוון מקטינה את החשיפה לסיכונים המייחדים חברות מסוימות.

* על מנת שהקבוצה תתפקד כקבוצה, יש לאמץ מנגנון שיאפשר לקבל החלטות קבוצתיות ביחס לאופן מימושו של החוזה או שינויו. המנגנון המקובל ביותר הוא מנגנון הצבעה, על בסיס ההנחה שדעת הרוב מגלמת את הבחירה העדיפה לקבוצה.
* המיעוט משקיע מנכסיו יחד עם הרוב, בעסקה שבה ההחלטות בדבר גורלה של ההשקעה המשותפת מתקבלות על ידי הרוב. המיעוט למעשה מוסר את השליטה על רכושו (חלקו בהשקעה המשותפת) לקבוצת הרוב (הנציג). **בעיית הנציג בין הרוב למיעוט חושפת את המיעוט לסכנה שהרוב יקבל החלטות שתהיינה מועילות לרוב אך פוגעות במיעוט**.
* מה הניגוד אינטרסים בין רוב למיעוט? הרוב ירצה שהחברה תעשה עסקאות עם חברות אחרות שלו, שמשתלמות לחברה האחרת. במקרה זה, שתמיכת הרוב בהחלטה מהווה מדד לטיבה של העסקה? לא. הרוב מצוי במצב של ניגוד אינטרסים: האינטרס כבעלת מניות בתאגיד אל מול האינטרס שלה כבעלים של החברה פלונית, כל הפסד שייגרם לקבוצת בעלי המניות בתאגיד בשל ״טעות״ באישור העסקה, יהפוך לרווח בחברה פלונית הנמצאת בבעלותה. הצבעתו של בעל המניות המצוי במצב של ניגוד אינטרסים עלולה לבטא הערכה בדבר איכות העסקה עבורו, באופן אישי, אך לא עבור כלל הקבוצה.
* גם מבחינת אופק הסיכון, הרוב לא ירצה סיכון, כי יש לו הרבה ביצים בסל, הוא פחות מגוון. למיעוט יש פחות, ולכן ירצה סיכון. כמו כן, הרוב יפעל למינוי דירקטורים התומכים בדעתו על חשבון דעתם של בעלי מניות המיעוט.

**ציר ריבעי: בין בעלי המניה למחזיקי המניה**. הביטוי לבעיה זו ניתן במאמר **Gordon & Gilson - Agency Costs of Agency Capitalism.** חצי מהמניות בבורסה מוחזקות על ידי השחקנים המוסדיים (ביטוח, פנסיה, קרנות נאמנות). - כעת יש בבורסה שחקנים גדולים כאשר מי שמחזיק את המניה הוא לא המוטב שנהנה מרווחיה אלא מוסדות פיננסיים.

* גידול השחקנים המוסדיים- החובה להפרשה לפנסיה והיציאה מתוכניות של פנסיה תקציבית הביאו להזרמת כספים רבים לבורסה. בארה"ב, על אף שאין חובה, היה מעבר לתוכניות נגדיר כמה תקבל, ואת זה נשקיע בבורסה. מה שיהיה עוד 20 שנה, תלוי בבורסה.
* כשהיה את הגידול בשחקנים המוסדיים, חשבו שזה ישפיע על בעיית הנציג. איזה בעיה המוסדיים יכולים לפתור? **בעיית הנציג המשמעותית של בעלי המניות מול המנהלים.** איזו בעיה לא מתקיימת במוסדי? **האדישות הרציונלית**. בתחילת שנות ה90, מלומדים טענו כי כעת המצב השתנה- המוסדיים הם בעצם ברכה, פותרים את בעיית הנציג כי פותרים את בעיית האדישות הרציונלית. למשקיעים מוסדיים המחזיקים בין 50% ל-70% מהשוק **יש להם אינטרס** להביא אנליסט מקצועי שיבחן וישפיע על כל החלטה. לשחקנים המוסדיים יש פוזיציה משמעותית ששווה להם לעשות כן. התפיסה הייתה שהשוק פותר את הבעיה הזו מעצמו – המוסדיים יכולים לפקח.
* **המאמר מסביר לנו מדוע האינטרסים לאו דווקא עולים בקנה אחד** – המוסדיים אינם פתרון לבעיה, אלא יוצרים בעיה חדשה. המוסדיים עושים שני דברים:

1. **פיקוח** – פיקוח על התיק שהכסף לא מתבזבז, שהדירקטורים טובים. בפועל, הם לא עושים את זה.
2. **מחליטים החלטות**- איזה השקעות להשקיע. ההחלטה להיכנס להשקעה חדשה, שם השינוי הרבה יותר משמעותי מאשר בפיקוח, זה לא אחוזים בודדים של החלטה. הפיקוח יחסית קטן לעומת ההחלטה איפה אני משקיע.

* מניין הכסף הגדול של מוסדיים? הרווחים שלהם הם מעמלות. ככל שתהיה תשואה יותר גבוהה למוטבים שלהם, יהיו יותר נכסים, העמלות יעלו. יותר תשואה למוטבים גורמת להם להרוויח יותר. אבל במאמר נאמר שיש מה שמעלה להם את הרווחים בצורה יותר רצינית – **השוואה למתחרים אחרים** – הקרנות יראו שהם ראשונים ביחס למתחרים אחרים.
* למה זה קריטי ויותר רווחי להם? לגופים הפיננסיים אכפת **מהביצועים היחסיים (התשואה היחסית)**- בגלל שהם נהנים מהעמלה חשוב להם שעוד אנשים יצטרפו כדי להגדיל את כמות הנכסים שלהם. הם מעדיפים לנהל כמה שיותר כסף, העמלות נגזרות מסך הנכסים שנמצאים אצלם. פחות אכפת להם מה יהיה המספר, יותר חשוב להם שהם יותר מאחרים. לא אכפת להם רק מהביצועים המוחלטים, אלא מהביצועים היחסיים, איך הם עובדים ביחס לאחרים. על פניו, כדי להיות ראשונים, הם צריכים להתאמץ להביא את התשואה הכי גבוהה וגם ישקיעו בפיקוח. זה יגרום להם להיות בתשואה היחסית הכי גבוהה.
* במאמר אומרים שלא, שאין קשר בין התשואה המוחלטת לתשואה היחסית. בגלל ש**מבנה ההחזקה שלהם מאוד דומה**. הם דומים בדפוס ההחזקות שלהם. פיקוח על מה שבאמת חשוב אצל המוסדיים, אולי הוא יעלה את התשואה, אבל יגדיל את הסיכון שיהיה מתחת לאחרים. השיפור לתשואה יהיה לכולם – **אחרים ייהנו מהפירות בלי בעצם השקעה בפיקוח**, אולי זה ייטיב איתם אפילו יותר. וכך יצור לחבר שפיקחה נזק. כולם משקיעים באותם מקומות. זה גורם להם לא לרצות לפקח- כולם ייהנו למרות שרק אותו גוף הוציא הוצאות פיקוח. לכל המוסדות יש אינטרס שגוף אחר יעשה את הפיקוח והם ייהנו ממנו כטרמפיסטים.
* למוסדיים מה שבאמת אכפת זה הביצועים היחסיים – השקעה בפיקוח יעמיד אותי בנחיתות, רק תפגע בי ולא תשפר אותי – זה הטיעון של **גורדון וגילסון**.

**הקשר בין שלוש בעיות הנציג** (מתוך המאמר של גושן)

* בעלי המניות מעוניינים בנטילת סיכונים, ניהול יעיל של התאגיד וצמצום צריכת הפנאי וטובות ההנאה האישיות של המנהלים. בעלי התביעה האחרים מעוניינים בניהול שמרני, שיבטיח את פירעון תביעתם, בשל היותם בעלי זכות תביעה קבועה. המנהלים, בניגוד לבעלי המניות שמתמחים בנשיאת הסיכונים בהשקעתם ההונית, אינם מסוגלים לגוון את ההון האנושי שהם משקיעים בתאגיד. המנהלים משקיעים את עבודתם בתאגיד וקושרים את עתידם בתאגיד אחד. השקעה זו אינה ניתנת לגיוון מכיוון שאין זה מעשי לעבוד בו זמנית במספר רב של חברות. מטעם זה, חדלות הפירעון של התאגיד היא אירוע יותר קשה למנהלים – אובדן מקום העבודה ופגיעה במוניטין שלהם –חוסר היכולת של המנהלים לגוון את השקעתם בהון אנושי, יגרום להם לשאוף לניהול שמרני שיבטיח את תביעתם הקבועה למשכורת ואת מקום עבודתם. בנוסף, למנהלים יש אינטרס להגביר את צריכת הפנאי וטובות ההנאה האישיות שלהם על חשבון התאגיד. זוהר גושן מעיר שיש זיקה בין שלושת בעיות הנציג הללו, הן לא עצמאיות.
* **בדרך כלל, קיומה של בעיית הנציג שבין הרוב למיעוט מצמצמת את בעיית הנציג שבין המנהלים לבעלי המניות**, ולכן סביר שרק אחת משתי הבעיות תתקיים בתאגיד נתון (לא תמיד). זאת, כי יש גורם ששווה לו לפקח על ההנהלה בצורת אפקטיבית. ככל שבעיית הנציג בחברה מבוזרת, יש בעיית נציג מאוד קשה כי אין גורם שיפקח על ההנהלה, יש בעיה קשה של מנהלים ובעלי מניות, אין בעיית רוב ומיעוט. מנהלים ובעלי מניות והרוב ומיעוט קשורים זה בזה. כאשר יש בעל שליטה בחברה המצמצם את בעיית הנציג שבין בעלי המניות למנהלים, יש בכוחו לגרום למנהלים להיות עושי דברו ולפעול להשאת שווי מניותיו. בנוסף, בעיית הנציג שבין הרוב למיעוט מתיישבת עם החרפתה של בעיית הנציג בין בעלי המניות לנושים.
* מנגד, בהיעדרו של בעל שליטה, מחריפה בעיית הנציג שבין בעלי המניות לבין המנהלים, אך מצטמצמת בעיית הנציג שבין בעלי המניות לבין הנושים. שכן, עיקר תביעתם של המנהלים כלפי התאגיד מבוסס בעיקר על משכורת, ולא אחת האינטרס שלהם ביחס לניהול שמרני של התאגיד מזדהה עם האינטרס של יתר בעלי זכות התביעה הקבועה.
* בשוק הישראלי ליותר מ80 אחוז יש גרעין שליטה, לכן **יש יותר את הבעיה של רוב ומיעוט**. בארה"ב המצב הוא הפוך- רוב החברות מבוזרות, ולכן בעיית הנציג בין המנהלים לבעלי מניות. אממה, בארץ יש מגמה של מכירת גרעיני שליטה, ולכן שינוי השוק משנה את בעיית הנציג העיקרית שדיני החברות צריכים להתמודד איתה.
* מוסדיים- מדברים על בעיה נוספת– המוסדיים משקיעים בעצם בהכל- כמעט בכל החברות יש השקעה של מוסדיים. רוב המוסדיים הם אינם בעלי שליטה, הם לרוב לא יעברו את ה5%-10%. הבעיה שהיא מחוץ לתחום של חברות, היא סוגיה של בעלות משותפת – יש לנו מוסדיים ששולטים בכל החברות, יש להם השקעה דומה בכל החברות. בארה"ב זה מה שקורה – בעלי המניות הכי גדולים הם המוסדיים, בכל החברות בסקטור. המנכ"ל יודע שלבעל המניות הגדול שלך לא אכפת מביצועיך הספציפיים. כמנכ"ל אתה יודע שיש פחות תחרות כי המוסדי, כבעל שליטה הגדול, משקיע גם בחברות המתחרות. אם נלך לפי האינטרסים של בעל המניות הגדול (הרבה מוסדיים שמשקיעים באותה חברה, הם בעל המניות הגדול), הטענה היא **שהמבנה הזה מקטין ומדכא את התחרות במשק**.

**מה הכלים באמצעותם ניתן לפתור את בעיית הנציג?**

1. **כלים מבניים –** סעיפי חוק, מינויי דירקטורים, רואה חשבון מבקר, כל ההוראות שנועדו שיהיה פיקוח אפקטיבי בתוך החברה. דיני החברות בונים מערכת לצורך מנגנון פיקוח פנימי על בעלי הסמכויות השונות.
2. **כלים שוקיים –** השוק בפני עצמו יכול בעצםלדאוג ולרסן את בעיות הנציג הללו, 'לתת נבוט בראש' למי שפוגע בחברה כי מקדם את האינטרס שלו. יש מנגנונים שוקיים שמטפלים בבעיה הזו.
3. **כלים משפטיים –** הכוונה היא לחובות משפטיות שאנו משיתים על נושאי משרה שונים, והחובות הללו נועדו כדי לא לאפשר להם לקדם אינטרסים אישיים שלהם.

**כלים מבניים להתמודדות עם בעיית הנציג**

הכלי המבני הראשון הוא **האסיפה הכללית – כינוס בעלי המניות**. מה בעלי המניות יכולים לעשות?

* **פיקוח על הדירקטוריון** –

1. הם יכולים לבחור ולפטר על הדירקטורים.
2. שינוי תקנון ואישורים מיוחדים – רק בעלי המניות יכולים לשנות את התקנון ולתת אישורים מיוחדים **(ס' 57)**.

* **נושאים עם זיקה ישירה לרכוש בעלי המניות –** בבעיות מאוד קיצוניות, מאפשרים לערב את בעלי המניות. לדוגמא **פס"ד פרי העמק** - אם אתה רוצה לחייב את בעלי המניות להביא עוד הון מאשר שהביאו כשרכשו את המניה, נצרך פה אחד של האסיפה.

הכלי המבני השני הוא **הדירקטוריון** – האורגן המשמעותי ביותר בחברה (**ס' 92(ב)**). ההנהלה העליונה, הגוף הקובע את יעדי הארגון והאסטרטגיה העסקית שלו.

* **התווית מדיניות החברה** – כל ההחלטות המשמעותיות של החברה נתונות לדירקטוריון.
* **פיקוח על ההנהלה** – מעבר על דוחות החברה וחתימה עליהם, אישור דוחות כספיים, אישור עסקאות בעלי עניין וכו'.
* **האורגן המרכזי בעל הסמכות השיורית** (**ס' 49**). כל מה שהחוק לא האציל לגורם מסוים, ברירת המחדל היא הדירקטוריון.

הכלי המבני השלישי הוא **המנכ"ל** –

* **בעל הסמכות בניהול והביצוע** **של החברה לפי** **ס' 121(א).** תפקידו לא מוגדר בצורה ברורה, (חתימה על חוזים, הוראות תשלום קליטת עובדים וקביעת תנאי העסקה). **בחברה ציבורית,** **המנכ"ל לא יכול להיות יו"ר דירקטוריון** (**ס' 95(ב)**). הסיבה היא שלא רוצים שהמנכ"ל עצמו יהיה כלול בגוף שאמור לפקח עליו. עם זאת, יש חריגים לכך. יש יתרון למישהו בתוך החברה שמכיר אותה טוב, שיתווה גם את האסטרטגיה של החברה. אמנם משלמים מחיר מסוים מבחינת הפיקוח, אולם יש יתרון בנציגות המנכ"ל בדירקטוריון. בשל הסיבות הללו החוק לא שולל לגמרי את האפשרות של מנכ"ל להיות יו"ר דירקטוריון. החריגים:

1. **רוב מתוך בעלי מניות המיעוט**, שלא קשורים לבעלי מניות השליטה. יש צורך שגם מתוך המיעוט יהיה רוב שיתמוך במינוי של המנכ"ל ליו"ר הדירקטוריון.
2. לא חייבים רוב בקרב המיעוט, וניתן למנות מנכ"ל ליו"ר הדירקטוריון **כל עוד כמות המתנגדים לא עולה על 2% מכלל בעלי זכות ההצבעה** (**ס' 121ג**). הס' נועד למנוע בעיית **סחטנות** – כמות מניות מזערית יוכל לסכל מינויים בעזרת שימוש ברוב הפאסיבי.

בחברה פרטית שהיא חברת אג"ח, מספיק אישור – יותר קל בחברה כזו למנות את יו"ר הדירקטוריון כמנכ"ל. מספיק רק אישור רגיל ואין צורך באישור המורכב יותר.

**אורגנים נוספים:**

**דירקטור חיצוני (דח"צ) –** רלוונטי רק לחברה ציבורית. כדי למנוע את המצב בו יש רוב של 60% והדירקטורים יהיו מחויבים לאותו רוב, חוק החברות קבע מוסד נוסף והוא דירקטור חיצוני. מדובר על דירקטור שלא נבחר ע״י הרוב אלא ע״י רוב מקרב המיעוט (כאמור גם כאן תופס המנגנון הקודם- 2% של כמות מתנגדים).

מה הרעיון של דירקטור חיצוני? הוא חבר בדירקטוריון. הוא ממלא שני תנאים:

1. **תנאי מהותי**-מאסור שיהיה לו קשר לבעל השליטה או לחברה.
2. **תנאי פורמלי** – הפרוצדורה שבה הם נבחרים. באסיפה הכללית נבחר כל הדירקטוריון. דח"צים נבחרים לא סתם באסיפה הכללית אלא על ידי **רוב מקרב המיעוט**. אם יש בעל שליטה, עקרונית, כל ההחלטות שיתקבלו בחברה יתקבלו לפי דעתו של אותו בעל שליטה, ואז לכאורה ימנה איזה דירקטורים שהוא רוצה. החוק לא מאפשר את זה – יש שני דירקטורים שלא נבחרים מכוח שליטתך. הם ייבחרו מרוב המיעוט. אותם שני מושבים יצטרכו לעבור רוב של המיעוט, ולא של אותו בעל מניות השליטה.

* החשש הוא שהרוב ינצל את כוחו וידרוס את בעלי מניות המיעוט. כך, דואגים למושבים בדירקטוריון שייצגו את המיעוט. בפרקטיקה, זה פחות אפקטיבי– לא רק שהכוח של הדח"צ הוא מגובל כי הוא מיעוט, אלא **הדח"צ עלול לא לייצג את המיעוט בצורה נאמנה**. מי שלרוב מציע את הדירקטורים הוא המנכ"ל, הוא מציע ולא מחייב, המנכ"ל, שכן יש לו זיקה לבעל השליטה, יעלה רק את השמות שבעל השליטה רוצה. יוצא שלבעל השליטה יש הרבה מאוד כוח על הבחירה בדח"צ.
* להארכת כהונה של דח"צים, מי שיש שיש לו אחוז מקרב מניות החברה יכול להעלות את השם. אם כן, בשביל הארכת כהונה של דח"צ, ההליך משתנה – לא רק המנכ"ל מציע שם, אלא גם אחוז אחד מקהל בעלי המניות יכול להגיש הצעה של שם להצבעה.
* בחברה ציבורית הדרישה היא ששניים יהיו דח"צים. דח"צ אחד צריך להיות בעל מומחיות פיננסית, בעל הכשרה חשבונאית.

**וועדת ביקורת** – תת וועדה של הדירקטוריון. מי שמכיל את וועדת הביקורת הם **דירקטורים בלתי תלויים** (אף אחד אינו מועסק על ידי בעל שליטה – **ס' 115**).

* מה ההבדל בין דירקטור בלתי תלוי לדח"צ? אין פרוצדורת מינוי מיוחדת במקרה של דירקטור בלתי תלוי, מקנה ייצוג לגורמים שלא מושפעים על ידי בעל שליטה. בפועל– המנכ"ל מציע, מועמדותם בעצם היא בחבות למנכ"ל, הם קשורים אליו ואף עושי דברו.
* וועדת הביקורת, מורכבת מדירקטורים בלתי תלויים, ומכל הדח"צים (מינימום שלושה דירקטורים). תפקידיה (**ס' 117**):
* קביעה אם עסקה נחשבת לחריגה מבחינת צורך לאישור מיוחד.
* קיום ישיבה על כל ליקוי מהותי.
* ביקורת של מבקר פנים.
* ביקורת של רו"ח המבקר. מה זה רואה חשבון המבקר והדוח שלו? רואה חשבון המבקר הוא גורם שעובד בשביל בעלי המניות בפועל. כשיש אסיפה, אז הרבה פעמים יש רואה חשבון שכפוף לבעלי המניות. מדובר בתפקיד שאינו פנימי לחברה, מי שממנה את רו"ח החברה המבקר זו האסיפה הכללית. זה תפקיד אחד שנועד לאפשר לאסיפה הכללית, שלא עושה הרבה בעניין הפיקוח המתמשך, להבהיר לרו"ח שיבהיר לחברה את משמעות הדו"חות הכספיים של החברה. מי שתפקידו לבקר את רו"ח המבקר זו ועדת הביקורת.

**וועדת תגמולים** – מבנה מקביל לוועדת ביקורת, אך מיועדת לעניין החלטות לגבי שכר וגיבוש מדיניות שכר.

**וועדה בלתי תלויה** – וועדה שהיא יציר הפסיקה. כשיש בעיה של ניגוד אינטרסים, כשיש תביעה למשל של החברה כלפי אחד הדירקטורים שלה. כדי למנוע את בעיית ניגוד האינטרסים, ממנים וועדה נפרדת שתקבל החלטה לגבי עניין מסוים

**דוח המבקר** – מתמנה גם על ידי אסיפה (**ס' 57**).

**מבקר פנים** – כפוף להנהלה.

* **כדירקטור צללים** – בעל שליטה הוא עקרונית לא אורגן של החברה, הוא בעלים. למרות שאין לו תפקיד פורמלי, הוא זה שהמנכ"ל פונה אליו בעת ביצוע החלטות. מכירים בכך שהוא ייחשב דירקטור בעצמו. למרות שאותו גורם לא נושא בתפקיד פורמלי, אם בפועל הוא מקבל את ההחלטות, אז **יהיו לו את אותן החובות המשפטיות כמו דירקטורים אחרים.**
* **כלל האצבע לפי ס' 50 ו-51, הוא שניתן להאציל סמכויות כלפי מעלה ולא כלפי מטה.** ככל שאתה גורם חשוב יותר בחברה (האסיפה הכללית היא החשובה ביותר) אתה לא יכול להאציל את סמכויותיך על גורם פחות חשוב, וככל שאתה גורם פחות חשוב, אתה יכול להאציל סמכויות לגורמים החשובים יותר. למשל: הדירקטוריון יכול להאציל חלק מהחלטותיו לאסיפה הכללית. אם מאצילים ממנכ"ל לדירקטור ומדירקטור לבעלי מניות, זה פחות בעייתי כי זה מצמצם את בעיית הנציג. לכיוון השני זה יותר בעייתי.
* במקרה של נבצרות (חוסר יכולת למלא תפקיד), אסיפה כללית יכולה לפעול במקום דירקטוריון ודירקטוריון במקום מנכ"ל (**ס' 52**).

**הוראות ממשל תאגידי מומלצות (תוספת ראשונה לחוק החברות)**

**'הוראות ממשל תאגידי מומלצות'**. **החוק ממליץ**. אין להוראות האלה תוקף, אלא אם אתה מחליט שאתה מקבל אותן.

ההוראות המומלצות:

1. **קביעת שיעור דירקטורים בלתי תלויים** – אם אין בעל שליטה לפחות חצי מהדירקטוריון יהיו בלתי תלויים, אם יש בעל שליטה יש צורך בשליש בלתי תלויים. דירקטור בלתי תלוי- שמקיים את התנאי המהותיים של הדח״צ. **במבחן- להיזהר עם ההבחנה בין חיצוני לבלתי תלוי**. החוק לא מחייב דירקטורים בלתי תלויים לכהונה בדירקטוריון, הדרישה הזו נדרשת בהוראות המומלצות, אין חובה לכך! נאסד״ק והבורסה בניו יורק דורשת זאת.
2. **הגבלת כהונת נושא משרה כדירקטור** – מגבילה לא רק כהונה של יו״ר, אפילו חבר רגיל בדירקטוריון לא יכול להיות נושא משרה בחברה. כאמור, מדובר בתנאים מומלצים ולכן ישנם הרבה מקרים בהם הפרקטיקה הזו לא מאומצת.
3. **קביעת ישיבה שנתית של דירקטוריון עם וועדת ביקורת בלי נוכחות נושאי משרה –**בהוראות הללו אומרים שמבינים את הערך בנוכחות ההנהלה, אבל הוראות אלה מחייבות אחת לשנה פגישה בלי נוכחות ההנהלה. הפואנטה היא שירגישו חופשי לבקר כמו שצריך את ההנהלה. נועד לעודד דינמיקה ביקורתית.
4. **החמרת תנאי הבחירה של דחצ"ים** (חייבים רוב מקרב בעלי מניות שאינם בעלי עניין אישי וזו לא רק חלופה) **והקריטריונים לדח"צ** (פסילת בעל מניה קשור או קרובו – בעל מניה שיש לו קשר לחברה למרות שאינו בעל משליטה). אין חריגים כלל לדח"צ – גם לא עם פחות מ2% התנגדות. מחזק את המיעוט אבל בו בעת גם את בעיית הסחטנות.

* אלה הוראות שנשמעות מאוד יפה, הן עשויות לפתור את בעיית הנציג, אבל מה החיסרון שלהן? זה עולה כסף **– כל ההליכים הנוספים הללו מייצרים עלויות נוספות**. האם שווה לשאת בעלות הזאת? לא תמיד ברור אם שווה את העלויות לשם הטיפול בבעיה. המטרה היא לא לחייב ולהעמיס עלויות. כלי מאזן לא לחייב.
* מה התמריץ שלי בתור בעל מניה כן לקבל את התוספת הזו? מה שהחוק מנסה לעשות כאן הוא **מכניזם של מוניטין** – רשימה של הוראות ואז תהיה אבחנה ברור בין חברות שאימצו את הרשימה הזו לכאלה שלא. כך, משקיעים יוכלו לדעת האם חברה קיבלה על עצמה את ההוראות הללו או לא. זה מאפשר בצורה מאוד טובה לבעלי המניות עצמם, לבוא ולפקח ולהגיד האם ההשקעה שווה להם או לא. **מאפשר למשקיע לאתר חברות עם בעיית נציג מצומצמת**.

**כלים שוקיים להתמודדות עם בעיית הנציג**

1. **שוק השליטה** –

* בשוק השליטה מתחרים המנהלים ובעלי השליטה בינם לבין עצמם על שווי החברה אותה הם מנהלים או שבה הם שולטים. כאשר חברה מנוהלת באופן לא יעיל, שוויה יפחת ויהיה זול לרכוש די מניות כדי לשלוט בה. **שולט לא יעיל** – הרוב לא דואג למיעוט בצורה אפקטיבית, הוא לא דואג למיקסום ערך החברה; אותו גורם בוחר את הדירקטוריון שבוחר את ההנהלה. ניתן להניח שניהול גרוע יגרע משווי המניות ויעודד השתלטות עוינת.
* יש לנו חברה שיכול להיות לה פוטנציאל כשהיא פועלת בצורה טובה להיות שווה מאה מיליון ₪. התנהגות כושלת של בעל השליטה משפיעה על מחיר החברה ל50 מיליון, לכן גורם מתוחכם יבוא לבעל השליטה ויקרה את השליטה טווח שין החלק שלו לשווי החברה כאשר הוא יודע שהרווח הצפוי הוא מיליון100. **גורמים חזקים בשוק קונים נתח רציני מהמניות, על מנת לקבל שליטה ולהחליף את המנכ"ל, כדי להעלות את שוויה של החברה**. מדובר על השתלטות של מנהלים בשוק שיהיה כדאי להם לקנות את השליטה. כל עוד יש שוק שליטה, השוק יתקן זאת גם מבלי התערבות משפטית.
* מדוע קיים כשל שוק: **1.** יש ערך לעצם השליטה בחברה אפילו מעבר לערך הכלכלי. עבור הרבה בעלי שליטה, גם אם מוצעת להם עסקה שכדאית מבחינה כלכלית, זה ירתיע אותם. הם מעוניינים בשליטה. **2.** בנוסף, בחברות בישראל, יש מספר מאוד מצומצם של שחקנים בעלי גרעין שליטה, ולכן לא בהכרח יהיה מישהו שיזהה את הבעיה וישים את הכסף.
* איך ערך המניה יורד- את ההחלטות השוטפות של החברה מקבל המנכ"ל. אותו גורם שולט, מספיק שממנה דירקטורים כושלים, שהם לא מזהים מנכ"ל כושל וכך תיפגע החברה. מנכ"ל, שרואה שבעלי המניות וגם הדירקטוריון לא פועלים, יכול לבחור ב"חיים קלים" ולצרוך פנאי, על אף שזה בא על חשבון בעלי המניות. איזה מנגנון שוקי יכול לעזור?

1. **שוק המנהלים** –

* מנגנון שוקי להתמודדות עם בעיית הנציג של ההנהלה מול בעלי המניות, והוא מהווה **מנגנון להחלפת מנהלים בלתי יעילים**. הרי בעבודתו הבאה, יבחנו את עבודתו, יגלו ביצועים לא טובים וערך השוק שלו ירד. גם אם בעלי המניות לא פועלים, יש מנגנון שממשטר את המנכ"ל- שוק המנהלים. גם אם אדם נמצא בסיטואציה שהוא יכול לנצל את בעיית הנציג, כדאי למנכ״ל להיזהר כי אם הוא יחזור לשוק ויחפש עבודה - כולם מודעים לכך שמדובר במנכ״ל בעייתי על סמך ביצועי העבר.
* **כשל –** אסטרטגיות מסכלות – מנגנונים שמראש המנהל דואג שלא יוכלו להעיף אותו בכזאת קלות ולפגוע בשכרו. מנהל חכם יכול להתנות בתקנון ולנקוט במגוון אמצעים.

1. **גלולת רעל-**

* החברה מאמצת מדיניות של הענקת זכויות לבעלי המניות. במקרה של השתלטות עוינת, שאינה מקבלת אישור מדירקטוריון החברה, תוכנית הזכויות מופעלת והחברה מחלקת מניות לכל בעלי המניות, פרט למשתלט. גלולת הרעל גורמת ל[**דילול**](https://he.wikipedia.org/wiki/%D7%93%D7%99%D7%9C%D7%95%D7%9C_(%D7%9E%D7%A0%D7%99%D7%95%D7%AA))**חלקו היחסי של המשתלט** ובכך מייקרת את ביצוע ההשתלטות העוינת בצורה ניכרת. בעצם הנפקת המניות, היא מדללת את האחוז היחסי, וכך האחוז היחסי שלו מתוך סך המניות יהיה נמוך הרבה יותר. זהו רעיון הדילול.
* יש שתי דרכים לרוכש פוטנציאלי לרכוש שליטה בחברה – או דרך השוק (רכישת מניות), או דרך הדירקטוריון. גלולת רעל מאיינת את האפשרות לרכוש דרך השוק- כשאותו רוכש יצטרך לעבור דרך הדירקטוריון, הדירקטוריון יצטרך לפקח על כך ולכן ידרוש פרמיה גבוהה הרבה יותר עבור בעלי המניות, מה שעשוי דווקא כן לשרת את בעלי המניות, על אף שגלולת הרעל היא כביכול מנגנון שלכאורה פוגע בבעלי המניות.
* ישנם מגוון סוגים לגלולות רעל. כשחברות הופכות יעד להשתלטות עוינת מצד חברות גדולות יותר, המוצאות בהן טרף קל לטובת הגדלת נתח השוק שלהן, מנגנון גלולת הרעל מאומץ. המנגנון מופעל ברגע שמשקיע חיצוני רוכש מניות של החברה וחוצה רף מסוים שנקבע (בדרך כלל 15%). אז, באופן אוטומטי, מופעלת הנפקת זכויות לבעלי השליטה הקיימים, דבר המדלל באופן ניכר את חבילת המניות שרכש הגורם העוין.
* מעמד גלולות הרעל בישראל – לא ניתן לעשות שימוש בגלולת הרעל הסטנדרטית בישראל. **ס' 46ב לחוק ניירות ערך**, **אוסר על הנפקת שני סוגי מניות בחברה ציבורית**. זה מנגנון שמחסל את שוק השליטה. בעל מניות השליטה יכול להחזיק תמיד בחברה, גם אם מחיר המניה יורד. הירידה בערך פחות תטריד את בעל מניות השליטה ברווחים, החלק שלו קטן, למרות שהוא מחזיק המון אחוזים בשליטה. **שני סוגי מניות מאפשרים מנגנון לביצור שליטה** – כך שלא משנה מה יקרה, בעל מניות השליטה יזכה בשליטה בחברה. זה מגביל מאוד את האפשרות לשוק שליטה. **החקיקה הישראלית אוסרת שני סוגי מניותכדי למנוע מנגנון ביצור שליטה, למנוע מצב שהדירקטוריון וההנהלה הקיימת מצליחים לבצר עצמם לגמרי מבלי שמשנה להם מה קורה לערך המניה**. **הסעיף הזה מפורש גם כאוסר גלולת רעל**. מהסעיף הזה, הרשות לניירות ערך, שנותנת לו פרשנות מרחיבה, אוסרת לא רק שני סוגי מניות אלא כל מנגנון ביצור שליטה שמקפל בתוכו את גלולת הרעל. **האיסורים הללו נוגעים רק לחברות ציבוריות!**

1. **שוק ההון** –

* ממשטר את המנהל הכושל, מאחר וכן צריך להיות אכפת לו שערך המניה יורד גם אם אין לו החזקה במניות.. במצבים בהם רוצים לגייס עוד הון, יש לעשות עוד הנפקה של מניות. במצבים הללו, אם הוא ישב רגל על רגל, פתאום יחזור לשוק ההון וינסה להנפיק מניות, יציעו לו מחירים נמוכים יותר, ריבית גבוהה יותר. יהיה לו קשה לגייס הון במחירים סבירים. **כדי שהאופציה של שוק ההון תישאר פתוחה, אתה חייב להתנהל בצורה יעילה. אם לא התנהלת בצורה יעילה, יהיה לך קשה מאוד בעתיד לגייס הון**.
* שוק ההון הוא שוק המגייס כספים לצורך מימון והגשמת תוכניות עסקאות של חברות. לחברה יש מערכת יחסים מתמשכת עם שוק ההון, כאשר יש פרויקטים חדשים שמצריכים הנפקת מניות נוספת שתזרים הון לחברה, או ע"י אגרות חוב. **גם כשבעלי המניות לא מצליחים לפקח על ההנהלה, יש גורמים שוקיים שיעשו כן.**

1. **שוק המוצרים** –

אם אתנהל בצורה לא יעילה, אז המוצרים שלי יהיו או יותר יקרים או פחות איכותיים. בכך, נתח השוק שלי יקטן ואני עלול להגיע לחדלות פירעון ולהיעלם. בסוף, כמנכ"ל, הוא יישאר בלי עבודה כי אין חברה. זה עוד מנגנון שממשטר.

**כלים משפטיים דרכם ניתן לפתור את בעיית הנציג**

**חובות ההתנהגות של נושאי משרה** –

**הטלת חובות משפטיות על נושאי המשרה** (מנכ"ל, דירקטורים ומנהלים בכירים). שתי החובות המרכזיות:

1. **חובת זהירות** (**ס' 252- ס' 253א**) – בגדול, חובת הזהירות אומרת לנושאי המשרה לא להתרשל.
2. **חובת אמונים** (**ס' 254-257**) – לא להימצא במצב של ניגוד אינטרסים.

בחוק, שתי החובות הללו מופרדות אנליטית. עלתה סברה שיש לאחד בין השניים – הרי התרשלות נובעת מאי השקעת אנרגיה בפיקוח, בשל ניגוד אינטרסים. אבל, במערכת המשפט שתי החובות מופרדות.

1. **חובת הזהירות:**

**ס' 252(א)** – "נושא משרה חב כלפי החברה חובת זהירות כאמור בסעיפים 35 ו36 לפקודת הנזיקין". **בתור נושא משרה, יש לך באופן חד משמעי חובת זהירות**, ומכוחה יכולים לתבוע אותך תביעה נזיקית. **מי שאתה חב לו חובת זהירות היא החברה!** לא מוזכרים כאן בעלי המניות. החברה יכולה לתבוע אם התרשלת. כשהחברה לא תובעת, בעל מניות יכול להיכנס בנעלי החברה ולתבוע בשמה.

**ס' 252(ב)** – "אין בהוראת סעיף קטן (א) כדי למנוע קיומה של חובת זהירות של נושא משרה כלפי אדם אחר". גם אם גורם בכיר וחובת הזהירות שלך היא כלפי החברה, **זה לא שולל שתהיה לך עוד חובה משפטית מקבילה.** חובת הזהירות היא לא בלעדית, היא לא רק כלפי החברה, מכוח חוקים אחרים (חוזים למשל), יכולות להיות מוטלות חובות משפטיות נוספות. **חובת הזהירות איננה היחידה והבלעדית.**

**ס' 253** – **התוכן של חובת הזהירות**, יש כאן הוראות סופר קונקרטיות וברורות. "**נושא משרה יפעל ברמת מיומנות שבה היה פועל נושא משרה סביר באותה עמדה ובאותן נסיבות** בכלל זה ינקוט, בשים לב לנסיבות העניין, אמצעים סבירים לקבלת מידע הנוגע לכדאיות העסקית של פעולה המובאת לאישורו או של פעולה הנעשית על ידיו בתוקף תפקידו ולקבלת כל מידע אחר שיש לו חשיבות לענייו פעולות כאמור". **סיפא הסעיף חשובה** – **אמצעים סבירים לקבלת מידע**. **ההשקעה בחיפוש המידע צריכה להיות סבירה**.

**כלל שיקול הדעת העסקי (BJR):**

מקורו בארה"ב. **לא מאפשרים חובת זהירות בלתי מוגבלת**. **כלל זה מעניק לנושא משרה בהחלטות עסקיות חסינות מפני הפרת חובת זהירות אם מתקיימים שלושה תנאים**. מדוע יש צורך בכלל שמצמצם את חובת הזהירות? אם לא יהיה אותו, זה יגרום לזהירות יתר מצד החברה. האם בעלי מניות רוצים ביתר זהירות? הם מפוזרים, הם דווקא רוצים שייקחו סיכונים. לכן, מאומץ כלל שמעניק חסינות בהחלטות מסוימות לנושאי משרה. בנוסף, אם לא יהיה אותו, ביהמ"ש יבקר החלטות עסקיות. אין לו את המומחיות לכך, להחליט אם האסטרטגיה העסקית הייתה נכונה או לא. **כלל שיקול הדעת העסקי פותר את הדירקטור מאחריות לנזקי החלטתו, כל עוד התקיימו שלושת התנאים המצטברים הבאים:**

1. **היעדר ניגוד עניינים בזמן קבלת ההחלטה**. משיק לחובת האמונים.
2. **ההחלטה התקבלה בתום לב**. לא חופף לאי ניגוד עניינים, לפעמים אתה מודע לניגוד עניינים, אבל בוחר לנקוט בצורה עניינית ולקבל החלטה תמת לב.
3. **ההחלטה התקבלה באופן מיודע** (תוך איסוף מידע רלוונטי) – המבחן הכי בעייתי.

בשביל להנות מהחסינות, חייב ששלושת התנאים יתקיימו. ישנה את דוק' הבזבוז- במקרים שהם סופר בזבזניים, בצורה רשלנית מוקצנת, יכול להיות שאותם לא יכסה שיקול הדעת העסקי (אין כמעט פסיקה בנושא, מציאות קיצונית תיאורטית).

* **הפס"ד החשוב ביותר** הוא פס"ד אמריקאי – **פס"ד Smith v. Van Gorkom:** חברת טראנס יוניון הייתה חברה מצליחה, והיא רצתה להתמזג עם חברה אחרת. (משיקולי מס צריך את המיזוג) ואן גורקום היה המנכ"ל ויו"ר הדירקטוריון. מחיר המניה בשוק בזמנו היה 36$. היה ברור לואן גורקום בוודאות שהחברה הזו שווה הרבה יותר- לפחות ב50$. לכן, הוא חשב לקנות את המניות בעצמו, כי היה בטוח שהחברה תעלה. זו חברה גדולה ולא היו לו כיסים מאוד עמוקים, ולכן כשרצה לרכוש הוא עשה זאת דרך
* **רכישה ממונפת** – רכישה שלא עם הכסף הפרטי שלך אלא באמצעות הלוואה. בזכות הדיבידנדים השוטפים שיקבל, יוכל לממן את ההלוואה, וכך ירוויח מהעלייה של המניות- מדובר בעשרות אחוזים. הוא צפה שיוכל להחזיר את ההלוואה על בסיס אותם דיבידנדים. רכישה ממונפת יכולה להיות עוגן לערך של החברה, אך לא בהכרח.
* המחיר של רכישה ממונפת לא זהה למחיר ההוגן, אלא הוא רק מינימום למחיר ההוגן. ניתן לממן את הקנייה ב50 דולר על ידי הדיבידנדים. ה50 דולר הללו ברור שהם המחיר ההוגן המינימלי, אבל יכול להיות שהמחיר ההוגן הוא גם מעבר ל50.
* בפס"ד זה, השוק לא יעיל- המשמעות הטהורה למה זה הוגן, זה לקחת את כל התזרימים העתידיים שאני צופה שיצאו מהחברה, לעשות להם היוון (הערכים של עשר שנים קדימה, אני ממיר אותם לשווים היום), מחבר את הערכים הללו, **והצפי של מה שאקבל בעתיד מהחברה, זה אמור להיות הערך ההוגן שלי**. כאן, המניה נסחרת ב36$, אולם ברור לכולם שהיא יכולה להיסחר ביותר. הרי זה מה שאנו מחפשים כשאנו מדברים על הוגנות המחיר.
* הערך ההוגן נגזר מתוך DCF – שיטת תזרימי המזומנים. שיטת הDCF היא שיטה מרכזית להערכת שווי. היא נותנת ביטוי מלא לכל פרט בתזרים המזומנים העתידי של הפירמה ולמבנה מאזנה, ומשקפת באופן נאות את הערך הכלכלי של החברה הנבחנת.
* כשמדברים על שווי לרכישה ממונפת של מניה, זה נגזר מזה שאני בונה על זה שאני אוכל לממן את ההלוואה מהתקבולים של הדיבידנדים, זה אומר שהם דיבידנדים צפויים, צופים את תזרים המזומנים העתידי שיגיע ל50$. **ה50 דולר ברכישה ממונפת, הם המינימום למחיר ההוגן, אבל המחיר ההוגן יוכל להגיע גם יותר, אבל מה שבטוח זה שהחמישים זה המינימום**.
* למה המחיר ההוגן לא זהה לרכישה הממונפת? כי בנקים הם גורמים שמרניים. כשאני אנסה לממן את הסכומים העתידיים ההוגנים זה יקרה עוד הרבה יותר זמן עם ריביות גבוהות יותר. בשל חוסר הוודאות, הבנקים לא מעוניינים לקחת את הסיכון גם אם יש צפיות גבוהה. בנק לא יהיה מוכן להסתמך על אותן הערכות של מה יקרה עוד עשר שנים. **שווי רכישת מניה לפי רכישת ממונפת, הוא מינימום לשווי הוגן, שמשמעותו הטהורה היא DCF, אבל הוא יכול לעלות יותר, להיות גבוה יותר** .
* קשה להגיע ל DCF מדויק. בשביל לדעת כמה שווה מניה של חברה, יש להעריך את רווחי החברה שנים ארוכות קדימה. יש חוסר וודאות משמעותי בעניין. הDCF, יש משמעות למתי הוא נעשה (נניח לפני הקורונה). הבנקים כביכול עושים DCF מאוד שמרני.
* ייתכן שהיה ניגוד עניינים אצל גורקום כי הוא עמד לצאת לפנסיה לא התייחסו בפס״ד. לבסוף הוא ניגש לפריצקר (הקונה). פריצקר, היה מוכן לשלם 55% למניה. חלק מהמתח סביב כל העסקה הוא שהשווי יכול להיות יותר גדול מ55. פריצקר יכול לשלם מחיר הוגן יותר, יש לו כסף מהבית, הוא לא 'שבוי' לבנק, בניגוד לאן גורקום. ואן גורקום מנסה לעשות רכישה ממונפת, אבל כשהוא הולך לגורמים אחרים עם כסף בכיס, מסתבר שהם יכולים לשלם יותר משווי הרכישה הממונפת.
* מה בכל זאת היה החשש שעמד ברקע למר פריצקר? למיזוג קלאסי צריך אישור גם של הדירקטוריון וגם של בעלי המניות. הפחד היה שישתמשו בו בתור מה שנקרא stalking horse-פריצקר בדק בתקופה של 48 שעות, מהר מאוד, את הדברים. החשש היה שגורמים אחרים יאמרו שהם יהיו מוכנים לשלם יותר ממר פריצקר. חשש שישתמשו בו בהצעה שלו; הוא יעשה את השקעת הגילוי, ואז ינצלו אותו וייקחו את הגילוי לגורמים אחרים. כדי להתמודד עם החשש, מר פריצקר מגן על עצמו באמצעות מנגנון חוזי. הכלים

המשפטיים שבהם פריצקר (נותן ההצעה הראשונה) הגן על עצמו:

1. **סל זמנים מצומצם** – פריצקר הגביל את פרק הזמן לאישור הצעתו (תוך כמה ימים) גם כי הוא מפחד שישתמשו בהשקעת הגילוי שלו לגורם אחר, וגם כי הוא לא רצה לנעול את הצעתו לאורך זמן כי זה מציב אותו בסיכון, הרי יכול להיות שהחברה תרד.

* שתי התחנות הבסיסיות שיש במיזוגים? **1. חתימה על ההסכם** שמצריכה אישור של לפחות הדירקטוריו. **2. Closing** – הסגירה נעשית באישור בעלי מניות. יש פער בין שתי התחנות הללו, כי לוקח זמן לכנס את בעלי המניות. זה פער אינהרנטי לכל עסקה. מעבר לאישור בעלי המניות, יש צורך באישור רגולטור (לרוב תחרות אבל לעיתים גם בנקאות). הפער הזה היה החשש של מר פריצקר, שבו יגיע אדם אחר ויציע יותר.

1. **תנית non shop** - לא ניתן יהיה לעשות שופינג, לא יהיה ניתן לאתר את השחקנים שיבואו ויתנו הצעות. (פריצקר, למרות שנתן את התניה הזו, התגמש כלפיה) תניית נון שופ היא לגיטימית. למה שבעלי המניות יחששו פה מנון שופינג? כדי לעשות DCF, יש לעשות הערכת שווי הנעשית על ידי בנק השקעות שמכיר היטב את הסקטורים. פריצקר כל הזמן אמר שהוא רוצה את העסקה תוך יומיים. זה לא סל זמנים שמאפשר הערכת שווי. בגלל שלא היה מדובר בהערכת שווי, הוא היה מוכן לוותר קצת על התניה.
2. **חבילת מניות במחיר הטבה** – נקבע בחוזה שגם אם בסוף לא יקנו ממר פריצקר, עדיין יהיו מחויבים לתת לו 1.7 מיליון מניות במחיר השוק וקצת יותר ממנו. מחיר השוק ברור שהוא הרבה יותר נמוך מהמחיר הריאלי. אם הוא מציע 55, העסקה עם משקיע אחר ממנו, תהיה ב56 לפחות. אם מחיר השוק עכשיו הוא 38, הוא יעלה בוודאות. לכאורה זה לא מחיר הטבה כי זה מחיר שוק, אבל לאור העסקה ברור שזה יהיה מחיר הטבה (המחיר יעלה בעשרות אחוזים).

אלה כלים מאוד חשובים המשקפים איך אני יכול לגרום לכך שלא ינצלו אותי בתור המשקיע הראשון.

* מר סמית' (שלא רצה בעקה), פונה לדירקטוריון ומסביר שלא קראו לבעלי המניות כדי לאשר את העסקה ושהייתה אפשרות למכור את המניות במחיר גבוה יותר. הוא תובע את מנהלי החברה בשל **הפרת חובת זהירותם כלפי החברה**, בעיקר משום שהמקרה נעדר הערכת שווי- לא נעשתה פניה למומחים, היו חסרות חוות דעת מקצועיות – **הופר שיקול הדעת העסקי.**
* בארה"ב, יש להתגבר על המשוכה העיקרית והיא הוכחת היסודות של כלל שיקול הדעת העסקי. אם אחד מהם לא מתקיים, נושא המשרה לא ייהנה מחסינות.
* דעת הרוב טענה שההחלטה על המחיר הזה, הייתה רשלנית. לא נעשו הצעדים שהיו אמורים להיעשות. היה ערך גבוה יותר של מניה שהיה יכול להתקבל, ובכך נגרם נזק לבעלי המניות. **ואן גורקום מנסה להתגונן בכלל שיקול הדעת העסקי.** נבחן את התנאים –

1. **ניגוד עניינים:** לואן גורקום היה אינטרס אישי כי היה לקראת פנסיה. אולם זה היה ברקע, ולכן לכאורה עמדו בתנאי זה.
2. **תום לב:** הייתה הצדקה כי העולם העסקי הוא עולם מהיר, זמן הוא כסף. הוא פחד לפספס הזדמנויות. זמן = אי איסוף מידע נוסף.
3. **ההחלטה הייתה מיודעת:** שופטי הרוב אמרו שתנאי זה לא התמלא. לא נלקחה הערכת שווי, לא פעלו בצורה מסודרת, הביאו הכל יום לפני, הישיבה עם ההנהלה הייתה מאוד לחוצה וחסרת מידע, ולכן דעת הרוב אמרה שכאן לא חל כלל שיקול הדעת העסקי.

* אם כן, הטענה שעלתה במקרה הזה היא שההחלטה הייתה לא מיודעת, **החברה טענה שההחלטה התקבלה באופן מיודע ושההחלטה הייתה במכוון שלא לפנות לקבלת חוו"ד וכו', משום שאין די זמן לכך** והחברה עלולה לפספס את העסקה. היה מדובר באנשים שמומחים בתחומים הללו שכיהנו כמנהלי החברה, **בשל הגעתם מהעולם העסקי- לא בטוח שהיה צורך בפניה למומחים אחרים.** יש אינדיקציה לכך שמדובר במחיר הוגן וטוב באופן יחסי, ואם נהיה זקוקים להערכת שווי בכל מקרה ומקרה- בכל פעם שעולה הזדמנות עסקית שכרוך בה סיכון- נצטרך לזרוק אותה לפח, וחבל. חיפוש אינפורמציה נוספת יש לו עלות גבוהה מאוד!
* בואן גורקום, ההחלטה של אי איסוף המידע, לא לגמרי לא יכול להיות לה רציונל עסקי. אבל כאן, **בארה"ב, אמרו שאם לא מגיעים לרף מסוים של אי איסוף, על אף ההצדקה המסוימת, עדיין הכלל לא יעמוד כי התנאי השלישי לא התמלא.**
* לטענת דעת המיעוט, בעולם העסקי, זמן הוא כסף, יש תמיד מה שנקרא ערך אלטרנטיבי לזמן, תמיד אפשר לאסוף עוד מידע, אבל יש מידע שיכול להיות שהתוחלת של הזמן שהוא לוקח, מה שתאבד ממנו יותר גדול ממה שתרוויח. זה גוף ההחלטה העסקית- **היו כאן אילוצים של זמן**. כלומר, על החלטה זו צריך לחול כלל שיקול הדעת העסקית.
* ואן גורקום הוא גבול גזרה –**הרף לאיסוף המידע הוא גבוה יותר**.
* ואן גורקום מרחיב את האחריות של נושאי המשרה כלפי החברה, על פניו נראה שזה לטובת בעלי המניות. עד הפס"ד, היה נראה לכלל שיקול הדעת נתן הגנה כמעט אבסולוטית לנושאי המשרה. בעקבות ההחלטה, החסינות הצטמצמה. להפגת חששות המנהלים ולהבטיח את פעולתם, מוסיפים ביטוח לתנאי החוזה של המנהלים שמשפה את המנהלים במקרים של תביעות בהפרת חובת זהירות כשלא עומדת הגנת שיקול הדעת העסקי. הביטוחים המקצועיים יקרים יותר, בשל צמצום החסינות חברות הביטוח העלו מאוד את הפרמיה. כדי לחברה לבטל את חובת הזהירות כי אחרת מנהלים לא ייקחו סיכון= הספד רווח/דיבידנדים. והביטוח יקר. **ניסו להרחיב את האחריות בעקבות פסד הדין, מה שהביא בפועל רק לצמצום**. האפקט ההפוך למה שבית המשפט התכוון אליו.

**פס"ד Brehm v. Eisner (Disney):** מנכ"ל אימפריית דיסני התרסק בתאונת מסוק, החברה מצאה עצמה בלי מנכ"ל. אנשי החברה שכרו את שירותו של מנכ"ל מייקל הוביץ. להוביץ היה ניסיון בהוליווד עם סוכנויות שחקנים, אבל זה לא לנהל את דיסני. מבינים שזה לא זה, ולכן לאחר שנה מפטרים אותו. הייתה לו חבילת פיצויים 130 מיליון דולר. בעלי המניות לא מוכנים לשלם את הסכום המטורף הזה. הגורם העיקרי זה הדירקטוריון, וועדת התגמולים שלו שיושבת ומאשרת את חבילות השכר, אך היא הפרה סטנדרטים שהחוק לא מחייב, אלא פרקטיקות מקובלות בשוק, תקנים מסוימים. אחת הפרקטיקות הללו היא יצירת טבלת אקסל מסודרת, שתבחן את חבילות הפיצויים. אם הדירקטוריון היה מבצע את החישובים הללו מלכתחילה הסיטואציה הייתה נמנעת. תובעים הפרת חובת זהירות.

* נבחן אם היה את שלושת התנאים של כלל שיקול הדעת העסקי – היה תום לב, לא היה ניגוד עניינים, ולגבי התנאי השלישי של השגת מידע מלא, אומרים שגם, היה מידע. עצם זה שעשו חיפוש מידע, מגיעה להם החסינות. הדירקטוריון ישב וקיבל החלטות מושכלות בדבר העסקתו של מייקל הוביץ, למרות שמקרה הפיטורים לא נלקח בחשבון. **ביהמ"ש מסביר שבמקרה הזה בגלל שלא הופרו 3 התנאים של כלל שיקול הדעת העסקית – לא תוטל אחריות על מנהלי החברה, על נושאי המשרה.**
* **זה המקרה שמרחיבים את כלל שיקול הדעת העסקי** – גם במקרה שרואים בעיות אובייקטיביות, עדיין- 'חיפשת מידע ברצינות, זה מספיק בשביל תחולת ההגנה. **התנאי השלישי– עמידה בפרקטיקה בסיסית, ולא בכל פרקטיקה הנוהגת בשוק.**
* פס"ד דיסני היא תמונת המראה של פס"ד ואן גורקום – ואן גורקום זה גבול גזרה הקיצוני! אם כן, ישנה הגנה על נושאי משרה כל עוד עומדים בשלושת התנאים ומנסים להמעיט את חשיפתם להחלטות רשלניות. על פניו, בין פסקי הדין יש מתח.

**יישום כלל שיקול הדעת העסקי בישראל**:

**פס"ד better place:** התובעים תבעו את נושאי משרה על שהגיעו לחדלות פירעון, והעלו טענות של קבלת החלטות לא מיודעות, לא עצמאיות ופזיזות – מקרים בהם כלל שיקול הדעת העסקי לא חל. במחוזי, **השופט גרוסקופף** סילק על הסף את התביעה נגד נושאי המשרה של בטר פלייס, שהגיעה לחדלות פירעון. לא היה כאן ניגוד עניינים, לא היה כאן היעדר תום לב, לא הייתה החלטה לא מיודעת, אז מתקיימים שלושת התנאים הבסיסיים ומכאן החלטתו של גרוסקופף. הוא לא נכנס לבחינת העילות, אם ראה שלא הצליחו להוכיח את היעדר אחד התנאים, הוא לא נכנס פנימה כלל.

העליון מחזיר את הסיפור למחוזי לבחינה מעמיקה יותר. זה ממחיש את הניגוד לארה"ב.

**השופט עמית** ב**פס"ד ורדניקוב** אומר ש**ברור שכלל שיקול הדעת העסקי חל בארץ**. הבעיה היא שבאופן היישום שלו, מעקרים אותו מכוחו. בארה"ב, אם לא הראית את אחד משלושת התנאים, לא דנים בכלל בקייס, מסלקים על הסף. בישראל, **רק לאחר שבוחנים לגמרי את כל ההחלטות, שבודקים לעומק אם הייתה הפרה של חובת הזהירות**. **כלל זה חל בצורה ולא במהות**, בתי המשפט לא רוצים לתת הגנה כזו חזקה לנושאי המשרה. כלל שיקול הדעת העסקי משמעותו היא שהשופטים לוקחים צעד אחורה אם יש נענים התנאים. זה מה שהשופטים בארץ לא אוהבים לעשות. הם מבינים את הפואנטה של כלל שיקול הדעת העסקי ולכן הוא מאומץ, אבל בגלל הרצון להשמיע את שיקול הדעת שלהם, הם מוציאים אותו כמו קצת כלל משפטי חלול.

**חובת נושאי משרה על אי פעולה לצמצום היקף חדלות פירעון (חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי):**

**ס' 288** – **אחריות דירקטור או מנהל כללי שלא פעל לצמצום היקף חדלות פירעון:** ידע דירקטור או מנהל כללי או היה עליו לדעת כי התאגיד נמצא בחדלות פירעון **ולא נקט אמצעים סבירים לצמצום היקפה**, רשאי ביהמ"ש, לבקשת הנאמן או הממונה, לאחר מתן הצו לפתיחת הליכים לגבי התאגיד, **להורות כי הדירקטור או המנהל הכללי יישא באחריות כלפי התאגיד לנזקים שנגרמו לנושי התאגיד בשל מחדלו**.

* החשש הוא שבעלי המניות יגידו שאין להם מה להפסיד, החברה קרובה לחדל"פ. ההעדפות לסיכון יהיו גבוהות, כי הם לא מפנימים את ההפסד שעלול להיות לנושים.
* ישנם שני סוגים של חדלות פירעון – 1. **חדלות פירעון תזרימי** – אין כסף נזיל להחזיר לנושים, הקופה ריקה. 2. **חדלות פירעון מאזני** –חובות של יותר כסף מהכסף הנזיל שיש לחברה. במצב כזה, שווה לשים את הכסף הנזיל באיזו שהיא השקעה.

**ס' 288** לא אומר על איזה חדלות פירעון מדובר, אבל על פניו כל עוד לא מצוין אחרת, **ניתן לפרש את הסעיף כמתייחס לשני הסוגים**.

**288(ב):** לעניין סעיף זה, חזקה כי דירקטור או מנהל כללי נקט אמצעים סבירים לצמצום היקף חדלות הפירעון של התאגיד, **אם נקט אמצעים להערכת מצבו הכלכלי של התאגיד ופעל כדי שהתאגיד ינקוט אחד האמצעים כמפורט להלן**:

1. קבלת סיוע מגורמים המתמחים בשיקום תאגידים;
2. ניהול משא ומתן עם נושי התאגיד כדי להגיע עימם להסדר חוב;
3. פתיחה בהליכי חדלות פירעון – ממנים נאמן. אתה מוותר על המושכות בחברה, ויתור משמעותי.

* אם הדירקטור או המנכ"ל עושה אחד מהדברים הללו, 'הוא יכול לישון בשקט'. **מעבר לחובת הזירות וחובת האמונים, זוהי אחריות מוגברת שיכולה להיות מושתת על מנכ"לים או דירקטורים**. ס' זה חושף אותם לאחריות גבוהה יותר. המטרה בסעיף היא לומר לדירקטור/ למנכ"ל – עליך לחשוב על האינטרסים של הנושים. **הבעיה בס' זה היא שהוא ממקד בנושים**, ולכן מבחינת הראייה של הרווחה המצרפית, החישוב של התוחלת מתייתר (עסקאות עם תוחלת חיובית, אבל הנושים לא ירצו בהן).

**כלל שיקול הדעת העסקי המוגבר:**

במקרים של פרקטיקות עסקיות מקובלות שיש בהן חשש לניגוד עניינים, מופעל בארה"ב כלל שיקול הדעת העסקי המוגבר. המקרה הטיפוסי – יצירת מנגנוני נגד להשתלטות עוינת כדוגמת גלולת הרעל. נדון כעת ביישום כלל שיקול הדעת העסקי בארץ:

* **פס"ד ורדניקוב:** הייתה מכירה של גרעין השליטה של חברת בזק, 6-7 מיליארד ₪, לשאול אלוביץ'. הוא החזיק ב31% ממניות בזק מה שהפך אותו לבעל שליטה מהותי בחברה. לרוב, מי שקונה גרעין שליטה בסכום כזה עושה זאת באמצעות **רכישה ממונפת** – אתה מביא מיליארד שקל מהבית ואת רוב הכסף מביא מהבנק ומממן אותה ע"י **משיכה אגרסיבית דיבידנדים מהחברה** (בבזק הייתה מדיניות של כל רווח ישר מחלקים). ורדניקוב כבעל מניות טוען – **פעולות שלא נעשו לטובת החברה וננקטו רק כדי לאפשר לאלוביץ' לעמוד בהתחייבויותיו כלפי הגרומים שסייעו לו לממן את הרכישה של גרעין השליטה של בזק**. הוא מעוניין שהכסף יישאר בחברה. הוא טען שמשיכת הכסף נבעה מהאינטרסים של אלוביץ', שלו כבעל השליטה היו אילוצים מימוניים. **הוא הפר גם את חובת הזהירות** (קיבלת החלטה רשלנית שפוגעת בהחלטת החברה), **וכן הפר את חובת אמונים** (ניגוד אינטרסים).
* למה לא נחיל כאן את כלל שיקול הדעת העסקי? כי אין כאן לגמרי היעדר ניגוד עניינים- זה לא מגיע עד הפרת חובת אמונים. קשה לבוא ולהגיד שזה לגמרי היעדר ניגוד עניינים.
* **הכלל שהשופט עמית מקבל בערעור בעליון הוא כלל שיקול הדעת העסקי המוגבר**, שיחול במצבים בהם יש רמה נמוכה של ניגוד עניינים מבני. זה שיבוא בעל שליטה חדש טוב לבעלי המניות – זה אומר שיבוא גורם אחר שיהיה מוכן לשלם על השליטה, כי בכך הוא מאמין שהוא יכול להביא את החברה למקומות גבוהים יותר, ולכאורה בעלי המניות צריכים להיות בעד זה.
* אם יש גרעין שליטה של כמה מיליארדי שקלים, יש מעט מאוד שחקנים בשוק שיכולים לקפוץ על ההזדמנות. כדי להגדיל את כמות השחקנים האופציונליים לרכישת גרעין השליטה, יש לאפשר רכישה ממונפת. רכישה ממונפת היא כלי לגיטימי ואפילו יעיל ורצוי, כל עוד השימוש בו נעשה באחריות המתבקשת. תופעה זו תורמת ואף חיונית לצמצום הריכוזיות במשק. דווקא הלחץ הכספי שבו נתון בעל השליטה החדש בעקבות הרכישה הממונפת, מביא להתייעלות מהירה של החברה הנרכשת. כדי לאפשר רכישה ממונפת, הרוכשים חייבים לקבל את הכסף מהחברה כדי לממן את אותן הלוואות. כשמסתכלים על המכלול, זה שאפשרנו כניסה של שחקן כזה, זה מעלה את הערך של החברה בכללותה (זה מחיר שמוצדק ברמה הגלובלית).
* מצד אחד, העסקה הזו נראית כניגוד עניינים, ומצד שני אפשר להבין שיש ערך לעסקאות מהסוג הזה. **בדיוק במקרה הגבולי הזה, של מצב ביניים, השופטים כבוב ועמית מחילים מבחן מיוחד שלקוח מארה"ב – כלל שיקול הדעת העסקי המוגבר.** השופט עמית מסביר שצורכי נזילות של בעל שליטה אין בהם כשלעצמם כדי להפוך את בעל השליטה לבעל עניין אישי בחלוקת דיבידנד. ביחס לכלל שיקול הדעת העסקי המוגבר אומר עמית בעקבות כבוב, שזהו כלל ביניים שמטרתו להפעיל ביקורת שיפוטית מוקפדת יותר במצבים שבהם הסתפקות בהחלת כלל שיקול הדעת העסקי הרגיל עלולה 'לפספס' הפרות של חובות אמון, וכאשר נדרש מענה ממצה יותר נוכח קיומו של מתח פוטנציאלי בין טובת החברה לבין טובת נושאי המשרה או בעל השליטה.
* בניגוד לכלל שיקול הדעת העסקי הרגיל בו חלה חובת ההוכחה על התובע (שאחד משלושת התנאים לא התמלאו), **בכלל שיקול הדעת העסקי המוגבר עובר נטל ההוכחה לנתבע** – **הוא צריך להוכיח ברף מינימלי את התקיימותם של שני תנאים מצטברים:**

1. **שקיבלו את החלטתם מתוך הגיון עסקי סביר שנועד לקדם את טובת החברה** – **מספיק להוכיח 'מתחם סבירות'**
2. **פעלו בשקיפות תוך גילוי מידע נאות ומלא.**

* נחיל את כלל שיקול הדעת העסקי המוגבל כשיש ניגוד עניינים מבני – לא ברור שהפעולה נבעה מתוך האינטרס שלך, אלא יש רק חשד.
* בארה"ב המקרה הטיפוסי הוא יצירת מנגנוני נגד להשתלטות עוינת כדוגמת גלולת הרעל. הדיון של גלולת הרעל תיאורטי לארץ כי אין גלולת רעל בארץ. בארה"ב, הפס"ד בו הוחל כלל שיקול הדעת העסקי המוגבר היה **uncoal corp v. mesa pestrolem** – ניסיון להשתלטות עוינת על חברה. כדי להתגונן מפני ההשתלטות, החברה יצרה מנגנון של גלולת רעל- [דילול](https://he.wikipedia.org/wiki/%D7%93%D7%99%D7%9C%D7%95%D7%9C_(%D7%9E%D7%A0%D7%99%D7%95%D7%AA)) חלקו היחסי של המשתלט ובכך מייקרת את ביצוע ההשתלטות העוינת. ניתן להסתכל על גלולת רעל כמיטיבה עם בעלי המניות – אם רוכשים שליטה דרך הדירקטוריון, ולא דרך קנייה בשוק, הדירקטוריון יעריך את ההצעה, מה שיביא יותר פרמיה לבעלי המניות. במקרה הזה החברה אימצה גלולת רעל בתהליך של קבלת החלטה שהייתה יכולה למנף את שווי החברה, שלאחריה המשקיע לא היה מוכן יותר לקנות את החברה. מנהלי החברה היו מואשמים בהפרת חובת זהירות, וביהמ"ש קבע כי יש להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי המוגבר, משום שהמקרה הביא לידי ביטוי **ניגוד עניינים גבולי**.
* אם נשווה בין שתי ההחלטות – גלולת רעל אל מול חלוקת דיבידנדים, האם במקרה אחד יש חשש גדול יותר לניגוד עניינים? למה בארץ יש מקום להשית כלל חמור יותר על חלוקה של דיבידנדים? **השופט כבוב** אומר שבארץ יש שוק ריכוזי. הרכישה הממונפת לכאורה מאפשרת ריכוזיות בשוק- לגורם אחד קל לשלוט בחלק גדול מהחברה באמצעות הקצת כסף שהוא מביא. נטען לטעון דווקא להפך – דווקא בגלל הריכוזיות, רכישה ממונפת מאפשרת פריצה את השוק. בלעדיה, רק מי שמיליארדר יכול לשלוט. כבוב לוקח את הכלל האמריקאי ומרחיב אותו למקרה שבארה"ב לא מחילים אותו – חלוקה של כסף מחדש, קשה לראות בכך ניגוד עניינים. בארץ הוא מצדיק את החלת הכלל בשל בעיית הריכוזיות. אולם, רכישה ממונפת עוד יותר חשובה בשוק ריכוזי.
* מה אומר המונח 'סבירות' בהקשר של חלוקת דיבידנדים? **ככל שבעל השליטה היה נתון בקשיי נזילות יותר חריגים, כך צריך יותר לבוא להראות איך ההחלטה הזאת ברמת החברה הייתה סבירה**. התחום שיש להראות משתנה בהתאם לניגוד עניינים.

1. **חובת אמונים:**

**ס' 254(א)** – **נושא משרה חב חובת אמונים לחברה, ינהג בתום לב ויפעל לטובתה ובכלל זה:**

1. **יימנע מכל פעולה שיש בה ניגוד עניינים בין מילוי תפקידו בחברה לבין ענייניו האישיים** – אינטרס אחר מהחברה.
2. י**ימנע מכל פעולה שיש בה תחרות עם עסקי החברה** – אסור לך להתחרות עם החברה באופן אישי.
3. **יימנע מניצול הזדמנות עסקית של החברה במטרה להשיג טובת הנאה לעצמו או לאחר**.
4. **יגלה לחברה כל ידיעה וימסור לה כל מסמך הנוגעים לענייניה, שבאו לידיו מתוקף מעמדו בחברה**

**נושאי המשרה חבים את החובה כלפי החברה!**

**ס' 254(ב)** – **אין בהוראת ס' קטן (א) כדי למנוע קיומה של חובת אמונים של נושא משרה כלפי אדם אחר.** זה שאני נושא משרה של חברה וחב כלפיה חובת אמונים, זו לא חובת אמונים בלעדית, היא לא שוללת את האפשרות שתהיה לך חובת אמונים גם כלפי צד אחר שהוא לא החברה. נדגיש שס' זה לא משית חובה נוספת אלא רק לא שולל אותה.

**הימנעות מניצול הזדמנות עסקית (ס' 254(א)(3)) –** מה קורה במצב שהחברה לא מעוניינת בהזדמנות?

* **פס"ד Regall** – חברה שהחזיקה בכמה אולמות קולנוע, הציעו לה אולם נוסף שווה מאוד. החברה אמרה שאין לה כסף נזיל או יכולת לקחת הלוואות ולכן זה לא ריאלי. הדירקטורים אמרו שהם ייקחו את ההצעה כי זו הזדמנות שווה שחבל שהחברה לא יכולה לנצל. נקבע בפס"ד זה שבמקרה זה – **ניצול הזדמנות עסקית מהווה הפרת חובת אמונים פר סה, וזה לא משנה אם החברה לא הפסידה כלום**. אם נאפשר ניצול הזדמנות עסקית, גם במצבים שברור שלחברה זה לא אופציה, נייצר עננה שהדירקטורים פועלים לכך שהחברה לא תוכל לפעול, והם ינצלו את ההזדמנות.
* **ביטון נגד פנגאיה:** מדובר בחברה שהציעו לה לקנות קרקע, לחברה לא היו את המזומנים לקנות את הקרקע והדירקטורים ניצלו את ההזדמנות הזו עבור עצמם. בשל **ס' 254(א)(3)** נקבע שמדובר בהפרת חובת אמונים, למרות שלחברה לא הייתה אופציה לעשות כן. אם כן, תמיד, במצב בו הדירקטורים פועלים בצורה שמנוגדת לאינטרסים של החברה, גם אם לחברה אין אפשרות לעשות כן, זה עדיין עלול לעלות כדי הפרת חובת אמונים.
* **חובת Revlon:** ב**ס' 254(א)**, מהי טובת החברה? אמנם **ס' 11** מתייחס לטובת החברה-מושג שסתום. פס"ד רבלון מדבר על מקרה של השתלטות עוינת – גורם שרוצה לקנות את חברת רבלון. חברת רבלון לא רוצה שאותה חברה תרכוש אותה. בשביל להתגונן, מלבד גלולת רעל, ניתן פשוט ללכת ולהביא מישהו אחר. ההצעה הראשונית הייתה ב47 דולר למניה. לא ניתן לרדת מהסכום שכבר הוצא- נוגד את טובת החברה. מנכ"לית רבלון הלכה לגורם אחר, קיבלה הצעה יותר גבוהה (54-56 דולר למניה), אבל היא גרמה לכך שההצעה הראשונית (של הקונים הראשונים) עלתה.
* מה ניתן לשים בהסכם המיזוג שיתגונן בפני האפשרות הזו? תניית non shop – אסור לפנות אקטיבית לגורמים ולבקש הצעות אחרות. אנשי רבלון הסכימו שאם תבוא הצעה אחרת, הם יפצו את החברה הראשונה שרצתה לרכוש ב25 מיליון דולר, מעין קנס. זה מקרה מורכב, בו מקבלים הסכם שמצנן מאוד את האפשרות לבציע מחיר גבוה יותר.
* בהרבה מצבים טובת החברה זה לא רק הכסף. אבל, ברגע שאתה מעמיד את החברה למכירה, אז יש לך מחויבות אחת – **למקסם את הערך של מה שבעלי המניות יקבלו**. **לפי הלכת רבלון, בעסקה בה ההנהלה והדירקטוריון יזמו את המכירה של החברה, יש מבחן חמור יותר – מחויבים אך ורק למקסום הערך לבעלי המניות וחייבים לחתור למקסום ערך זה.** בארץ אין אימוץ פורמלי מלא של הלכת רבלון, אך עושים בו שימוש בפסיקה.
* בסוף, מה הוכרע ברבלון? ביהמ"ש ביטל את ההסכם הזה, מאחר ופוגע בטובת החברה, הוא מונע התמחרות. כשברור שיש שחקן שמונע התמחרות, זה ברור שזה מפר את החובה כלפי בעל המניות. כשאתה פועל לא לטובת החברה, זה בעצם הפרת חובת אמון.

סיכום: משכשלו אמצעי ההתגוננות והתברר שהשליטה בחברה עומדת להימכר לצד שלישי, הדירקטוריון נדרש לפעול למקסום הרווח של בעלי המניות – חובה המכונה לעיתים 'חובת רבלון'. מכוח חובה זו, הוטל על הדירקטוריון, בין היתר, לקיים הליך התמחרות בעת מכירת השליטה בחברה שבו ייבחנו חלופות לעסקה שעל הפרק, ובסופו של דבר תיבחר ההצעה העדיפה מבחינת בעלי המניות.

**חובת פיקוח של הדירקטוריון:**

**לא נמצאת בדיני החברות, זה נגזר מהחוק עצמו**. האם אפשר לתבוע דירקטורים שלא פיקחו, גם אם אין בהכרח ניגוד אינטרסים?

* **הלכת Caremark:** היה מדובר בחברות פארמה ותרופות. אסור לחברות תרופות להציע תגמול ישיר לזה שהן נותנות לחולים את התרופה שלהם ספציפית. הרבה פעמים סוכני המכירות עושים את זה ומפרים את החוק. אי אפשר לתבוע את סוכני המכירות על הפרת אמונים, כי הם לא נושאי משרה. **נושאי משרה הם הנהלה בכירה – דירקטוריון ומנכ"ל**. בכל זאת באים לכיס העמוק של החברה- נושאי משרה בחברה, ואומרים להם שהם הפרו את חובת האמונים שלהם, בכך שלא פיקחתם כלל על הסוכנים גם אם אתם לא עשיתם שום דבר רע כביכול, עצם זה שלא פיקחתם, הופך אתכם לאחראים ומפרים את חובת האמונים שלהם'.
* **פס"ד stome:** נקבעים שני מבחנים בהמשך ל**Caremark** (שיקבעו אם במקרה הזה ישנה הפרה של חובת פיקוח):

1. **לא נוצר מנגנון בקרה שיבדוק את העובדים**, הדירקטורים לא עשו דבר.
2. גם אם היה מנגנון בקרה, **הדירקטורים התעלמו באופן מודע מדגלים אדומים**.

**בשני המקרים הללו יש להראות שהדירקטורים ידעו שהם לא מבצעים את החובות הפיקוחיות שלהם.** לא מספיק רק שהדירקטורים לא שמו מערכת בקרה, או שהתעלמו מדגלים אדומים, **יש להראות שהדירקטורים ידעו שבצורת ההתנהלות שלהם הם מפרים את חובת האמונים שלהם בשל אי פיקוח** – **מבחן מאוד חמור!** לכן, כיש מקרה שעובר את הסילוק על הסף הדירקטורים יגיעו להסכמי פשרות בנושא.

* איזה רכיבים יש בהיעדר פיקוח שמצדיקים למקם את אי הפיקוח תחת חובת האמונים? **דרישה חמורה של כוונה ומודעות, כמו באי פיקוח, מתאימות הרבה יותר להפרות של חובת אמון – הרכיב של חוסר תו"ל**. חובת זהירות מדברת על רשלנות, אין בה יסוד נפשי של כוונה ולכן זה לא מתאים לאי פיקוח. אך מנגד המקרים הקלאסיים של פיקוח זה לא המקרים הקלאסיים של ניגוד עניינים.
* **פס"ד כפר תקווה:** התנהלות מחפירה הובילה לחדלות פירעון. ההתנהלות העסקית הייתה לקויה למדי, לא היה שום פיקוח של הדירקטוריון. בכפר תקווה השיתו אחריות על הדירקטוריון, על נושאי המשרה, על הפרה של הפיקוח. **בארץ**, בניגוד לארה"ב, **היעדר פיקוח נגזר מחובת זהירות**. לכן, חובה זו תהיה רחבה יותר, כי התנאים החמורים של **סטון וקליימארק** רוקנו מתוכן. מצד שני, המיקום של היעדר הפיקוח תחת חובת זהירות יכול גם לצמצם את החובה, מאחר שאם ניתן פטור מחובת זהירות (וכפי שלמדנו ניתן לקבל פטור מהפרה זו), לא תוכל להשית אחריות על היעדר פיקוח. אם זה תחת חובת אמונים, נכון שיש דרישות חמורות, אבל לא תוכל לגמרי לפטור מהחובה הזו. **בארה"ב – נספח לחובת אמונים. בארץ – נספח לחובת זהירות.**
* הערה חשובה: **City group:** **היכולת לתבוע על הפרת חובת פיקוח היא רק חובת פיקוח שגרמה להפרה של חוק, ולא על פיקוח על החלטות עסקיות.**

**חובת אמון – עקיפת המגבלות של ס' 254:**

חובת האמון היא קוגנטית, אך חלק מהמגבלות הנובעות ממנה ניתן לעקוף:

**ס' 255(א):** **חברה רשאית לאשר פעולה ומהפעולות המנויות בסעיף 254(א) ובלבד שנתקיימו כל התנאים הללו:**

1. **נושא המשרה פועל בתום לב והפעולה או אישורה אינן פוגעות בטובת החברה** – **זהו תנאי סף!**
2. נושא המשרה גילה לחברה זמן סביר לפני המועד לדיון – **גילוי מלא של האינטרס האישי בפני הגורמים המאשרים**.

האישור של פעולה שאיננה מהותית ייעשה בדומה לעסקאות בעלי עניין ואישור של פעולה מהותית ייעשה בדומה לעסקה חריגה עם בעלי עניין (**ס' 255(ב)**) **ישנן חובות שמוטלות גם על בעל** **השליטה** –

**חובת ההגינות:**

**ס' 193** לחוק החברות מעגנת את חובת ההתנהגות המוטלת על בעלי השליטה. בכדי שגורם מסוים ייחשב לבעל שליטה, מספיק שיש לו הסכם הצבעה או אפילו נוהג המבוסס על קשר לא פורמלי עם בעלי מניות אחרים, כך שביחד הם יוצרים גוש שליטה. עקרונית, בעל שליטה הוא מעל 50% בחברה. אין מספר קבוע, תלוי סיטואציה (מיהם בעלי המניות האחרים וכו').

**ס' 193(א)** – **על המפורטים להלן מוטלת החובה לפעול בהגינות כלפי החברה:**

1. בעל השליטה בחברה.
2. בעל מניה היודע שאופן הצבעתו יכריע בעניין החלטת אסיפה כללית או אסיפת סוג של החברה – גם קול קטן אך מכריע.
3. בעל מניות שלפי הוראות התקנון יש לו כוח למנות או למנוע מינוי של נושא משרה בחברה או כוח אחר כלפי החברה – 'מניית זהב'.

**ס' 193(ב):** על הפרת חובת הגינות יחולו הדינים החלים על הפרת חוזה, בשינויים המחויבים, בשים לב למעמדם בחברה של המנויים בס' קטן (א).

**פס"ד קוסוי:** קוסוי היה גם בעלים וגם דירקטוריון בבנק. הוא רצה למכור את החלק שלו למשקיע פילקו זאת החברה שדרכה הוא החזיק במניות של הבנק. הוא התכוון למכור אותן לאפשטיין כאשר אפשטיין רצה לממן את הרכישה על ידי הלוואה מהבנק – בעצם הבנק מממן את המכירה של עצמו. הבעיה היא שאפשטיין היה גם בעל מניות וגם לקוח של הבנק עם חובות גדולים. הבנק בסיטואציה כזו יודע מה המצב הפיננסי של אותו לווה גדול, וידע שאפשטיין נמצא במצב בעייתי. כשהבנק העמיד לו עוד הלוואות, הוא היה צריך לדעת שאפשטיין יתקשה להחזירן. כאן המצב הפיננסי של הקונה היה גלוי וברור. לקוסוי וחבריו לא אכפת כי הם כבר יקבלו את חלק מהסכום שהוא מחזיר חזרה לבנק. אפשטיין מוציא אותם החוצה ולכן הם לא יפסידו מהבעיה הכספית שנוצרה. בעל השליטה מכר את מניותיו לגורם שידע שיביא את החברה לפשיטת רגל (מימן את קניית המניות מהלוואות שלקח מהחברה). למרות שקוסוי גם הפר חובת אמונים בתור נושא משרה, באמצעות עילת ההפרה של חובת ההגינות ניתן לתבוע את חברת פילקו במחזיקה במניות בצורה ישירה.

* בפס"ד נקבע שהופרה החובה של קוסוי כבעלים מתוך חובת האמונים שלו. עם זאת, בהחלטה למכור, קוסוי הוא המקרה של הפרת חובת ההגינות. המקרה הזה נקרא 'מכירה חובלת' – מכירה שגורמת חבלה לחברה ובכך לבעלי המניות. **חובת ההגינות במובן הקלאסי שלה** – **כבעל שליטה**, **הזכות שלי למכור את חלקי בחברה מוגבלת**.

**פס"ד ברדיצ'ב נ' פויכטוונגר:** **שלושה תנאים מצטברים להפרת חובת ההגינות במכירה:**

1. רמת אשם גבוהה של בעל השליטה (ידיעה או עצימת עיניים/ פזיזות).
2. רמת וודאות גבוהה להתרחשות הנזק.
3. הסתברות גבוהה לפגם חמור בהתנהלותו של הרוכש.

**האם ישנה חובת התנהגות גם על בעל מניות רגיל?**

**ס' 192(א):** "בעל מנייה ינהג בהפעלת זכויותיו ובמילוי חובותיו כלפי החברה וכלפי בעלי המניות האחרים **בתום לב ובדרך מקובלת**, ויימנע מניצול לרעה של כוחו בחברה, ובין השאר בהצבעתו באסיפה הכללית ובאסיפות סוג בעניינים האלה". זהו ס' רזה מאוד, זה לא שונה מכל חובה חוזית אחרת. כמו כן, זוהי חובה חלשה ביותר שעד היום לא הופעלה.

**קיפוח:**

**ס' 192(ב):** "**בעל מניה יימנע מלקפח בעלי מניות אחרים"**. כל בעל מניות כול לתבוע על קיפוח. אין הגדרה של מיעוט או רוב, **מדובר בכל בעל מניה**. ייתכנו מצבים בהם המיעוט מקפח את הרוב (**פס"ד רזניק**). **עילת הקיפוח לא דורשת שתהיה כוונה**.

**ס' 191(א) – הזכות במקרה של קיפוח:** "התנהל עניין מענייניה של חברה בדרך שיש בה משום קיפוח של בעלי המניות שלה, כולם או חלקם, או שיש חשש מהותי שיתנהל בדרך זו, רשאי ביהמ"ש, לפי בקשת בעל מניה, לתת הוראות הנראות לו לשם הסרתו של הקיפוח או מניעתו, ובהן הוראות שלפיהן יתנהלו ענייני החברה בעתיד, או הוראות לבעלי המניות בחברה, לפיהן ירכשו הם או החברה כפוף להוראות ס' 301, מניות ממניותיה".

* **סעד של קיפוח הוא סעד מאוד מאוד חזק**, התערבות בתקנון מהווה סעד חזק וקיצוני משום שחברה, שהיא כמו פקעת חוזית, ביהמ"ש יכול לבוא ולשנות לה את הדברים עליהם הסכימה (עליהם בעלי המניות חתמו).
* **פס"ד צנה נ' פולן:** עיתון ידיעות אחרונות הנשלט על ידי משפחת מוזס, ולה חמישה אחים. אף אחד מהם לא היה יכול להיות רוב לבד; אף אחד מהם, עצמאית, לא היה יכול להביא לידי מינוי דירקטור לבדו. לכן, כדי להגיע לשליטה, היה צריך לעשות קואליציה עם עוד אח אחד לפחות (קואליציה לפחות של שניים). הקואליציה הראשונית הייתה שנוני מוזס שיתף פעולה עם זאב מוזס, ואז בעקבות הסכסוכים עימו, עבר לעבוד עם מרים. זאב מוזס, שנוני הפסיק לעבוד איתו (ולכן גם הפסיק להיות דירקטור), טען לקיפוח. הוא טען כי לאורך השנים הוא היה מעורב, הייתה לו יכולת שליטה וניהול, וכעת אין לו. זאב מוזס טוען שהוא היה לאורך שנים שותף בניהול, ועכשיו הוא לא מנהל. מעבר לעניין הכוח לנהל וההשפעה על החברה, היו טענות קיפוח רחבות יותר – היו טענות לגבי משאבים; זאב היה מנצל את המשאבים של ידיעות אחרונות בשביל להסית משאבים לטובתו. בנוסף, היה בכל תמיות קטן שהי גם בעל תפקיד שהוא קנה ממנו את המניות והוציא מ החברה והם הגיעו להסכם פשרה –שמענקי הפרישה יוצאים מהחברה. נוני מוזס, כשהוא קונה מניות, הוא משלם מכיסו הפרטי. הטענה של זאב, היא שבפרישה, בפועל, שילמו לאורי יותר ממה שהיה מגיע לו לפי הסכם הפרישה – העסקה האמיתית שנערכה היא שחלק מהתקבול על הפרישה הוא תשלום עבור מניות שנמכרו לנוני. משתמשים בכספים של החברה שמגיעים לכולם, כך שהם מנוצלים להטבה פרטית של נוני, לעסקה אישית. ביהמ"ש בוחר לגמרי להתערב בתקנון. השופטת עשתה שינויים בתקנון החברה, והוסיפה חברים לדירקטוריון, שייתכן ואפילו **שינו את יחסי הכוחות בחברה**. אם כן, סעיף 191 מאפשר מרחב תמרון עצום, תוך אפשרות לשנות לגמרי את החברה כדי לרפא את השורש שהצמיח את הקיפוח.
* דוגמה להגדרה אובייקטיבית לקיפוח. אין זה משנה האם הייתה כוונה סובייקטיבית לקפח. אנו מבינים שקיפוח זה לא תלוי במה עובר למקפח לראש, אלא נתון אובייקטיבי – האם הייתה פגיעה באינטרסים של אחד מבעלי הבניות? בתוך אפיון אובייקטיבי, השופטת בפס"ד מציגה שתי אופציות לקיפוח אובייקטיבי:

1. **אפיון צר** – קיפוח משמעו חלוקה לא הוגנת של משאבים (הגישה של **פרופ' חנס**).
2. **אפיון רחב** – פגיעה בציפיות הלגיטימיות של בעלי המניות (ההגדרה ב**פס"ד צנה נ' פולן**). האם לזאב הייתה זכות להיות שולט בחברה הזו? בשביל לקרוא למקרה הזה קיפוח, גם לא הייתה לך זכות מוקנית ברמת הניהול, אולם הציפייה הלגיטימית שלך נפגעה, גם אז זה ייחשב לקיפוח.

* **פס"ד אדלר נ' לבנת:** **האם בחברה אמורה להיות לבעלי המניות ציפייה להיות מעורבים בניהול?** היו שני בעלי מניות, אחד עם רוב של 70%, ואדלר יחד עם בעל מניות נוסף, החזיקו 30%, והם היו אלה ששלטו בפועל בחברה. בעקבות סכסוך, זה שהחזיק ב70 האחוזים החליט שהוא לא יאפשר לאדלר והשני לשלוט בחברה. הם טענו כי הדחתם מתפקידיהם מקפחת אותם כבעלי מניות המיעוט, ושוללת מהם את הציפייה הלגיטימית לשותפות בניהול ענייני החברה.
* זה מזכיר שותפות – זה מקרה של הכרה ב'חברה מעין שותפות'. בשותפות ברירת המחדל היא ניהול משותף, ולכן יש לך ציפייה לגיטימית, ואף זכות במסגרת שותפות, להיות שותף בניהול. לעומת זאת בחברה, לא אמורה לי להיות לי ציפייה להיות שותף בניהול. למרות ההפרדה הברורה הזו, אם יש לנו חברה אבל לאורך שנים כל בעלי המניות כולם שותפים בניהולה, **אז ביהמ"ש בעצם מכיר בסטטוס של 'חברה מעין שותפות', ולכן לבעלי המניות כן אמורה להיות לא רק ציפייה לגיטימית, אלא גם זכות להשתתף בניהול.**
* בכך שפגעו באדלר והוציאו אותו מהניהול, אז יש כאן קיפוח – זכות שנלקחת ממנו על ידי בעלי המניות האחרים. ללבנת, אין פונקציה נוספת, הוא רק בעל מניות. ביהמ"ש, בדומה ל**צנה נ' פולן**, מפעיל סעד יחסית קיצוני והוא **ס' 191 להפרדת כוחות בחברה גם ללא קביעה שהיה צד שקופח – מספיק אובדן אמון מוחלט בין הצדדים**. המנגנון היה BMBY (buy me buy you) – אחד יציע מחיר שבו הוא קונה את המניה לפי הערכת השווי שלה, והזכות שניתנת לשני היא שאם הוא חושב שהמחיר הוגן הוא יכול לקנות את החברה, ואם המחיר גבוה מידי, הוא יגיד שהוא מוכן לצאת ולמכור את החלק שלו.
* **האם דילול מהווה קיפוח?** **פס"ד גליקמן נ' ברקאי:** חברה פרטית, שהייתה מעין עסק משפחתי וצורף אליה בעל מניות מיעוט. החברה גייסה על ידי הנפקה, נתנו אופציה לבעלי המניות לקנות במחיר שעל פניו הוא פחות מהמחיר הריאלי של החברה. נוצר מצב שבעלי מניו שלא יכולים לרכוש את המניות נוספות במחיר המוזל / ו/או החברה שלא מחלקת דיבידנדים (בחברה פרטית מאוד משנה אם חברה מחלקת דיבידנד או לא, כי בחברה פרטית הנזילות הרבה יותר נמוכה), מדוללים כי אם בעלי מניות אחרים כן קונים במחיר נמוך ממחיר המניה הריאלי מונפקות עוד מניות שלא מכניסות לחברה את שווי הריאלי שלהן אך נשארות שוות לשאר המניות- כך מדלל את מי שלא רכש אותן ויש לו מניות, פוגעים באחוזים שלו מכלל מניות החברה. לכן, אותו בעל המניות יכול לומר שהוא קופח – בזה שנתנו הצעה לבעלי המניות האחרים לקנות בפחות מהערך הריאלי, קופחתי. בחברה הזו של גליקמן, במשך 12 שנה לא חולקו רווחים. לכן, בעל המניות יודע שהוא לא יקבל דיבידנדים, וגם אם נותנים לו על הנייר הצעה כדאית, בגלל שהוא לא יודע מתי יראה את הכסף, ויש לו צרכי נזילות, הוא די כבול. בעצם הוא אומר שעשו את ההנפקה הזו רק בשביל לנצל אותו, להעמיד אותו במצב כזה שהוא בהכרח יפסיד – ההנפקה הזו בהכרח מדללת את אחוזי ההחזקה שלו בחברה. הנתבעים אמרו שזה לא קיפוח כי ניתנה אופציה, ניתנה זכות לכל בעל מניות בצורה שווה. בפועל הם ידעו שלמיעוט יהיה פחות כדאי לנצל את הזכות הזו, וחלק גדול מהמיעוט לא ינצל את הזכות, כך שזה משרת רק את הרוב.
* מתי יכול להיות רציונל להנפיק בפחות מהערך הריאלי? כשיש צורך בכסף דחוף. **השופט בכור** (דעת מיעוט) חברה שיש לה צרכים פיננסיים ויש לה צורך מאוד גדול בהון, משום שהיא חברה פרטית והכתובת העיקרית שלה הם בעלי המניות, יכול להיות לגמרי מצב סביר להציע הצעה כזו, בפחות מהערך הריאלי. אך במקרה הזה, הם תרמו סכום כסף נכבד לאוניברסיטה העברית, כל בעלי הרוב היו גם בעלי משרה כך שלא היו זקוקים לדיבידנדים. **כל מצב שיש הנפקה בפחות מהערך הריאלי, על פניו זה קיפוח, אלא אם יוכח מצב של מצוקת מזומנים שהצדיקה את המכירה הזו.**
* **איך אנחנו מעריכים, במיוחד בחברה פרטית, את הערך של חברה?** יש שתי שיטות:

1. **DCF** (תזרים מזומנים מהוון), שיטה מורכבת יותר מאחר ומצריכה ייעוץ מקצועי וניתוח של הרווחים העתידיים.
2. **ערך פנקסוני/ Book** **value** – לרוב הערך הפנקסוני הוא פחות מהערך הריאלי. המשמעות של ערך פנקסוני היא לקחת את כל נכסי החברה, פחות ההתחייבויות, וזה ייתן את ערך החברה.

הDCFיותר מדויק. ובכל זאת, למה משתמשים יותר בערך הפנקסוני? הוא הרבה יותר פשוט וודאי.

* לרוב הDCFיותר גבוה. אם הDCFיהיה נמוך יותר, יהיה עדיף כבר לסגור את החברה ולפרק אותה, זה יותר שווה מלהחזיק אותה כחברה מאוגדת. הסיבה ששווה לי לקנות, היא אם הרווחים העתידיים יותר גבוהים מערך הנכסים כיום. בגליקמן, הלכו בדרך של הערך הפנקסוני, לקחו הערכה שמרנית. לרוב, **ערך הDCF גבוה יותר, והערך הפנקסוני נמוך יותר**. עסקה שהיא במחיר שהוא בין הDCF לבין הערך הפנקסוני, על פניו זה מתחת לערך הריאלי אבל ביהמ"ש לאו דווקא יקבע שמדובר בקיפוח (כי המחיר מעל הערך הפנקסוני).
* **פס"ד ג'י בי טורס נ' חאייק:** הנפקה של 100 מניות, נתנו לבעלי המניות אופציה במחיר מסוים. הטענה הייתה שהמניות הוצעו במחיר נמוך יותר מהערך הריאלי, אך בפועל הדבר לא הוכח עובדתית. איך התובעים ניסו להגיד שעדיין היה כאן קיפוח? הם הלכו לעסקאות עבר, וניסו להראות שהמחיר כרגע נמוך מהמחיר שנתנו בעבר. במקרה זה מחיר המניה היה מעל הערך הפנקסוני, אבל נמוך יותר מהערך לפי הDCF. כאן, היה ברור שישנה מצוקת מזומנים אבל לא היה בטוח שהערך המוצע הוא מתחת לערך הפנקסוני. לסיכום, **הנפקה בערך הריאלי אינה נחשבת לקיפוח המיעוט**, למרות שהיא מדללת את אחוזי ההחזקות שלו.

**פסקי הדין גליקמן וג'י בי טורס**- **כשהמחיר המוצע הוא נמוך מהערך הריאלי**, **ואין ראיה למצוקה הונית**, **ישנה חזקה לעילה של קיפוח**. **רק אם ההנפקה היא פחות מערך החברה, ידובר על קיפוח.** ככל שההנפקה לא הייתה מתחת למחיר הריאלי, זה לא נחשב קיפוח כל עוד לא נפגעתי כלכלית. **כשחברה יוצאת להנפקה במחיר ריאלי, גם בעל מניה שלא קנה מניות, לא נפגע בערכו הכלכלי.**

**גרעין שליטה:**

**התוספת לשליטה, הערך המוסף שיש לבעל המניות עבור השליטה בחברה.** **מה ששולם מעבר לדבוקת המניות, זה תוספת על עצם היכולת לשלוט החברה.**

מה אפשר לשאול כאן בהקשר של קיפוח? האם זה לגיטימי שבעל השליטה ישלשל לכיסו את פרמיית השליטה? מחד, בעלי מניות אחרים יכולים לטעון שהפרמיה הזו מהווה נכס של החברה (יכולת קבלת ההחלטות בחברה), שכל בעלי המניות אמורים להתחלק בו. מאידך, מגיע לבעל השליטה – הוא קנה את זה, השליטה היא שלו. האם בעל השליטה יכול לשלשל לכיס או להתחלק עם יתר בעלי המניות?

* **הכלל האנגלי:** יש להתחלק עם כל בעלי המניות, כי רואים בשליטה כנכס של החברה שכל בעלי המניות צריכים להתחלק בו.
* **הכלל האמריקאי:** השולט לוקח את כל הסכום, משלשל את התוספת לכיסו. בעל המניות רשאי לקחת לכיסו את הסכום הנוסף.
* **מה קורה בישראל:** יש בארץ פרמיות שליטה, ובעלי המניות לוקחים את הפרמיות שליטה אליהם. לכן, לכאורה, **אנו הולכים לפי הכלל האמריקאי**. יש לסייג זאת –הש' **ברק** ב**פס"ד גרינפילד** אומר שבפרקטיקה אמנם לוקחים, אבל **במצבים מאוד קיצוניים יכול להיות שזה ייחשב קיפוח**. אין אימוץ חד משמעי של הכלל האמריקאי.

**גם לכלל האמריקאי יש חריגים** – **פס"ד פרלמן נ' פלדמן:** היה צורך מצד הצבא האמריקאי בהמון ברזל ופלדה. בשל הביקוש, מחיר השוק של המתכות עלה. לכן, החליטו לעשות פיקוח על המחיר של טון ברזל ומתכת. המפעל ייצר הרבה ברזל כאשר הערך הריאלי של הברזל היה גבוה יותר מהמחיר המפוקח בו ניתן למכור. כתוצאה מכך, מי שצריך את הפלדה, החליט שהוא קונה את המפעל. הוא לא צריך לקנות את המפעל, אלא את מניות השליטה, את גרעין השליטה הזה שיאפשר לו לשלוט בפועל על החברה ולמנות את האנשים. במכירה זו, גרעין השליטה כלל פרמיית שליטה גבוהה מאוד (70-80%).

מר פרלמן, שהיה אחד מבעלי המניות,אמר שבמקרה הזה פרמיית השליטה מהווה קיפוח של שאר בעלי המניות. במקרה הזה **היה מדובר על נכס ולא על ערך פרטי**. פרלמן טען כי היו הרבה הטבות שכל החברה קיבלה מהאפשרות למכור את הברזל באמצעות פרקטיקות שנויות במחלוקת, ולכן עצם הפסקתן בעקבות המכירה פוגעת בהם. עצם זה שמר פלדמן יעביר את הברזל רק לשחקן מסוים, מקטין את האפשרות לקבל הטבות –מפסידים הטבות שהחברה הייתה יכולה לקבל. אם כן, החלטה מסוימת של החברה היא ממש נכס של החברה. זה מקרה שמראה שאפילו בכלל האמריקאי, פרמיית השליטה עלולה להיחשב כמקפחת.

יש את הכלל האמריקאי ואת הכלל האנגלי, איזה מהם רצוי יותר? איזה כלל יותר טוב מבחינה כלכלית?

**ייתכנו עסקאות יעילות, שרק הכלל האמריקאי יאפשר, ולא הכלל האנגלי**. שוק השליטה הוא חיובי, אנחנו רוצים לעודד שוק שליטה. הכלל האמריקאי מעודד את זה, בעוד שהכלל האנגלי לא – למרות שיש מישהו שמוכן לשלם יותר על השליטה, לא יהיה לו שווה לקנות.

תחת הכלל האמריקאי יתקיימו עסקאות שטובות גם לבעל השליטה המוכר(מקבל פרמיית שליטה ומוכר ביותר ממש ששווה לו) גם לקונה (לשלם פחות ממה שהחברה שווה לו) וגם לחברה (יש גורם שמשלם יותר עבור המניות של החברה כרגע ומאמין ויקדם את החברה.

תחת הכלל האנגלי- העסקה לא תתרחש כי צריך לקחת את פרמיית השליטה ואז לקונה לא בטוח יהיה משתלם למכור כי בעל השליטה יעלה את המחיר שהוא מוכן למכור בו (בגלל שהפרמיה מתחלקת). רק אם החברה שווה לקונה מעבר למחיר החדש הוא יקנה (מדלל אופציות של קונים ועסקאות).

**פגיעה במעורבות בניהול כקיפוח:**

**בכר נ' חברת ת.מ.ם:** תש"ת החזיקה ב77% מהון המניות של ת.מ.ם, ובכר החזיק ב23%. (הסכם שנחתם על חלוקה של רווחים לפני רכישת המניות על ידי המיעוט) **ניתן לטעון טענת קיפוח על בסיס התנהלות שקדמה לרכישת המניות?** השאלה אם בכר ידע או לא ידע על ההסכם מראש, אינה רלוונטית. גם אם ידע, זה לא היה יכול למנוע ממנו לטעון לקיפוח. כאשר בכר קנה את המניות, הוא קנה אותן במחיר המתייחס לערך החברה יחד עם ההסכם, הוא לא באמת נפגע, הדבר משוכלל במחיר הקנייה של המניה. נותנים לבכר זכות קיפוח על אף שההסכם תומחר ואין בו פגיעה כלכלית-חלק מתמחור המניות שלו היה גם זכות לטעון קיפוח. אם הוא היה יודע שכשהוא ימכור את המניות זכות אחת נעלמת, המוכר הראשוני לא היה רוצה למכור (היה לו תמריץ שלילי), **כי הוא יודע שברגע שהוא ימכור, הוא יקבל תמורה רק על חלק מהזכויות, ולכן לא יהיה שווה לו למכור והנזילות של המניה תרד**. סיבה נוספת היא פגיעה בהרתעה ע״י הפחתת התביעות האפשריות. בנוסף, אם רוצים לצמצם את בעיית הנציג. **למרות שידעת על ההסכם, ניתן עדיין לתבוע בעילה של קיפוח.** אם הייתה הסכמה מפורשת על ההסכם, אתה לא יכול לתבוע.

**פטור, שיפוי וביטוח:**

היכולת לקבל פטור, ביטוח או שיפוי על ידי קביעות בתקנון – **הורדת האחריות שאותה נושאים נושאי המשרה על הפרת חובות התנהגות שונות**. הפחד מתביעה של נושאי משרה על הפרת חובות מרתיע מנהלים. הרציונל הוא למצוא איזון ולאפשר במקרים מסוימים הפחתה מהאחריות האישית של נושאי המשרה. כמובן שהדבר מורכב, הפחתת האחריות שומטת את הקרקע מהרעיון של החובה. דיברנו ב**פס"ד וואן גורקום** על האפשרות לפטור מחובת הזהירות.

כנושאי משרה, מה נעדיף – ביטוח או שיפוי? שיפוי זה תשלום שהחברה משלמת לנושא החברה. יש יתרון לביטוח על פני שיפוי, משום שבשיפוי התביעות הן בעיקר במצבים שבו החברה פושטת רגל. אין את הכסף לחברה, וגם אם היא התחייבה לשלם לנושא המשרה אין לה את היכולת. לכן, חברת ביטוח זה גורם הרבה יותר יציב, כי הביטוח מאפשר לחברה לשלם את הכסף. אולם, יש גם יתרונות לשיפוי – יש סיטואציות בחוק בגינן אין אפשרות לקבל את כספי הביטוח אבל כן אפשר לקבל שיפוי.

פטור:

* לא ניתן לפטור נושא משרה מאחריותו בנוגע להפרת חובת אמונים (**ס' 258**). מי שבעיקר נפגע מהחלטת חלוקה גרועה ופזרנית הם הנושים, קריטריוני החלוקה נועדו להגן עליהם. התפקיד של הדירקטור הוא להגן על הנושים תוך ווידוא תנאי החלוקה, ובזה לא יעזור פטור שמי שנותן אותו הם בעלי המניות.
* ניתן לפטור נושא משרה מאחריותו להפרת חובת זהירות, אולם, יש לכך שני חריגים – **(1)** הפרת חובת זהירות בחלוקה (**ס' 259**) **(2)** הפרות שנעשו של **כוונה** (נושא המשרה התכוון לא לעשות את המוטל עליו), ו**פזיזות** (לא סתם רשלנות אלא חוסר אכפתיות כלפי העניין). (**ס' 263(2)**).

**מה נחשב פזיזות? פס"ד אוסטרובסקי נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ:** דיסקונט השקעות קנו את עיתון מעריב בהפסד של 200 מיליון ₪. ההסבר – סך הכל הושקעו 360 מיליון ₪, אולם במכירת מעריב היא נמכרה ב160 מיליון. נושאי המשרה רצו לתבוע את הדירקטורים בהפרת חובת זהירות. הדירקטורים ענו שיש להם פטור. בדקו אם אפשר להתגבר על הפטור כי מדובר במקרה של פזיזות. מה היה בהתנהלות שרמז על פזיזות? היה דיון יחסית מצומצם, כל הדירקטורים היו בעד. יש כאן רכישה, לא הוצדקו ופורטו נימוקים של ממש, ולא היה דיון של ממש – בעסקה כזו של לכאורה מעל רבע מיליארד שקלים, מדובר בפזיזות. **הש' גרוסקופף** אמר כי **בפזיזות מספיק להיות אדיש (חוסר אכפתיות) לסיטואציה ולמצב של פגיעה בחברה.** ברשלנות לעומת זאת, שכן חוסה תת הפטור, כן אכפת לנושא המשרה לא להגיע לתוצאה המסוימת, אבל הוא לא עושה צעדים מספיקים כדי לנטרל את הסיכון לנזק.

* מה יש לבחון כדי לומר שיש אדישות שעולה לכדי פזיזות? שני רכיבים (**מספיק שיתקיים רק אחד)**:

1. **רכיב פרוצדורלי** – שהיה דיון, שביררו את המידע הרלוונטי, שניסו להבין את המידע הרלוונטי לעסקה, ניסו לנמק את ההצדקות לעסקה. זהו רכיב שמתייחס להליך איסוף המידע ביחס לעסקה, הדירקטוריון פעל בצורה מיודעת ובירר את מה שצריך.
2. **רכיב מהותי** – הדירקטורים בסופו של דבר הפעילו שיקול דעת עצמאי ביחס לשאלה שעל הפרק.

מה במקרה הזה אומר שהם לא הפעילו שק"ד עצמאי? הדירקטורים לא רק התרשלו, אלא פעלו לאור האינטרסים של דנקנר כבעל השליטה. למה לא לקרוא לכך הפרת חובת אמונים? הפרת חובת אמונים, היא פעולה בניגוד לטובת החברה לשם קידום אינטרסים. כאן, בגלל שדנקנר מעוניין בעסקה הזו, לא היה ברור שזו עסקה רעה שנוגדת את טובת החברה, ולכן לא הלכו בכיוון של הפרת חובת אמונים. במקרה הזה, שני הרכיבים של האדישות מתקיימים, ולכן זו אדישות שעולה לכדי פזיזות, והפטור לא חל. מספיק רכיב אחד.

ביטוח:

* חברה רשאית לבטח את אחריותו של נושא משרה על פעולותיו במסגרת החברה אם נקבעה הוראה בתקנון המאפשרת זאת.
* **לגבי חובת אמונים, ניתן רק לבטח התנהגות שנעשתה בתום לב**, והיה לנושא המשרה יסוד סביר להניח שלא תפגע בפעילות החברה. **פס"ד regall** זה דוגמה למצב שהייתה פעולה שנעשתה בתום לב, אבל היא היוותה הפרת חובת אמונים. רוב הפרות חובות האמונים אינן בתום לב, אבל יכולות להיות הפרות שנעשו בתום לב ואז במקרים הללו, אפשר לבטח.

שיפוי:

שיפוי יכול להיעשות גם על חובות אמון שנעשו גם לא בתום לב. **שיפוי יכול להיעשות גם במקרים של הפרות חובות אמון ואפילו באישום פלילי שהסתיים בהרשעה** **ס' 260(א).** אולם, כשמדובר בעבירה הדורשת כוונה והאדם הורשע, הוא לא יוכל לקבל שיפוי.

**פס"ד לנואל נ' מאור:** הושת על בנק פועלים קנס של 400 מיליון דולר בגין פרשת מס. הייתה טענה שהבנקים גייסו לקוחות מחו"ל ואפשרו להם להעלים מס. כשהושתו הקנסות, בעלי המניות ישר באו ותבעו את נושאי המשרה בעילה של הפרת חובת הזהירות. הוצעה פשרה שבמסגרתה התובעים יקבלו סכום כסף. למה כתובעים יש אינטרס מאוד גדול להתפשר? ש"**התובעים יצליחו יותר מדי**" – יכול להיות שביהמ"ש יקבע בסוף שזו הייתה הפרת חובת אמונים שנעשתה שלא בתום לב, והמשמעות היא חברת הביטוח לא תוכל לשלם. כזכור, לגבי חובת אמונים, ניתן רק לבטח התנהגות שנעשתה בתום לב. כשתובעים נושאי משרה על סכומים גדולים, התמריץ הוא לקבל כסף דרך חברות הביטוח. מה שמעניין היא קיומה של חברת ביטוח, שהיא מעין כיס עמוק. אם אין כיסוי ביטוחי, אין מה לחפש.

**אישור הצעות רכש**

**הצעת רכש מיוחדת:**

חברה שאין בה גרעין שליטה, ומישהו רוצה לרכוש בה גרעין שליטה. יש הליך מיוחד בדיני חברות במקרים שבהם בחברה שאין שליטה – ניתן לקנות עד 25% ללא צורך באישור מיוחד. **מעבר ל25%, נצרך הליך מיוחד – הצעת רכש מיוחדת.** הליך זה נדרש בשני מצבים:

1. **מצב בו לא היה אף בעל דבוקה (מישהו שמחזיק לפחות ב25% מהמניות) ומישהו רוצה לקנות כמות מניות מסוימת שתביא אותו לכדי 25% (**לדוגמה – למישהו כבר היום יש 20% והוא זקוק לעוד 5%). במקרה כזה יש לבצע פעולה מסוימת לקבלת אישור.
2. **לאדם יש כבר 25% והוא רוצה לרכוש מניות נוספות על מנת להגיע לכמות של 45% מהמניות.** האישור מותנה באישור של 5% לפחות מבעלי המניות.

מדוע נוצר צורך זה? בגלל היכולת של בעל השליטה **להוציא ערך פרטי מהחברה** (למנות מקורבים, לדאוג לעצמו על חשבון החברה). יש כן השלכה על בעלי המניות – במצב כזה של שליטה מבוזרת שאר בעלי המניות מאבדים את כוחם כי בעל השליטה יוכל להכניס לעצמו רווח על חשבון שאר בעלי המניות – ערך המנייה ירד ובעלי המניות ימצאו את עצמם נפגעים מהערכים הפרטיים שיוציא בעל השליטה.

מה הצעת הרכש המיוחדת אומרת?

* **ההצעה חייבת להיות מופנית לכל בעלי המניות**.
* בכדי לאשרה, **צריך רוב מכלל בעלי המניות הניצעים**. המציע או כל בעל עניין אישי בהצעה, אינו יכול להשתתף (**ס' 331**).
* ההצעה הזו צריכה לעבור תחת הדירקטוריון, שייתן עליה חוות דעת (**ס' 329**).

**הצעה זו צריכה לעבור הליך דו שלבי** – **1. מאשרים את ההצעה –** האם המחיר מקובל ל רוב בעלי המניות **2. בעלי המניות מחליטים אם לקנות במחיר הזה או לא.** לאחר שמאשרים את ההצעה, רק אז בעלי המניות יחליטו אם למכור. רוצים לקבל אינדיקציה ברורה מה בעלי המניות חושבים. זה לא מחייב אותם לקנות אחר כך.

* אם הצעת הרכש עברה, כל בעלי המניות יכולים למכור מניות לפיה עד 4 ימים לאחר האישור (**ס' 331**).

הבעייתיות שיכול להיווצר מצב שכולם ירצו למכור. אם הרבה מאוד נענים להצעה, להגיד לו לקנות את הכל זה בעייתי כי אין לו כסף לכך. הפתרון לכך מצוי בתקנות – **ס' 328(ג):** "על הצעת רכש מיוחדת יחולו הוראות פרק זה, נוסף על הוראות **לפי כל דין** לעניין הצעות רכש ככל שאין בהן סתירה להוראות לפי פרק זה". **ס' 7(ג) לתקנות ניירות ערך** (**הצעת רכש**) – "עלתה כמות ניירות הערך שלגביה ניתנו הודעות קיבול על כמות ניירות הערך שהמציע התחייב לרכוש, ירכוש המציע מכל ניצע שנתן הודעת קיבול, את סך כל ניירות הערך שלגביו נתן אותו ניצע הודעה כאמור, מוכפל **ביחס שבין כמות ניירות הערך שהמציע התחייב לרכוש לבין סך כל ניירות הערך שניתנו לגביהם הודעות קיבול**". בעצם, אם הכמות שהאדם התכוון לקנות קטנה יותר מהכמות שהניצעים הציעו **אין חובה** לקנות את כל המניות. ההסדר במקרה כזה הוא שהמציע יקנה בצורה פרופורציונאלית ליחס בין מה שהוא הציע לבין מה שהניצעים היו מוכנים למכור. מכל בעל מניות שהציע הוא יוכל לקנות את המניות לפי אותו יחס. הדבר רלוונטי לא רק להצעת רכש מיוחדת אלא גם בהצעת רכש רגילה בה החברה רוצה לבצע רכישה של המניות שלה בעצמה. **בהצעת רכש מיוחדת אין חובה לקנות יותר מניות ממה שהוצע אך לא ניתן לבחור ממי לקנות וממי לא!**

**הצעת רכש מלאה:**

באיזה מקרים היא חלה? **כשחברה ציבורית רוצה להפוך לחברה פרטית**. צריך לקנות מאה אחוז מהמניות בחברה ציבורית כדי שהיא תהפוך לחברה פרטית. יתרונות לחברה פרטית? **(1) חיסכון בעלויות דיווח** – בחברה ציבורית נדרשים הרבה דוחות. **(2)** ציבוריות המידע – המידע לפעמים הוא מאוד משמעותי ויש סיבה שלא רוצים לגלותו. ( **פס"ד ישקר)**. אלה שתי הסיבות המרכזיות שידחפו גורם להפוך חברה ציבורית לחברה פרטית. זה גם רצוי מבחינה חברתית – זה בזבוז חברתי ואינטרס חברתי שבמקרים כאלה, חברות יהפכו לפרטיות.

מהי הבעייתיות בהגעה ל100 אחוז? יהיה מאוד קשה להגיע למאה אחוז. 1. **הטרוגניות בערך שאנשים מעריכים את המניה** – חלק יעריכו את הערך כקרוב לבורסה, חלק מאמינים יותר בשוויה. 2. **סחטנות** – אם אני מבין שבעל המניות חייב אותי כדי להפוך לפרטי, אני יכול לבקש פרמיה מאוד גבוהה . בתהליך של הצעת רכש מלאה, הוא מאפשר **רכישה בכפייה**. להבדיל מהצעת רכש מיוחדת חוק החברות נותן **הליך שבסופו ניתן יהיה לכפות על בעלי מניות למכור את המניה שלהם**.

**הצעת רכש מלאה – ס' 336:** **כל הצעה לקניית מניות כאשר הקונה מחזיק ב90% ומעלה ממניות החברה צריך להתקבל בהליך של הצעת רכש מלאה.** אחרי שבעל המניה הגיע ל90%, הוא יכול לקנות את כל השאר או לא כלום. ההליך הזה כופה גם על בעל המניות שרוצה להפוך את החברה לפרטית. פורמלית החברה נחשבת עדיין ציבורית, ונשארו רק אחוזים בודדים שנסחרים בבורסה, מה המשמעות מבחינת בעלי מניות המיעוט? במצב הזה הבעיה היא שאם נשארו רק אחוזים בודדים, אין כבר נזילות כל כך גבוהה. אני מפסיד את היכולת שלי להנזיל את ההשקעה שלי. איך בעל המניות שרוצה להפוך את החברה לפרטית יכול לנצל את המיעוט על ידי הקטנה הנזילות (הם יעדיפו למכור מאשר שנזילותם תקטן). לכן, יש את **ס' 336**.

ההצעה מתקבלת **רק אם מחצית מבעלי המניות שאינם בעלי עניין נענים לה** (**ס' 337א**), **או אם האחוז של אלו שלא נענו קטן מ2%.** בשביל למנוע מצב שבו יש לקבוצה קטנה יש את כלי הסחטנות, אז אם ההתנגדות פחותה משני אחוזים, בעל המניות לא יהיה חייב רוב.

**גם בעלי המניות שאינם בעלי עניין חייבים למכור במחיר שנקבע** – זוהי הכפייה על שאר בעלי המניות למכור אותן. (בעל עניין – קרוב משפחה, עובד וכו', ישנה הגדרה ב**ס' 1 לחוק**). **בארץ, החוק נותן מפורשות סעד הערכה בס' 338**. אם בעל המניות הציע מחיר, שהרוב הסכימו לגביו, אבל היה בעל מניות שהתנגד למכירת המניות, וכעת אנו כופים עליו את המחיר בשל כך שהרוב כן הסכימו, עדיין יש לו סעד הערכה –לבקש פיצוי על כמה שהפסיד. זה ס' שהופך את הצעות הרכש המלאות ליותר מסורבלות. גם אחרי שההליך התקיים כהוגן, עדיין יכול להיות שהוא לא ישביע את רצונם של בעלי המניות בצורה משמעותית, והם עדיין יכולים לרדוף אותו בביהמ"ש ולדרוש את אותו הסעד. לכן, לא ברור כמה העסקה הזו שווה לאותו בעל מניות, נשאר לו בעצם צ'ק פתוח, כי עוד עלולים להידרש ממנו פיצויים.

לפי **ס' 16(1) לתקנות הצעות רכש**, לא ניתן להציע הצעה נוספת נמוכה יותר תוך 6 חודשים מההצעה הראשונה. למנוע מניפולציות.

**עסקאות עם בעלי עניין**

**נושא שכדאי להכיר כי הוא בדרך כלל נשאל במבחנים**. מדובר בקשת רחבה של סוגי עסקאות. מתי יש ניגוד עניינים?

1. **גורם מצוי בעמדת השפעה** – כשיש לאותו הגורם כוח על התקיימות העסקה.
2. **לגורם יש זיקה לצד השני של העסקה** – לגורם שמחליט על התקיימות העסקה, יש זיקה לצד השני.
3. לגבי התנאי השני, **צריך שהאינטרס שלו בצד האחר יהיה גבוה יותר מהאינטרס שלו בעסקי החברה**.**פס"ד ערד:** לא מספיק זיקה עודפת, **יש צורך בעניין אישי ממשי**. לענייננו אם הערך של המניות באחת החברות שווה יותר, אלא העניין הוא האינטרס עצמו, ולכן משנים רק האחוזים. השאלה היא כמה אני מרוויח מכל שקל של עלייה במחיר/ כל שקל של ירידה במחיר.

**הליך האישור לעסקאות עם בעלי עניין:**

1. **ס' 270(1)** – **עסקה של חברה עם נושא משרה בה (או עם אדם אחר ולנושא המשרה יש עניין אישי).**

נושא משרה הרבה יותר מוגבל בכוחו, הוא אמנם שותף בניהול אבל יש גורמים מעליו, וזאת לעומת בעל השליטה. זה הליך פחות חמור ממקרים של עסקאות עם בעלי שליטה. לכן, מנגנון האישור שיהיה כאן הוא יחסית מינימליסטי, שהוא תלוי בשאלה אם העסקה חריגה או לא חריגה. **ס' 1** מגדיר מהי עסקה חריגה – אחת מתוך שלושת החלופות הבאות: **(1)** עסקה שאינה במהלך העסקים הרגיל **(2)** עסקה שאינה בתנאי השוק **(3)** עסקה העשויה להשפיע באופן מהותי על רווחי החברה (עסקה גדולה מבחינת הנפח שלה).

* **אם מדובר בעסקה לא חריגה 🡨 יש צורך רק באישור דירקטוריון (ס' 271).**
* **אם מדובר בעסקה חריגה 🡨 אישור וועדת ביקורת ודירקטוריון**. וועדת ביקורת ייחודית בכך שהיא מורכבת מדירקטורים חיצוניים שחייבים להיות, וכן צריך להיות רוב לדירקטורים בלתי תלויים (הם לא כפופים למנכ"ל מקצועית, לא קרובי משפחה של גורמים בתוך החברה ושל בעל השליטה וכו'). לכן האישור מטעם וועדת הביקורת הוא יותר משמעותי וקפדני.

מדובר בעסקה של חברה עם נושא משרה בה, או עם אדם אחר ולנושא המשרה יש **עניין אישי**. מה נחשב עניין אישי? **ס' 1 לתיקון מס' 16** – ענין אישי של אדם בפעולה או בעסקה של חברה, לרבות ענין אישי של קרובו ושל תאגיד אחר שהוא או קרובו הם בעלי ענין בו, ולמעט ענין אישי הנובע מעצם החזקת מניות בחברה, לרבות עניין אישי של אדם המצביע על פי ייפוי כוח שניתן לו מאת אדם אחר אף אם אין לאחר עניין אישי, וכן יראו הצבעה של מי שקיבל ייפוי כוח להצביע בשם מי שיש לו עניין אישי כהצבעה של בעל העניין אישי, והכל בין אם שיקול הדעת בהצבעה הוא בידי המצביע ובין אם לאו; **ס' 1 לתיקון מס' 16** – "בן זוג, אח, אחות, הורה, הורי הורה, צאצא, וכן צאצא, אח, אחות או הורה של בו הזוג". **גם אם בעל השליט עצמו, אין לו אינטרס בעסקה, אם למי שיש את ייפוי הכוח יש אינטרס מיוחד בעסקה הזו (יש לו נתח בחברה שאיתה נעשית העסקה), אז העסקה תיחשב כעסקה עם בעל עניין**. יש ניגוד עניינים כשגורם מצוי בעמדת השפעה.

1. **ס' 270(2)** – **תנאי כהונה של נושא משרה שאינו דירקטור.**

העסקה הזו תלויה באיזה סוג נושא משרה מדובר – יש חלוקה בין מי שהוא מנכ"ל לבין מי שהוא לא מנכ"ל.

* **מנכ"ל 🡨 אישור וועדת תגמולים, דירקטוריון ואסיפה**. **אפילו אם האסיפה לא מאשרת את תנאי כהונתך כמנכ"ל, בכל זאת ניתן לאשר אותם, אחרי שהיה דיון נוסף ואישור בוועדת התמלוגים והדירקטוריון**. זה מנגנון שבנוי על החקיקה בארה"ב, ומכונה say on pay – מקבלים פידבק מבעלי המניות, אבל הוא פידבק איננו מחייב. מה הפואנטה של מנגנון כזה? החלטה שהיא חשודה בפופוליזם – החלטה שרירותית שנובעת מהעלות של העסקת המנכ"ל ולא מהבנה של הערך שלו לחברה, הציעו מנגנון ביניים. זהו מנגנון שמאפשר לעקוף את בעלי המניות, שאם הם חשודים בפופוליזם, וועדת התמלוגים והדירקטוריון תוכל לדון בכך ולאשר. דירקטורים לא כ"כ מהר ילכו נגד הרוב של בעלי המניות, הרי רוב בעלי המניות הוא זה שבוחר אותם אחר כך. רק אם אגע בוודאות שרוב בעלי המניות יבינו את ההחלטה שלי והיא איננה שערורייתית, רק במצב כזה אסכים לעצמי לבוא ולאשר את תנאי השכר של אותו המנכ"ל. רק במצבים מאוד קיצוניים בהם עלול להיגרם נזק לחברה ובעלי המניות יבינו את בטווח הארוך, ייצאו נגד עמדת בעלי המניות. מנגנון הזה שמושאל מארה"ב יש לו איזון מאוד מעניין ויצירתי.
* **נושא משרה אחר (סמנכ"לים)** 🡨 פיצול נוסף בחוק:

1. **מנוגד למדיניות התמלוגים** (מדיניות כללית לגבי השכר בחברה) **של החברה** 🡨 אותו מנגנון אישור כמו מנכ"ל – **אישור וועדת תגמולים, דירקטוריון ואסיפה.**
2. **לא מנוגד למדיניות התמלוגים של החברה** 🡨 **אישור של וועדת תגמולים ודירקטוריון, ללא אישור של האסיפה.**
3. **ס' 270(3) – תנאי כהונה של דירקטור.**

**מנגנון האישור – אישור דירקטוריון, וועדת ביקורת ואסיפה כללית. אין מנגנון שמאפשר לעקוף את האסיפה.**

**ס' 270(4) – עסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל השליטה (או שיש לו בה עניין אישי).**

הגדרנו עסקה חריגה לעיל. **מנגנון האישור – אישור משולש: אישור וועדת ביקורת, דירקטוריון ואסיפה כללית, אולם האסיפה צריכה להצביע ברוב בלתי נגוע בעניין אישי** (רוב מתוך האנשים שלא קשורים לבעל השליטה, ושלבעל השליטה אין עניין אישי בהם). בעסקה זו, **אם יש פחות משני אחוז שמתנגדים 🡨 אין צורך ברוב בלתי נגוע**.

1. **ס' 270(5) – הצעה פרטית מהותית.**

מהי הצעה פרטית? הנפקה לא דרך הבורסה אלא הנעשית בצורה פרטית. זה יקרה כשרוצים להנפיק לעובדים נניח. מהי הצעה פרטית מהותית? **כשניתנים 20% ומעלה, יש צורך באישור דירקטוריון ואסיפה כללית. ס' 270(5)(א) –**

הצעה פרטית אשר מתקיים בה אחד מאלה:

1. **ההצעה היא יותר מ20% הכלל המניות שלא דרך הבורסה –** בפועל לפני ההנפקה, שהתמורה, כולה או חלקה, אינה במזומן או בניירות ערך הרשומים למסחר בבורסה או שאינה בתנאי שוק, ואשר כתוצאה ממנה יגדלו החזקותיו של בעל מניה מהותי בניירות הערך של החברה, או כשתוצאה ממנה יהפוך אדם לבעל מניה מהותי לאחר ההנפקה (בחוק זה – צד מעוניין).
2. **בזכות ההצעה הפרטית הזו ניתן להפוך מישהו לבעל שליטה –** כתוצאה ממנה יהפוך אדם לבעל שליטה בחברה.

**מי מוגדר כבעל שליטה?**

היכולת לכוון את פעילותו של תאגיד, למעט יכולת הנובעת רק ממילוי תפקיד של דירקטור או משרה אחרת בתאגיד, וחזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי השליטה בתאגיד (**ס' 1 לחוק ניירות ערך**).

**ס' 268 – בעל שליטה:** "מי שמחזיק בעשרים וחמישה אחוזים או יותר מזכויות ההצעה באסיפה הכללית של החברה אם אין אדם אחר המחזיק בלמעלה מחמישים אחוזים מזכויות ההצעה בחברה; לעניין החזקה, ייראו שניים או יותר, המחזיקים בזכויות הצבעה בחברה ואשר לכל אחד מהם יש עניין אישי באישור אותה עסקה המובאת לאישור החברה, כמחזיקים יחד". אם כן, לעניין **ס' 270(4)**, **יש הגבלה קשיחה של 25%.** כמו כן, **אם יש שני גורמים להם יש עניין בעסקה, למרות שכל אחד מהם מחזיק פחות מ25%, הם ייחשבו כמחזיקים יחד** ויצטרכו את האישור המשולש. בנוסף, **שני גורמים עם הסכם הצבעה ייחשבו כמחזיקים יחד.**

**כל הסעיפים הללו של אישורי העסקאות חלים רק על חברות ציבוריות.** למה הם לא חלים על חברות פרטיות? החוק פחות מרגיש מחויב להתערב בספרה הפרטית, כשמדובר בבעלי מניות יותר מתוחכמים. בחברה ציבורית **יש צורך להגן על קהל המשקיעים הלא מתוחכמים**.

מה אפשר לעשות בשביל לעקוף את האישור המשולש? בתור חברה ציבורית, אני יכול להקים חברה בת פרטית (החברה הציבורית מחזיקה 100 אחוז מהחברה הפרטית, בעל השליטה שולט לחלוטין בחברה הפרטית). במקום למכור נכס לחברה הציבורית, אני מוכר נכס לחברה הפרטית שמוחזקת על ידי החברה הציבורית. מבחינת בעל השליטה זה לא משנה, האינטרס שלו ממומש. עמדתה של הרשות לניירות ערך היא שהיא מחילה את כל החוק לגבי חברה פרטית כאשר היא נשלטת על ידי חברה ציבורית. **כל ההוראות האלה חלות לא רק על הוראות ציבוריות, אלא גם על חברה פרטית שנשלטת על ידי חברה ציבורית.** לכן, ההתחכמות הזו כמעט ונטולת משמעות. כל הרעיון של חברה כלולה, מזכיר את דבריו של **הש' ברק** ב**פס"ד ישקר**.

**מה היא "עסקה? מהו "עניין אישי"?**

* **פס"ד ליפשס נ' ערד:** ערד היא חברת אם ומלם היא חברת בת. במלם רצו לאשר את מינויו של אייזנברג כמנכ״ל בנוסף להטבות ולתנאים שלו. במלם ביצעו הצבעה באישור משולש כאשר אייזנברג והחברות שברשותו לא הצביעו בהצבעה. ברירת המחדל היא שהדירקטוריון יקבל את ההחלטה איך להצביע. הטענה המרכזית של ליפשס הייתה שבנוסף על האישור המשולש במלם היה צורך גם באישור משולש בתוך ערד (אישור משולש בהצבעה כיצד להצביע במלם) מאחר ואייזנברג הוא גם בעל שליטה בערד. הטענה המרכזית מנגד הייתה שלא מדובר בעסקה ולכן אין צורך באישור המשולש. השאלה המשפטית- האם ההחלטה איך להצביע בחברת בת נחשבת כעסקה? ביהמ"ש פסק **החלטה כיצד להצביע היא החלטה משפטית ולא עסקה ולכן אין צורך בתנאים של סעיף 270(4).** עם זאת, ביהמ״ש אומר כי יש צורך באישור מקרב המיעוט במלם. אפשרות אחרת היא כי ההחלטה בערד צריכה להתקבל בפרוצדורה של ה"אישור המשולש", וכי לאחר מכן, ערד לא תחשב עוד כבעלת ענין אישי, שאינה יכולה להשתתף במניין קולות המיעוט הבלתי תלוי במלם. מדוע העדיף ביהמ״ש שלא להעדיף את האופציה הזו? יתכן ולמיעוט בערד יכול להיות אינטרס זהה לזה של אייזנברג (משכורת גבוה יותר במלם ולא בערד). לכן, עדיף שהאישור המשולש יתקיים במלם ולא בערד. הפס"ד מראה שהחלטה איך להצביע בחברת אם לגבי חברת בת לא נחשבת עסקה חריגה.
* אם העסקה נעשית ללא מנגנון האישור הנדרש, לא יהיה תוקף כלפי החברה ונושא המשרה/ בעל השליטה (**ס' 280**). מה קורה לגבי צדדים שלישיים? אם ידע או היה עליו לדעת על העניין האישי, העסקה חסרת תוקף (**ס' 280(ב)**). מה אם גורם לא גילה לגבי העניין שלו בעסקה? חברה יכולה לבטל או לתבוע פיצוי בלי לבטל (**ס' 281**).

**האם ניתן לתבוע על הפרת חובת אמון/ הגינות גם אם עסקה עברה אישור כנדרש?**

לדוגמה, הייתה עסקה עם בעל שליטה **שעברה את האישור הנדרש** (מנגנון האישור נדרש כאשר יש ניגוד עניינים), אבל בעל מניות המיעוט טוען שהעסקה רעה לחברה, האם עדיין ניתן לתבוע על הפרה? זו שאלה משמעותית בין שתי צורות של כללים משפטיים: כללי אחריות וכללי קניין. הכללים הללו נועדו להגן על זכויות משפטיות. **כלל קניין** מגיע לפני המעשה, ונותן למי שיש את הזכות אפשרות למנוע מראש, לפני מעשה, את הפגיעה בזכות. **כלל אחריות** נותן לבעל הזכות, אם נפגעה זכותו, את היכולת לתבוע פיצוי לאחר מעשה. מהם היתרונות של כלל האחריות ומהם היתרונות של כלל הקניין?

* **יתרונות בכלל קניין** – מאפשר להגיע להסכם מראש, הוא לא מונע בהכרח טרנסאקציות יעילות. אם יש פעילות ששווה יותר מהזכות, תהיה צריך לקנות את הזכות.
* **יתרונות בכלל אחריות** – הוא מונע הרבה פעולות שיכול להיות שמבחינת ניתוח כלכלי אני אוכל לגרום נזק ולפגוע למישהו בזכות, אבל יכול להיות שערך הפעולה גבוה יותר מהפגיעה, ולכן כדאי לאפשר את הפעולה הזו, כי הערך שלה גבוהה יותר.
* מה היתרון בסופו של דבר בכלל האחריות על פני כלל הקניין? אמנם ניתן לעשות מו"מ לגבי כלל הקניין, אבל זה הרבה יותר קשה כי יש גורם עם זכות וטו. כלל האחריות יגרום למצב של תוצאה יעילה לכאורה – אם יש פעילות ששווה יותר, זה בסדר שהפוגע ישלם את הפיצוי והפגיעה. מבחינת ההגנה על בעל הזכות, כלל קניין יותר חזק מכלל אחריות. אם אני רוצה לדעת בוודאות שהערך שלי לא ייפגע, זה רק באמצעות כלל קניין. כלל אחריות יכול להביא לפיצוי על הפגיעה בזכות שהוא קטן בערכו מהזכות עצמה, כי ביהמ"ש לא ידע להעריך בוודאות נכונה את הערך. אם כן, **היתרון בכלל קניין הוא שאם אני רוצה בוודאות שהערך של הזכות שיש לי לא תיפגע, אני אבחר בכלל קניין. כלל אחריות יכול לפגוע בזכות בגלל שביהמ"ש לא ידע להעריך עד הסוף את ערך הזכות.**
* בהליך האישור לעסקאות יש לנו כללי קניין, כי צריך אישור מגורם כלשהו בחברה מראש. אחרי שיש כלל קניין שנותן הגנה מאוד חזקה לבעל הזכות, לאפשר תביעה בנוסף לזה, זה בעייתי – זה בעצם מהווה הגנה כפולה על הזכות, כשכבר יש כלל אחד שמספק הגנה מאוד חזקה. לכן, בנוסף על כללי הקניין, אם להטיל גם עוד כלל אחריות? כלל האחריות הרבה יותר יקר מכלל הקניין (בתי המשפט, תביעות, מומחים וכו'). לרוב, למרות שזכויות משפטיות חשובות, לעגן את ההגנה בעוד כלל אחריות, ולשאת בכל ההוצאות הכרוכות בכלל זה מבלי שההגנה הנוספת מאוד משמעותית לבעל הקניין, זה לא עושה שכל (כלל קניין ועל גביו עוד כלל אחריות).
* **בעיית האדישות הרציונלית יכולה להחליש את ההסכמה שהתקבלה במסגרת כלל הקניין.** כשיש הרבה בעלי מניות וכל אחד צריך לאשר או לא, לא שווה להם להשקיע יותר מדי בשאלה האם לאשר או לא (הם סומכים על האחרים). ניתנת להם אמנם ההגנה הכי חזקה, אבל בחברה ציבורית למרות שכלל הקניין יותר חזק, יש להיות יותר חשדן. בנוסף לאישור וכשכל המידע נמסר, יגיע בעל מניות ויאמר שהעסקה לא טובה לחברה, ויוכל לתבוע את הדירקטורים על שקידמו את העסקה. לכן, בדיני חברות שמים את כלל האחריות מעל כלל הקניין זאת על רקע החולשה של ההסכמה, בפרט כשמצטרפת בעיית הנציג.
* **פס"ד נצבא:** נצבא הייתה חברה של אגד. חברי אגד קיבלו מניה בנצבא, אבל הם יכלו למכור אותה רק לחברי אגד אחרים (אגד רצתה שנצבא תנוהל רק על ידי אנשיה). נהגים שפורשים מאגד רוצים פנסיה. אין לאגד כספים נזילים לתת להם, ולכן מאפשרים להם למכור את המניות שלהם – עשו כאן עסקת מיזוג – מי שקנה את נצבא הייתה חברת בת של אגד, שקנתה את המניות של אגד מחברי אגד. דירקטורים של אגד הם עצמם גם חברי אגד וגם בעלי מניות אגד. יש כאן חברים שנמצאים בשני צידי העסקה –מדובר בעסקה של בעלי עניין. מי בסוף אישר את העסקה? על אף שהדירקטוריון היה בשני צדדי העסקה, הייתה ציפייה שהאישור ינטרל את הניגוד עניינים. ההחלטה עברה ברוב גדול של בעלי המניות. מעבר לעסקה בניגוד עניינים עלתה טענה של חוסר שוויון, קיפוח. אפשרו את מכירת חברי אגד אבל על ידי חלוקה שלהם לקבוצות – בכל שנתיים תהיה אפשרות רק לחלק מהקבוצות למכור את המניה שלהם, ויתר החברים יהיו צריכים לחכות. אם הם מקבלים את אותו סכום ומחכים, הם מפסידים בשל ערך הזמן של הכסף. בשביל לפתור את בעיית האינפלציה וערך הזמן של הכסף, המחיר יעלה בכל שנה ב2.4%. הבעייתיות היא שזה מחליף ריבית בבנק, זה בקושי מכסה את האינפלציה. הקבוצות המאוחרות תבעו על קיפוח בעלי מניות – ניתנה תמורה לא שווה.
* **הש' נאור** **קובעת שכלל הקניין מייתר את הצורך בכלל האחריות** – אם הגורם עצמו מאשר, אין מה לאפשר אחרי האישור לבעלי המניות לתבוע על זה שבעצם התמורה לא הייתה הוגנת. אם ניתן אישור, ביהמ"ש לא יבחן לעומק. לגבי עילת הקיפוח, היא אומרת **שגם אם יש תמורה לא שווה, עדיין יכול להתקיים השוויון המהותי** – גם חלוקה שהיא לכאורה לא שוויונית, בנסיבות מסוימות, היא תקיים את השוויון המהותי (כמו במקרה דנן – הצורך בפנסיה). דעת הרוב בנצבא מצדיקה את זה שבעלי המניות יקבלו תמורה קצת שונה במקרים מסוימים. השופטת אומרת שגם אם היה קיפוח, לא צריך את הסעד הדרסטי של ביטול. ביהמ"ש יכול לשנות את התקנון במקום לבטל וזה פותר את הבעיה. דעת המיעוט של **הש' בר**ק היא שיש להפעיל את מבחן **כלל ההגינות המלאה** במקרה כזה, בדומה למשפט האמריקאי. ברק לא מקבל את טענת הש' נאור לגבי הקיפוח.
* **השורה התחתונה מנצבא** – דעת הרוב אומרת שאם יש כלל קניין, אין מה לאפשר כלל אחריות, גם במצבים חריגים. דעת המיעוט של **ברק** הולכת לכיוון שגם אם יש הגנה קניינית, יש מקום לאפשר בנוסף עליה הגנה של כלל האחריות.
* באופן כללי, אם יש עסקה שנעשתה תוך ניגוד עניינים, מה המבחן של הביקורת השיפוטית? כלל ההגינות המלאה. **לכלל ההגינות המלאה יש שני מרכיבים אותם הנתבע צריך להוכיח:**

1. **הגינות פרוצדורלית** – יש להראות שעשית פרוצדורה מושלמת.
2. **הגינות סובסטנטיבית (המחיר האופטימלי)** – יש להראות שהמחיר, למרות ניגוד העניינים, היה המחיר הטוב ביותר לעסקה. מבחן מאוד חמור. יש להראות שזו הייתה העסקה המיטבית עבור החברה ולא רק להראות שהיא נמצאת באיזה מתחם סבירות.

* מתי מטילים את כלל זה? כשיש ניגוד עניינים ברור, ובסוף יש תביעה שמאפשרים אותה, אז מדובר בהחלת כלל זה. אך לא בכל מצב של ניגוד עניינים, זה לא בהכרח נכון לבוא ולאפשר את התביעה (כמו ב**נצבא**). אם היינו הולכים עם **ברק** בנצבא, ומאפשרים תביעה על ניגוד עניינים, היינו מחילים את מבחן ההגינות המלאה. אם אין סיבה לתבוע משפטית, כי יש את כלל הקניין שהוא חלופה לביקורת השיפוטית.
* **פס"ד אלסינט: עמדת המיעוט של ברק בנצבא מאומצת בעמדת רוב.** **הש' בייניש** אומרת שפרוצדורה לחוד ונטל ההוכחה לחוד. זה שאתה מחזיק בכלל קניין, זה לא אומר שענית על נטל ההוכחה שלך בתביעה המשפטית. **כלל קניין לא בהכרח מנטרל לגמרי ומונע את האפשרות לתביעה משפטית, כך שנטל ההוכחה עדיין יושת על הנתבע בהתאם לכלל ההגינות המלאה**.
* **פס"ד מכתשים אגן:** עסקה מאוד גדולה עם חברה סינית (קמצ'יינה). מכתשים אגן הייתה חברה שנסחרה בבורסה, וקמצ'יינה רוצה להפוך אותה לפרטית. עסקאות going private. חברת כלל היא בעלת השליטה במכתשים אגן, המחזיקה ב47%. אחד מתנאי העסקה היו שכלל תעביר את חלק מהמניות שלה לקמצ'יינה עם כל בעלי המניות האחרים (נעשה בצורה של מיזוג). מה שקורה הוא שכלל, נותנת לקמצ'יינה כמה אחוזים (7%), וזה הופך את קמצ'יינה לבעלת שליטה בעקבות המיזוג בחברה שפעם הייתה מכתשים אגן אבל התמזגה לחברה הסינית. זה מה שהחברה הסינית רצתה – להיות בעלת שליטה.
* הנקודה בעסקה הזו זו תמורת המניות – כלל קיבלה תמורה לעסקה שלה בנוסף על המניות, גם הלוואת non-recourse –כלל מקבלת תמורה נוספת למניות, חוץ מזה שהיא קיבלה מחיר מעל המניה הנסחרת בבורסה. קמצ'יינה גם מביאה לה הלוואת נון ריקורס – עליה ניתן לגבות מהמניות של ה40%. מזה קמצ'יינה תוכל להיפרע. בכך שיוחזרו ה40% מניות, נסגרה ההלוואה. בעצם ההלוואה הזו נתנה בפועל לכלל אופציה שכלל קיבלה אותה בחינם – כשהם יצטרכו להחזיר את ההלוואה, הם יוכלו לבחור באחת משתי אפשרויות. כשיגיע מועד ההחזר – לבחור בין להחזיר את המניות או לשלם את ההלוואה. זה משמעותי להם כי אם מחיר המניה יורד, עדיף להם להחזיר את המניות. לעומת זאת, אם מחיר המניה יעלה שווה להם יותר להחזיר את הכסף.
* עילת התביעה של בעלי המניות היא קיפוח, כי בסופו של דבר כלל מכרה 7% של מניות. הטענה היא שהיא לא באמת מכרה את השליטה, הם נתנו תמורה שהם חילקו בצורה לא שוויונית לבעלי המניות. התמורה שניתנה היא לא כמו פרמיית שליטה רגילה שמוכרים את כל דבוקת השליטה ולכן המכירה כאן היא מכירה שמקפחת את בעלי המניות האחרים, כי הם קיבלו מחיר מעל השוק אבל יכלו לקבל יותר אם ה960 מיליון דולר האלה היו מתחלקים בין כולם. כשהעבירו את העסקה הזו קיים ניגוד עניינים, ואם היה ניגוד עניינים היה צריך כאן אישור אסיפה. עולה פה השאלה כמו שעלתה ב**נצבא** ו**אלסינט**. **השופטת אומרת שבמיוחד בעסקאות כאלה שהן הכי נגועות, וקיים חשש הכי כבד של קידום אינטרסים, לא נסתפק רק בכלל קניין ונאפשר לבעלי המניות לתבוע גם על ידי כלל אחריות.** למה בכלל שקמצ'יינה יתנו לכלל הלוואת נון-ריקורס? הם נתנו תמורה לכלל כדי שכלל יסכימו לעסקה הזו, הם רצו לפנות לגורם עם הכוח להחליט ולתת לו קצת יותר כדי לפתות אותו להסכים.

**הלכת MFW:**

* אנו רואים כאן מגמה שאומרת שרק בעסקאות בעייתיות נאפשר את כלל האחריות. מה יכול לצאת מזה שמוסיפים כלל אחריות לעסקאות מהסוג של קמצ'יינה? אי ודאות. יכול להיות שאוציא המון כספים, ובסוף יבטלו את העסקה או שיקפחו אותי ואצטרך לשלם יותר. ולכן, כלל האחריות מצנן עסקאות. ישנן הרבה עסקאות עם בעלי עניין שהן עסקאות טובות שהיינו רוצים שיצאו לפועל, כמו מעבר לחברה פרטית כך נחסכות עלויות הגילוי, מגדיל את העוגה המצרפית.
* בארה"ב, **בהלכת KHAN** נקבע שאם ממלאים אחד משני התנאים הללו: **1.** **רוב של מיעוט המאשר את העסקה 2. ניהול מו"מ על ידי וועדה בלתי תלויה**, אז **נטל ההוכחה מתהפך** – האחריות מוטלת על התובע. אם עומדים באחד התנאים הללו, למרות שזו עסקה עם ניגוד עניינים, נטל ההוכחה מתהפך. **בארץ, ההלכה הזו לא כל כך רלוונטית**.
* **ההלכה שרלוונטית לארץ היא הלכתMFW** - **כאשר מתקיימים שני התנאים יחדיו (וועדה בלתי תלויה + אישור רוב מקרב המיעוט), העסקה תהנה מחסינות כלל שיקול הדעת העסקי.** ניהול משא ומתן באמצעות וועדה בלתי תלויה ואישור העסקה בידי רוב מקרב המיעוט, מחסנים כמעט לחלוטין מביקורת שיפוטית.
* מנגנון הוועדה הבלתי תלויה אומץ בישראל. ביהמ"ש פסק ב**עניין מכתשים אגן** כי וועדה בלתי תלויה, המורכבת מדירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים, נועדה לנהל מו"מ מול בעל השליטה, ולהבטיח כי העסקה איתו תהיה לטובת החברה. זאת, כצעד משלים לאישור המשולש הנדרש לפי חוק החברות, הכולל את אישור וועדת הביקורת, הדירקטוריון ובעלי המניות – כולל רוב מבעלי המניות שאין להם עניין אישי בעסקה. הוועדה הבלתי תלויה אף עשויה להסתייע ביועצים ובמומחים חיצוניים.

מעמד הלכת MFW בארץ:

אין אימוץ מלא של MFW, אבל יש להלכה זו משקל, לא בוודאות של מאה אחוז כמו בארה"ב. **האם ביהמ"ש צריך לבחון את אפקטיביות הוועדה הבלתי תלויה?** יש שתי אופציות:

1. **בחינה סטטית** – לראות את מבנה הוועדה. לראות שהגורמים בלתי תלויים וכו'. אם רואים שכולם היו נקיים, זה מצוין.
2. **בחינה דינאמית** – בשביל להנות מהחסינות, צריך לבדוק שבפועל הוועדה קידמה את המו"מ בצורה אפקטיבית. זו העמדה של **חנס וחמדני** – כשבודקים את חברת הייעוץ לא מספיק לבדוק שהיא עצמאית, אלא יש לבחון גם את אופן ההתנהלות שלה ואת השיקולים שהיא שוקלת. הבחינה הדינמית גורמת לכך שבתי המשפט נכנסים דרך הדלת האחורית, שיבחנו אם ההליך היה נטול פנים.

מה בוחנים בהתנהלות הוועדה?

* **הרכב** – מבחינה אופטימלית, השאיפה היא שכל חברי הוועדה יהיו בלתי תלויים, אבל גם אם יש רוב זה מספיק.
* **שכירת יועצים באופן עצמאי** – הגורם המייעץ צריך להיות שונה מחברת הייעוץ של החברה. מאחר ובעלי המניות/ חברת האם הם שחקן חוזר, ישנו חשש שיהיה לחברת הייעוץ אינטרס לרצות אותם. מבחינת הוועדה הבלתי תלויה, זו עסקה חד פעמית. חברת הייעוץ לא תרצה לסכן את החוזה עם הגורם הגדול והחזק, לעומת גורם אד הוקי (נקודתי יותר).
* ב**פס"ד עצמון דובר על המכלול** – בעיות שבאופן עצמאי לא עלו לכדי פגם. **השופטת רונן** אומרת שאמנם אין משהו שלכשעצמו עולה לכדי פגם, אבל מבחינת המכלול, יחד עם הדברים האחרים, יש כאן משהו שלא יאפשר ליישם את הלכת MFW.
* **בחינת חלופות** – יש שני מודלים לבחון חלופות. הרבה פעמים צריך, בצורה אקטיבית, to go shop על הוועדה לגשת בצורה פרו-אקטיבית ולבדוק האם ישנו גורם אחר שיכול לתת ערך מוסף, לאתר שחקן אחר בשוק שהיה מציע מחיר גבוה יותר. זה רף מאוד גבוה מבחינת חלופות. כמובן שאם הוועדה כלל לא מסתכלת על החלופות, ברור שזה פגם. אבל המבחן היותר מחמיר, שכרגע לא ברור שהוא נדרש (כעת נראה שלא, אולם אין הלכה ברורה), הוא לבוא ולנסות לקבל את המחיר המקסימלי על ידי יוזמה אקטיבית לחיפוש שחקנים שהיו מציעים מחיר גבוה יותר. (ראשון לחפש מתוך המציאים והשנייה לפנות לחברות באופן עצמי ולהציע)
* **שמירה על סודיות (בעיקר לגבי חו"ד כלכלית)** –חוות הדעת הכלכלית מתייחסת לערך החברה. אם אני יודע מה המחיר שבו תהיה מוכן למכור את החברה, אציע לך את המחיר הזה, למרות שיכול להיות שהייתי יכול להציע יותר אם לא הייתי מודע לאותו מחיר.השמירה על הסודיות קריטית כדי למקסם עבור החברה/ בעלי המניות את הערך שבעלי המניות יקבלו.
* **העברת מידע מהחברה** –הוועדה חייבת לקבל מידע מדויק מהחברה. אחד הרכיבים שצריך לבדוק בהתנהלות הוועדה הוא האם החברה שחררה לוועדה את מלוא האינפורמציה שהיא הייתה צריכה וביקשה או לא. בוועדה הבלתי תלויה חשובה השקיפות – כך שהוועדה ייצגה את בעלי המניות ולא את האינטרסים של בעל השליטה בחברה.
* ב**פס"ד עצמון**- מדובר על עסקת מכירה של חברה אוסם לתאגיד המזון הענקי נסטלה. עסקה זו היא עסקה עם בעלי עניין הנגועה באופן מובהק בניגוד עניינים מצידה של נסטלה שהיא בעלת השליטה באוסם. החשש בעסקאות כאלה הוא שמי שמופקד על קבלת ההחלטות בחברה ינצל את כוחו ומעמדו כדי להרוויח על חשבון החברה ובעלי מניותיה. כדי למזער סכנה זו, כפופה עסקה של חברה ציבורית עם בעל שליטה לאישור משולש: של וועדת הביקורת, הדירקטוריון והאספה הכללית, תוך שנדרש רוב של בעלי מניות המיעוט. בנוסף, את התנאים לעסקה קובעת הוועדה הבלתי תלויה שמורכבת מחברי דירקטוריון חיצוניים ובלתי תלויים.
* **השופטת רות רונן** אמרה שלמרות שיש וועדה בלתי תלויה, היא הולכת לבחון את המחיר. היא לא הסתפקה בשילוב הזה שבין האישור המשולש פלוס הוועדה הבלתי תלויה, ובדקה את המחיר לגופו. זאת, לאחר שמצאה לא מעט פגמים בעבודת הוועדה. למשל, הוועדה שינתה טיוטות של פרוטוקולים ללא הסבר מניח את הדעת, לא תיעדה חלק מהפגישות, וקיימה פגישה עם בא כוחה של נסטלה. לאור הפגמים הגיעה **רונן** למסקנה ש"לא ניתן לתת אמון מלא בהליך. היא אומרת שנכון שעקרונית, כשיש עסקה עם בעל עניין אז האופציות הן או כלל ההגינות המלאה או וועדה בלתי תלויה הנותנת חסינות כאילו זה כלל שיקול הדעת העסקי – או שאתה חסין או שיש עליך חובת הוכחה גבוהה כי אתה בניגוד עניינים. יש וועדה, אבל יש פגם מסוים – ולכן לא תהנה מהחסינות של הוועדה הבלתי תלויה. כלל ההגינות המלאה חל, חובת הוכחה מאוד גבוהה על בעל השליטה.
* **השופטת רונן** יוצרת **סטנדרט ביניים** – **"כלל הבחינה המוגברת" המצוי בתווך בין הכלל המקל (על הדירקטורים) של "שיקול הדעת העסקי" לבין הכלל המחמיר של "ההוגנות המלאה"**. הגנת שיקול הדעת העסקי מחסנת את הדירקטורים מתביעות כאשר ההחלטה התקבלה בתום לב, שלא בניגוד עניינים ותוך שקילת כל המידע הרלוונטי. הכלל אומץ ב**פרשת בזק** (תחילה על ידי **השופט חאלד כבוב** ואז בעליון בפסק דינו של **השופט עמית**). אל מול הסטנדרט המקל הזה, החילה **השופטת קרת** ב**פרשת מכתשים** **אגן** סטנדרט הרבה יותר מחמיר של ביקורת שיפוטית – "כלל ההוגנות המלאה". ההחמרה דרושה למקרים בהם הוועדה הבלתי תלויה הפרה את חובת האמון שהיא חבה כלפי בעלי מניות המיעוט.
* נקבעה חלופת ביניים: **"כלל הבחינה המוגברת" למקרים שבהם הוכחו פגמים בעבודת הוועדה הבלתי תלויה, אבל כאלה שלא עולים לכדי הפרת חובת אמון, או פגיעה של ממש בעצמאותה**. **השופטת רונן** החילה את כלל הביניים הזה כשפירשה את הפגמים כמחייבים את בדיקת הוגנות המחיר. השופטת נקטה כך משום שהייתה וועדה בלתי תלויה, לא היו פגמים, אבל היו כמה וכמה בעיות, שאולי אף אחת מהן לא עלתה לכדי פגם, אבל הן היו קיימות. כשחברה עושה הערכת שווי, הדבר הקלאסי שלשמו אתה לוקח מעריכי שווי, הוא תזרים מהוון. המטרה היא להגיע לערך הנכון של שווי החברה. כפי שלמדנו בזמנו, יש שתי דרכים להעריך שווי – DCF או BOOK VALUE. הרכיב החשוב שממנו יושפע הDCF הסופי הוא **פרמיית סיכון**, זה אחד מהדברים שצריך לקחת בחשבון. חוץ מערך הזמן של הכסף, יש להוריד את שיעור המזומנים שאתה צופה בפרמיית סיכון – יש סיכון שהחברה לא תהיה רווחית כמו שצופים ועוד משתנים. בפס"ד זה מעריכי השווי אמרו שפרמיית הסיכון היא 1.3 אחוז (זה מצטבר ולכן זה המון). אולם בסופו של דבר, חברת הערכת השווי קבעה פרמיית סיכון של 1.6. הביקורת של **השופטת רונן** הייתה שתפקיד הוועדה, אם היא רואה שינוי שכזה, גם אם הוא רק 0.3, אבל מבחינת הערך נוצר שינוי של עשרות ואף מאות מיליוני שקלים, אז היא כוועדה צריכה לבקש הסבר למה זה קרה, מה הסיבה לשינוי. זה מראה כמה הרכיב של פרמיית הסיכון קריטי, זה רכיב שמאוד חשוב להערכת השווי.
* מה העליון קבע לגבי המבחנים של **השופטת רונן**? סבר שהפגמים אינם מצדיקים את הפעלת סטנדרט הביניים. לשיטתה של **השופטת ברון** בעליון, השילוב של האישור המשולש והוועדה והבלתי תלויה מחיל על הדירקטורים את הגנת שיקול הדעת העסקי. אם כן, העליון דחה את ההחלה של הסטטוס החלקי של כלל שיקול הדעת העסקי המוגבר, ואת הרעיון של להסתכל על כמה חסרונות חלקיים. **אם יש דברים שלא עלו לכדי פגם אבל נתייחס אליהם כבעיות, נחזור למגרש החוסר וודאות שזה היה היתרון הגדול שרצינו להשיג באמצעות הוועדה הבלתי תלויה**. העליון עושה כאן מהלך חשוב כנגד חוסר הוודאות, הוא מנסה לומר שאנחנו יותר מדי מפספסים את הערך של הוועדה הבלתי תלויה. העליון דחה במקרה הקונקרטי את המבחנים, אבל באוביטר לא שלל שמבחן הביניים יחול על פגמים לא מהותיים בעבודה של הוועדה.

**ביקורת שיפוטית של הצעות רכש:**

הנושא של הצעות רכש דומה לנושא של עסקאות עם בעלי עניין. אז נכון שגם בהצעות רכש אחת הבעיות היא ניגוד עניינים. גם בהצעת רכש מלאה וגם בהצעת רכש מיוחדת יש חשש מסוים לניגודי אינטרסים, אבל **הדמיון העיקרי הוא שאלה שני סוגים של הליכי אישור שנועדו להתמודד עם עסקאות בעלי עניין, סוג הפתרון שלהם הוא כלל קנייני.**

מה היחס בין השניים? **כבירי נ' אי.די.בי:**

* דרך המלך לעשות going private היא שנגיד בעל השליטה מחזיק 60%, אז הוא קונה את ה40% מבעלי מניות המיעוט והופך להיות כזה שמחזיק במאה אחוז. בעלי המניות האחרים מחזיקים בארבעים אחוז, ובהליך הצעת הרכש המלאה, הוא כופה את מכירת הארבעים אחוז אליו. זו עסקה בין בעל השליטה לבין בעלי המניות האחרים, שדרך הצעת הרכש המלאה, הוא כופה את המכירה.
* יש אלטרנטיבה להליך ה going private–החברה יכולה לרכוש את המניות שלה עצמה מבעלי המניות. מה התוצאה הכלכלית? בעל השליטה מחזיק עכשיו בסך של 100% מניות. כשהחברה קונה את אותן המניות הן בעצם נהיות 'מניות רדומות', אבל בעל השליטה נחשב למחזיק של מאה אחוז. **התוצאה הכלכלית של שני ההליכים הללו דומה**
* בפס"ד זה היה בעל שליטה שהיה צריך לקנות עוד 12.8% ממניות החברה, אבל הוא עשה כן באמצעות החלופה השנייה, דרך החברה. גם כאן היה משא ומתן, היה צריך רוב של בעלי מניות שלא קשורים לבעל השליטה שיסכימו. זה הגיע לזה שצריך שפחות מחמישה אחוזים יסרבו. התנגדו רק ארבעה, ולכן לכאורה העסקה עברה. אחד מבעלי המניות בא וטוען שהמחיר הזה מתחת לשווי ההוגן, והיו לו כמה אינדיקציות לזה. הנקודה החשובה כאן היא שחוץ מהצעת הרכש המלאה, יש בעיה הנוספת של ניגוד עניינים, ולכן צריך אישור משולש. בגלל שיש כאן עסקה חריגה, יש צורך באישור משולש.
* מה ההבדל בין האישור המשולש להצעת רכש מלאה? **פיקוח ואישור של הדירקטוריון.** בהצעת רכש מלאה צריך שהדירקטוריון יחווה את דעתו אבל ללא צורך במתן אישור, הצורך באישור הוא רק בעסקאות עם בעלי עניין. לכן, אותו בעל מניות טען שבפועל לא היה את כלל הקניין שהיה אמור להגן על בעלי המניות – היה צריך גם את אישור הדירקטוריון.
* עקרונית, ביהמ"ש אומר שיש כאן הסדר ספציפי שגובר על הסדר כללי –**הסדר ספציפי של הצעת רכש מלאה גובר על עסקאות עם בעלי עניין כלליות יותר**. **אבל, כאן ביהמ"ש אמר שהסדר זה גובר רק כאשר בעל השליטה רוכש שליטה**. נכון שמבחינה כלכלית התוצאה היא אותה תוצאה, אבל מבחינת הטרנסאקציה, יש הבדל משפטי אם זה עסקה של בעל השליטה או לא. **בעסקאות מהסוג הזה, כשהשליטה נרכשת על ידי החברה, יש צורך באישור הנדרש לעסקאות עם בעלי עניין**. **ס' 337 (הצעת רכש מלאה) יחול רק על הליך בו בעל השליטה קונה שליטה מלאה מבעלי המניות**. לא נחיל את הדרישות הכלליות של עסקאות עם בעל עניין כשיש הסדר ספציפי, אבל אם זו רכישה מהחברה, היא לא נפטרת מההסדר הכללי ולכן מצריכה אישור דירקטוריון, אשר הם לרוב הנציגים של בעל השליטה.
* מנגנון אישור הצעת רכש מלאה הוא מחמיר יותר ואף מקל יותר ביחס למנגנון אישור עסקאות בעל עניין. בשניהם צריך רוב מקרב המיעוט. בעסקאות עם בעלי עניין, יש צורך באישור דירקטוריון. מצד שני יש בהצעת רכש מלאה יש צורך בהסכמת כללית של בעלי המניות, חייב רוב אבסולוטי שיסכימו. לכן לכל הליך יש יתרון אחר. בכבירי אמרו שלכאורה צריך את שניהם, אבל עקרונית בגלל ההסדר הספציפי אין צורך להחיל את החומרה של ההסדר הכללי. במננגנון המשולש, יש צורך ברוב יחסי ולא ברוב אבסולוטי.
* **פס"ד מגן נ' אוליצקי:** עוסק בהצעת רכש מלאה כאשר המבקש טוען למחיר לא הוגן. גם לאחר שכלל הקניין עובד, עדיין יש זכות לבעל המניות לתבוע סעד הערכה. היו לאותו בעל מניות מספר ביסוסים לכך – המחיר הגבוה שניתן עבור המניות בעבר, העובדה שלא הוזמנה חוות דעת כלכלית לפני קביעת המחיר אלא רק לאחריו, השווי הפנקסוני של החברה וכו'.
* **השופטת מיכל אגמון גונן** היא לא מסתכלת רק על עצם הרוב, אלא גם על השחקנים המקצועיים – **מי מרכיב את הרוב?** אם הרוב כולל גם את השחקנים המוסדיים, זה יחזק את המחיר. זה אלמנט שנותן משקל כנגד התביעה של סעד הערכה.
* **השופטת אגמון גונן אומרת שאחת האינדיקציות לבדיקת המחיר זה לבוא ולהסתכל מי הרוב שהצביעו**. היא אומרת שבמקרה הזה יש שני סוגים של שחקנים מקצועיים – המוסדיים (עליהם יש רגולציה), ושחקנים פיננסיים (קרנות גדולות, גופים מאוד מקצועיים אבל שלא מוטלת עליהם רגולציה). לשחקנים הפיננסיים היא לא נותנת את אותו משקל של המוסדיים. היא אומרת שיש עליהם פחות רגולציה, אבל למה? כי למוסדיים יש בעיות נציג, בגלל שזה לא כסף שלהם, הם ישקיעו פחות משחקן שזה ממש הכסף שלו.
* יש בעיה עם העדפתה של המוסדיים על פני שחקנים אחרים. אמנם אכן מוטלת רגולציה על מנת לנטרל את בעיית הנציג, אולם זה איננו פתרון הרמטי. לכן, ייתכן ועדיף להעדיף דווקא את השחקנים שכלל לא מצויה אצלם הבעיה הזו. **הלכת מגן שאומרת שכאשר בוחנים תביעה על סעד הערכה, יש להסתכל גם על מי הצביע**.

**מיזוגים**

מיזוג זה תהליך בו שתי חברות הופכות לחברה אחת. **מיזוג סטנדרטי מצריך אישור של הדירקטוריון ואסיפה של כל החברות המתמזגות (ס' 314).** במיזוגים, כשמדברים על שתי חברות, לרוב נשארת רק אחת. החברה הנרכשת ומתמזגת לחברה האחרת נקראת **חברת המטרה/ חברת היעד**. **בכל מיזוג יש שני מרכיבים של מיזוג: נכסי והוני**. המישור הנכסי: הרכיב של הנכסים של החברות – לאיזו חברה עוברים איזה נכסים; המישור ההוני: מי הבעלים הפיננסי בסוף של כל הסיפור הזה.

**מיזוג רגיל:** יש לנו בעלי מניות של חברה א' (חברת היעד/ המטרה), ובעלי מניות של חברה ב' (חברה קולטת). במיזוג רגיל, חברה ב' מעבירה סכום כסף לבעלי המניות של חברה א', כדי שיאשרו להעביר את הנכסים של החברה הנרכשת א', לחברה הקולטת ב', כסף תמורת הנכסים/**שווה** **כסף** כמו מניות. עושים חברה אחת גדולה, ולבעלי המניות יהיו אחוזים בחברה החדשה שמוקמת.

**מיזוג הופכי:** במיזוג הופכי חברה ב' היא החברה הקולטת וחברת א' היא חברת היעד. חברה א' הולכת להיקלט לחברת ב'. מי הולך להיות הבעלים? בעלי מניות חברה א'. למה חברה א' היא לא הקולטת- סיבה ראשונה היא מוניטין, אבל השיקול המרכזי לרוב הוא **שיקולי מס** (הפסדים ששווים כסף יתאיידו). חברה א' נקלטת לחברה ב', ובמקביל משחררים כסף/שווה כסף (מניות) לבעלי המניות של חברה ב' שהיא החברה הקולטת, ואומרים להם שהם ייצאו מהסיפור ובמקום זאת, בעלי מניות א' ייכנסו. (חברה א' נמחקה, התמזגה לחברה ב') – **מגיעים לאותה תוצאה כמו במיזוג הרגיל, יש מיזוג, אבל יש הפרדה בין הכיוון שאליו נעו הנכסים והכיוון שעליו נע ההון ששולם**, **וכתוצאה מכך שוני במי שמחזיק בבעלות**. ההבדל בין המיזוג הרגיל למיזוג ההופכי – **הנכסים בשני המקרים נעו לאותו כיוון, השוני הוא רק ברכיב ההוני.** **במיזוג ההופכי, הנכסים נעים לכיוון אחד, אבל הבעלות נעה לכיוון ההפוך.**

* המיזוג הוא מאוד דומה לרכישה של חברה. אבל, במכר יש הגבלות: כשאני קונה מבעלי המניות את החברה, דיברנו על כך שיש הצעת רכש מלאה והצעת רכש מיוחדת – קונים את המניות מבעלי המניות הקיימים, אבל לא ניתן לקנות חופשי. במכר יש כל מיני דרישות – אם זה חברה שאין לה 25%, ואתה קונה 25%, אתה נדרש לאישור של הצעת רכש מיוחדת. הדרישה הייתה דו שלבית – הסכמה של רוב בעלי המניות למחיר שהוצע, והסכמה של חמישה אחוז לפחות שיסכימו למכור במחיר הזה. ראינו גם הצעת רכש מלאה, בה הדרישות יותר קשוחות. **בעסקאות מכירה, ברפים מסוימים של בעלות, יש צורך במנגנונים מיוחדים**.
* החברה הנקלטת נקלטת לחברה עם בעל שליטה – מצב של חברה מבוזרת, ועכשיו כל הנכסים הללו יהיה תחת בעל שליטה. האם במצבים הללו, כשמגיעים לתוצאה דומה להצעות רכש, יש צורך בהיתרים המיוחדים? לא, **מיזוג זה מסלול עוקף לכל הצעות הרכש הללו**. במיזוג יהיה צורך ברוב רגיל, וגם אותו לעיתים יהיה אפשר לעקוף.
* **מיזוג מהווה פתח מילוט המאפשר לעקוף את בעיית הסחטנות שיש בהצעת רכש מלאה**. **במיזוג יש צורך באישור דירקטוריון ואסיפה, ובהצעת רכש אין צורך בדירקטוריון** –**במיזוג אמנם מורידים את הרף באישור של בעלי המניות (אסיפה), אבל מרימים אותו ברף אחר – בצורך של אישור הדירקטוריון בכל אחת מהחברות**.
* **גם בחברת המטרה וגם בחברה הקולטת, יש צורך ברוב של בעלי המניות שיאשרו את המיזוג**. אם יש אותו גורם שמחזיק מניות בשתי החברות, יש בהקשר הזה את **ס' 320(ג)** – **נגיד בעל מניות בחברה הקולטת, אם הוא מחזיק מניות גם בחברת היעד, אסור לו להצביע בשתיהן**. אסור לך להשתמש במניות שלך בחברת היעד ולהצביע לטובת המיזוג –לא יוכל להצביע באסיפות של שתי החברות.
* **נקודה חשובה היא שאם בחברת היעד יש מספר סוגי מניות, יש צורך באישור של אסיפות הסוג.** זה רלוונטי ברוב המוחלט של הפעמים לחברה פרטית (לחברה ציבורית אסור שיהיו כמה סוגי מניות) שהולכת לעבור מיזוג, לא מכנסים את כל בעלי המניות יחד, אלא כל מניות סוג א' מתקבצים יחד וכך גם כל מניות סוג ב', ויש צורך ברוב של כל האסיפות (נגזר מ**הלכת לאומי פיא**).
* **יש גם אנשים שנפגעים ממיזוג**. **הנושים**. יכול להיות שהיו נושים מובטחים ואז הנושה יעבור לסוף התור (הרבה נושים). כמו כן, לי בתור נושה, מה הכי חשוב לדעת כמה נכסים יש. יכול להיות שהייתי בחברה אחת עם הרבה נכסים וקצת התחייבויות, אבל עכשיו לאחר המיזוג, שילמו הרבה כסף, ובחברה החדשה אין הרבה נכסים. **מה שמשנה זה יחס הנושים וההתחייבויות**. לכן, יש את **ס' 318**– **לקראת המיזוג, יש צורך להודיע לנושים, כדי לאפשר להם להתנגד למיזוג**. **ס' 319** קובע ש**לנושים יכולה להיות זכות עמידה להתנגד למיזוג** – הם יכולים לפנות לביהמ"ש ולהתנגד למיזוג. כשהנושים נפגעים, אם יש מיזוג ובעקבותיו החברה עלולה להגיע לחדלות פירעון, יש הפרה של חובת הגינות, מכירה חובלת. במצב סופר קיצוני, יהיה אפשר לתבוע את בעלי המניות על כך.

מה היתרון במיזוג על פני רכישה? בהצעת רכש מלאה הדרישות הן של רוב שיקנו ורוב שיסכימו, את זה כאמור המיזוג מצליח לעקוף. מה היתרון ברכישה על פני מיזוג? שלא צריך אישור של הדירקטוריון.

**מיזוג משולש:**

אמרנו שצריך את אישור בעלי המניות בכל אחת מהחברות. השוק מצא דרך לעקוף את זה דה פקטו. החברה הקולטת תקים חברת בת, מי שבעצם תקלוט את חברה א' היא חברת הבת. מי בעלי המניות של חברת הבת? חברה ב'. מי יחליטו אם לאשר את המיזוג או לא? הדירקטוריון. ולכן תצטרך את הדירקטוריון של חברת האם הקולטת ושל חברת הבת הקולטת, אבל את בעלי המניות למטה לא תצטרך. האסיפה הרלוונטית היא לא אסיפת בעלי המניות בחברה הקולטת הגדולה, אלא בחברת הבת – בעלי המניות הישירים שלה, החברה הקולטת המקורית. כך, יש צורך באישור של הדירקטוריון של החברה הקולטת.

**מיזוג משולש הופכי:**

חברה מקימה שרשור של חברת בת, אבל חברת הבת הזו במקום לקלוט את חברה א' לתוכה, היא נקלטת לחברה א' – מי שנשאר מהסיפור הזה זה חברה א' ולא חברת הבת, אבל מי שיישאר הבעלים תהיה חברה ב'. אותה תוצאה – בעלי מניות חברה ב', בשל הסיבות שהצגנו, ירצו שחברת הבת תיקלט לתוך חברה א'.

**לאור האפשרות לעקוף אישור אסיפה של חברה קולטת באמצעות מיזוג משולש, החקיקה וויתרה על דרישה זו בחברה הקולטת (ס' 320(א1)(2)) בתנאי:**

1. **לא מקצה למעלה מ20% מזכויות הצבעה.**
2. **לא תהפוך אדם לבעל שליטה.**

כל עוד לא הועברו למעלה מ20% מהמניות, אם עברו נניח רק 15% אז לא צריך את אישור בעלי המניות של חברה א', אלא מספיק רק אישור הדירקטוריון. אבל אם בעלי המניות של חברה ב' יקבלו 25% אחוזים בחברה המאוגדת, אז צריך אישור של בעלי המניות בחברה א'. בנוסף, אם בעל המניות בחברה ב' הוא אחד, והוא קיבל 19% אחוזים, ועם 19% אחוזים הוא יוכל לשלוט בחברה א', עדיין צריך אישור. יש מצב שחברה א' הייתה ללא בעל שליטה, ואחרי המיזוג ייכנס בעל שליטה לחברה, אז לא מאפשרים לעקוף את דרישת הרוב במסגרת בעלי המניות של חברה א'.

**כללי חלוקה**

מי הגורם בתוך החברה שמאשר חלוקת דיבידנדים? **הדירקטוריון** (ניתן להתנות על כך). כללי החלוקה אומרים האם הדירקטוריון יכול להחליט על חלוקה בכל מצב? לא, יש מבחנים לחלוקה. כשמחליטים לחלק, יש לראות שחוקית ניתן לבצע חלוקת דיבידנדים.

**ישנן שתי דרכים בהן חברה יכולה לחלק את רווחיה:** **1. דיבידנד**. **2.**  **רכישה עצמית של מניות** –(**פס"ד כבירי)**. זו לא החלטה של דיבידנד, אבל בגלל שעדיין יוצאים כספים מהכיס של החברה לבעל המניות, זו חלוקת רווח. אם בעל מניות מאמין מאוד בערך העתידי של החברה יעדיף שהחברה תעשה רכישה עצמית, פשוט הוא לא ישתתף בה; אם יש הצעת רכש עצמית, אתה תמשיך להחזיק במניה, אבל חלק מבעלי המניות ימכרו את מניותיהם לחברה. ואז, במקום להיות אחד מתוך מאה, ונניח שחמישים מכרו, אז אתה תהיה אחד מתוך חמישים. האחוז שלך מהרווחים העתידיים משתנה לטובה. כללי החלוקה מתייחסים גם לפעולה הזו של רכישה עצמית. **לשתי הפעולות הללו יש אפקט פיננסי דומה – כסף יוצא מהחברה לבעלי המניות.**

**חלוקה תמיד מעוררת את בעיית הנציג השנייה – בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין נושים.** הדירקטוריון מחליט על החלוקה והאסיפה בוחרת את הדירקטוריון שמורכבת מבעלי המניות. החלוקה משפיעה על הנושים ככל שלחברה יש פחות כספים, הסיכון שלהם גדל, מבלי שקיבלו שום תמורה. כללי החלוקה נועדו להתמודד עם הבעיה הזו.

מה התנאים לחלוקה? (קוגנטי) **ס' 302 – מבחנים מצטברים:**

1. **מבחן הרווח** – **יתרת עודפים או עודפים שנצברו בשנתיים האחרונות**. יש להראות רווח מהשנתיים האחרונות/ רווחים מלפני, כלומר שסך הפעילות של החברה הייתה רווחית לאורך חייה. גם אם לא הייתה רווחית לאורך חיה, מספיק שהיו שנתיים אחרונות טובות כדי לאפשר חלוקת רווחים. למה שחברה שהפסידה המון אבל הרוויחה בשנתיים האחרונות תוכל לחלק רווח? כדי שתוכל לגייס הון. אם נסתכל בחשבון היסטורי, אז אם היא תרצה להנפיק מניות, אנשים לא ייכנסו אליה, זה חוסם לה את אפשרות ההתאוששות. מעבר לכך, דיבידנד מהווה גורם מאותת לשוק – אני חברה בריאה, המצב טוב, יש עודפים- איתות לשוק על מצבה המשתפר.
2. **מבחן יכולת הפירעון** – **אין חשש סביר שהחברה לא תוכל לפרוע את חובותיה בשל החלוקה**. מבחינת אי האפשרות לפרוע את החובות בשל החלוקה, כשמדברים על חדל"פ, מדברים על שני סוגים לחדלות פירעון – תזרימית (אין כסף נזיל) ומאזנית (יותר התחייבויות מנכסים, שווי שלילי). כאן מדובר גם על המבחן התזרימי.

* חלוקה באישור ביהמ"ש (**ס' 303**) – **ביהמ"ש יכול לאשר חלוקה גם ללא קיום מבחן הרווח, אך מבחן יכולת הפירעון עדיין צריך להתקיים (תנאי בסיסי שחייב להתקיים).** לנושים יש זכות להציג התנגדותם בפני ביהמ"ש.
* **ברוט נ' דסק"ש:** אמרנו שצריך שנתיים של רווחים. הייתה חברה עם איתנות פיננסית, בשנתיים האחרונות, בשמונת הרבעונים האחרונים, ראו שיש לה רווח. למרות שעדיין לא יצא הרבעון התשיעי, היה ברור שהחברה תפסיד כבר כאשר שהחברה ביצעה את החלוקה. נושה תבע. **השופט עמית קובע שהמבחן הוא טכני**- **אם יש שמונה רבעונים רווחיים אכן יש לאפשר חלוקה, כי כל הרעיון הוא המבחנים הברורים, הכל מאוד וודאי,** מבחן הרווח הוא מאוד ברור. אם נסתכל על הפסדים צפויים, כל הוודאות של המבחן הזה מתפוגגת. הוא הגביל את זה. הוא כן אמר ש**בפס"ד להב** (השופטת רות רונן לא אפשרה חלוקת רווח למרות שעמדו במבחן הרווח)היה מצב מאוד קיצוני, היה מדובר על כניסה להפסד מאוד גדול, אבל בפועל אומר שחשובה מאוד הוודאות – אם יש עקרונית שמונה רבעונים רווחיים, כל עוד אין משהו קיצוני שמצביע על חוסר תום לב, גם אם יש צפי להפסדים, שמונת הרבעונים הרווחיים.

**מי אחראי על ההחלטה על חלוקה?**

* **דירקטוריון כברירת מחדל**. **ניתן להתנות על זהות האורגן המחליט, אך הדרישה מהדירקטוריון לבחון שהחלוקה איננה אסורה היא קוגנטית**. כלומר, עדיין יהיה אפשר לתבוע את הדירקטורים אם החלוקה הייתה אסורה. הבעיה שלנו היא הפגיעה בנושים, יש כאן חלוקה בין הנושים לבין בעלי המניות. למה לדירקטורים יהיה אכפת מהנושים? בגלל שהם יהיו חשופים לתביעה. נושים יכולים לתבוע את הדירקטורים גם אם החברה לא בחדלות פירעון. זו משמעות הס' – **חובת הזהירות של הדירקטורים כלפי הנושים**.
* למרות שבאופן כללי ניתן להתנות על קיומה של חובת זהירות (**ס' 259א**), לא ניתן על קיומה בהקשר של החלטות חלוקה (**ס' 259ב)**. ההחלטה הזו לפקח על חלוקה, את מי היא בעצם אמורה לשרת? את הנושים. ולא על בעלי המניות. לכן, **לדירקטורים תהיה חובת זהירות כלפי הנושים, ולא יהיה ניתן להתנות על קיומה.**

**האם תיתכן חלוקה לא רצויה מבחינת בעלי המניות?**

**פס"ד בן דב:** כל בעלי המניות קיבלו בצורה שווה את הדיבידנדים. **פס"ד ורדניקוב-** במקרה של ורדניקוב (בזק), כדי לחלק דיבידנדים היא גייסה אג"ח, לקחה הלוואות בשביל לחלק דיבידנדים (ורדניקוב טען שזו הפרת חובת זהירות). פסקי דין שהעלו את השאלה האם בעלי מניות יוכלו להתנגד לחלוקה של דיבידנדים. בורדניקוב אישרו את החלוקה, אך יש מצבים של רכישה ממונפת, שיש אינטרס יותר משמעותי לבעל השליטה שמוביל את החלוקה. **במצבים הללו נחיל את כלל שיקול הדעת העסקי המוגבר**. ביהמ"ש העליון קיבל את החלת המבחן במקרה של חלוקה אגרסיבית למימון רכישה ממונפת בפסק דין ורדניקוב. נפסק שדרושים הוכחת שני אלמנטים על ידי התובע להחלת הכלל: **1.** בעל שליטה השפיע על קבלת ההחלטה. **2.** שינוי משמעותי במבנה ההון של החברה. אם התובע עמד ברף ליישום המבחן, הנתבע צריך להוכיח שני אלמנטים, ב"מקבילית כוחות": **1.** בעל השליטה לא היה נתון בקשיי נזילות חריגים. **2.** סבירות ההחלטה. חלוקת דיבידנדים 'סתם ככה', אתה כבעל מניות לא יכול להתנגד לה אם היא עומדת בתנאי החלוקה, אלא אם מתקיימים שני התנאים – **1.** רכישה ממונפת (היה לבעל השליטה אינטרס, הוא השפיע על ההחלטה) **2.** היה לו שינוי משמעותי בהון. אם שני התנאים מתקיימים, עוברים למקבילית הכוחות – הסבירות נגזרת מקשיי הנזילות.

**אכיפה**

* **אכיפה פלילית** – מופעלת במקרי קיצון, בעיקר במקרים של תרמית בניירות ערך ושליחת יד בכספי החברה. כשהיו לך חובות גילוי מסוימים, והסתרת מידע בצורה מכוונת, זה מה שיביא לרוב לאכיפה פלילית.
* **האכיפה המנהלית** – לפי **ס' 52 לחוק ניירות ערך**, לראש הרשות לניירות ערך יש מעמד של תובע, ועם השוט הזה הוא יכול לאכוף באופן מנהלי – במקום ביהמ"ש, הרשות מטילה קנס. זה מנגנון מאוד אפקטיבי, גם בכלל בעולם, בגלל העלויות הגבוהות של הליכים משפטיים שנחסכות.
* **אכיפה פרטית** – תביעה אזרחית של הגורם שנפגע מהפרת החובה.

**אכיפה פרטית:**תביעה מכוח זכות שבחוק (דמוי חוזית).

1. **האכיפה הפרטית הקלאסית היא תביעה רגילה** – אני בעל מניה, בחברה שהיא מעין פקעת של חוזים, ולכן יש לי מעין חוזה ביחס לאגד של זכויות שמוקנות לי. אם הפרו כלפיי חובה מסוימת, אני יכול עקרונית לתבוע. זו צורה שמתאימה רק למי שמחזיק בכמות כדולה של מניות, כך שיהיה לו שווה לשאת בעלויות התביעה.
2. **צורת תביעה שהיא הרבה יותר פרקטית היא הליך קיבוצי** – בעלי המניות נאספים ויחד מנהלים הליך משפטי, וכך זה יותר שווה להם, העלויות אכן עשויות להצדיק את התביעה. **שני סוגים של תביעות קיבוציות – 1. תביעה נגזרת 2. תביעה ייצוגית.**

**תביעה נגזרת:**

**כניסה של בעלי המניות/ דירקטור לנעלי החברה, כך שתובעים מטעם החברה כאורגן של החברה.**

**ס' 1 – "תובענה שהגיש תובע בשם חברה בשל עילת תביעה שלה".** אתה נכנס בנעלי החברה ותובע את מי שהפר את חובתו כלפי החברה, כלומר נושאי משרה. בעל מניה הוא לא במעמד לתבוע (כי החובה של נושא המשרה היא לא כלפיו, אלא כלפי החברה).

* **הנק' היא שבהרבה מצבים** **החברה עצמה לא תתבע** בגלל **בעיית נציג** – המנכ"ל יימנע מלתבוע את עצמו, או אנשי החברה את הקולגות שלהם. הסיכוי שהחברה תנצל את זכות התביעה שלה כנגד נושא המשרה הוא די נמוך ולכן בהליך הזה בעלי המניות נכנסים לנעלי החברה ותובעים בעילה של החברה ולא של בעלי המניות. מי האורגן בחברה שמחליט לתבוע גורם מסוים? דירקטוריון. הרבה פעמים הדירקטוריון, אם זה נושא משרה שקרוב אליו, לא תמיד יהיה מוכן לתבוע אותו. לכן, מאפשרים את מנגנון התביעה הנגזרת.
* לא מדובר רק בנושאי חברה, יכול להיות גם ספק שהפר את החוזה שלו עם החברה. קמה עילת תביעה לחברה, החברה משום מה לא מנצלת את עילת התביעה, וגם אז בעלי המניות יכולים להיכנס בנעלי החברה. **הוא ביחס לכל תביעה שיש בעילה של הפרת חובה כלפי החברה** (יש זכויות שיכולות להיות מופרות מול גורמים שלישיים, והמנגנון הזה אפשרי).
* **תביעה נגזרת רלוונטית רק כשהנזק לחברה הוא הנזק הראשי ולא המשני**. **כלומר, כשקרה אירוע שפגע בנכסי החברה, והנזק שנגרם לבעלי המניות הוא נזק משני, הוא נגזר מהנזק שנגרם לחברה**. הנחת המוצא היא שהחברה צריכה לתבוע. מאפשרים את המעקף הזה רק כשביהמ"ש קיבל את הרושם שיש פה ניגודי אינטרסים שמונעים את התביעה. אם זו החלטה עסקית אסטרטגית של החברה, במצבים הללו לא מאפשרים תביעה (**בן עמי נ' מנורה**).

**מתי תובעים תביעה נגזרת?**

**תביעה נגזרת רלוונטית רק כשהנזק נגרם לנכסי החברה, וכך הוביל באופן עקיף לפגיעה בבעלי המניות של החברה**. הפגיעה בנכסי החברה מתבטאת גם בפגיעה בבעלי המניות, כי אם ערך הנכסים של החברה יורד, זה משפיע על ערך המניות, הרי הוא נגזר מערך החברה.

**ס' 194(א):** **אין רף החזקה לצורך הגשת תביעה נגזרת – כל בעל מניה יכול להגיש**, גם אם מחזיקים חלק קטן מאוד מהחברה. יש בהרבה מדינות אחרות רף מסוים לתביעה נגזרת, כמו 3%. **גם דירקטורים יכולים להגיש תביעה נגזרת** –מהבחינה שיש להם אחריות לדאוג לטובת החברה. אם הם רואים שהחברה לא עושה משהו שנדרש (לא תובעת כשצריך), על אף שאין כלפיהם פגיעה משנית, זה כלי חוקי עבור הדירקטורים לדאוג לאינטרס החברה על ידי תביעה נגזרת. אין דרישה לנזק משני ביחס לדירקטורים (די בדירקטור אחד).

* **הצעד הראשון בהגשת התביעה הנגזרת הוא צורך בדרישה למיצוי זכויות לפני הגשת התביעה** (**ס' 194(ב-ג)**) –קודם כל, יש לומר שיש עילה – יש נושא משרה שפגע בחברה/ ספק שיש כלפיו עילה. דרך המלך היא הרי שהחברה תנהל את התביעה. ולכן, היא חייבת לדעת; יש צורך בשליחת מכתב לחברה שמיידע אותה על פוטנציאל התביעה, ולכן נדרש מהחברה לנהל את התביעה. אם החברה סירבה לנהלה, רק אז אפשר להגיש תביעה נגזרת.

לעיתים, **ביהמ"ש יוותר על הצורך בהגשת מכתב הדרישה**, וזאת בהתקיימות של שני חריגים (**ס' 194(ד)**):

1. **לאורגן המחליט על התביעה יש עניין אישי**. אם נגיד רוצים לתבוע חלק מהדירקטוריון, במצב כזה אין מה לשלוח מכתב דרישה. בנוסף יש בכך עלויות – החברה תוכל לסכל את ניהול התביעה הנגזרת.
2. **הפנייה לחברה תפגע באפשרות קבלת הסעד**. אם לאחר שיגיע המכתב לדירקטורים, יש יסוד להניח כי הפנייה תסכל את האפשרות לקבל את הסעד (ישמידו ראיות נניח), ניתן לוותר על מכתב הדרישה. זה מאוד משמעותי, כי אם נשלח מכתב דרישה, ולחברה מבחינתה לא רלוונטי לנהל את התביעה, אז יש בעיה כי לגבי ההחלטה הזו, חל כלל שיקול הדעת העסקי (הגנה על נושאי המשרה). ולכן, זה עניין קריטי לעקוף את מכתב הדרישה מבחינת מכתב הדרישה, כדי להניע את התביעה.

* **החברה צריכה להגיב לדרישה (ס' 195-196):** אם היא מקבלת את הדרישה לתבוע, ואם לא עליה לנמק מדוע. אם תשובה לא מקובלת על הדורש, הוא יכול להגיש בקשה לתביעה נגזרת (בכפוף לתנאים ב**ס' 197**).

**אישור תביעה נגזרת ע"י ביהמ"ש (ס' 197):**

* כדי שביהמ"ש יאפשר להיכנס לנעלי החברה, **יש להגיש בקשה לאישור התביעה הנגזרת**. צריך לעמוד בתנאים הבאים:

1. **התביעה לטובת החברה** – לא מספיק שיש תביעה טכנית, שיש עילה. אם החברה לא יכולה לקבל פיצוי/ אין ביטוח, לא בטוח שניהול ההליך הוא לטובת החברה. **יש להראות שניהול החברה הוא לטובת החברה**.
2. **ראיה לכאורה לעילת התביעה** – יש להראות ראיה לכאורה לעילת התביעה. יש להראות מהי חובת האמונים, מהן הראיות ומהי העילה שהופרה. רק את **התשתית הבסיסית לכך שיש עילה כנגד אותו נושא משרה/ הגורם אותו אתה רוצה לתבוע**.

יש בעיה עם ראיות לקיום התביעה, וזאת משום שבעלי מניות מבחוץ, אין להם מספיק אינפורמציה לבסס את אותן ראיות. במסגרת **תיקון 16**, התווסף **ס' 198א(א)** – **אפשר להגיש בקשה לגילוי מסמכים עוד לפני הגשת התביעה הנגזרת**. **הליך ביניים עוד קודם להליך מקדמי**. עוד לפני שהגשת את הבקשה לאישור התביעה הנגזרת, אתה יכול לשלוח לחברה בקשה לגילוי מסמכים לקראת הגשת התביעה הנגזרת. הרבה פעמים, החברה תהיה מוכנה להתפשר כבר בשלב הזה כי חוששת מגילוי מידע שיסבך אותה. מלבד שזה שוט משמעותי בפני עצמו, הוא מסייע לביסוס הראיה לכאורה, תנאי כאמור שחייב להראות במסגרת הבקשה.

1. **התובע איננו פועל בחוסר תום לב (חובת הוכחה על הנתבע)** – למרות ששני התנאים הקודמים מתקיימים, **אם התובע לא תם לב ופועל לטובת האינטרסים שלו, הבקשה לא תאושר**.

* **נושים יכולים גם לתבוע חברה בתביעה נגזרת, במסגרת ס' 204, על חלוקה אסורה**.
* **הבעיה העיקרית היא תמריצים** – יש גורם שמנהל את התביעה הנגזרת. אם הוא לא יקבל פיצוי מיוחד, לא יהיה לו שווה להגיש את התביעה. לכן, יש פיצוי מיוחד לבעל המניות שיוזם את ההליך, למי שמנהל את התביעה הנגזרת. **כתובע, ניתן לקבל מימון ומימון לייצוג המשפטי מכספי החברה** (**ס' 199-201**, **205א**).
* **ניתן לקבל מימון להליך גם מהקופה של הרשות לניירות ערך**. כשאתה נלחם בחברה, החברה תנסה להתיש אותך (גורם עם כיס עמוק, מול גורם עם בעיה של 'חמצן'. אם יתישו אותו, הוא יוותר). אם יש תביעה נגזרת טובה, עם בסיס טוב, הרשות לניירות ערך תיתן מימון לניהול הבקשה לאישור התביעה. הפנייה לרשות לניירות ערך נותנת משאבים לאותו תובע. מבחינת הרשות, היא רוצה לעודד את הכלי הזה, כי זה כלי אכיפה אפקטיבי; ככל שיהיו תובעים נגזרים שיתבעו יותר כשחברה מתנהלת לא בסדר, זה יעלה את סטנדרט הממשל התאגידי, וזו הדרך שלה לתמרץ תביעות כאלה.
* **כמו שיש תביעה נגזרת, יכולה להיות גם הגנה נגזרת** (**ס' 203**) – יינתן אם ביהמ"ש שוכנע שזה לטובת החברה. אם תבעו את החברה, והיא לא מגנה על עצמה כראוי, אתה יכול להיכנס לנעלי החברה ולנהל את ההגנה בנעלי החברה –דוגמה למצב זה: כאשר חברה אחרת של בעל השליטה בחברה הנתבעת הגישה את התביעה הנגזרת.

**אישור פשרה בתביעה נגזרת:**

**בשל בעיית נציג, שהתובע ידאג לעצמו ולא לבעלי המניות האחרים, יש צורך באישור של ביהמ"ש לפשרה או אפילו לסילוק התביעה.** במקרים שהחברה תתפשר, החשש הוא שהחברה תגיד תיתן לתובע שכר גבוה, ולעומת זאת, ההטבה שהחברה תרוויח היא יחסית נמוכה. לכן, צריך שביהמ"ש יאשר את הפשרה כדי לוודא שאין כאן פשרה שבה התובע הנגזר מקריב את אינטרס החברה לטובת קידום האינטרסים שלו. אם ביהמ"ש מרגיש שיש פשרה מהירה מידי, הוא יכול להגיד שהוא עדיין לא מאשר את הפיצוי, זו צורה לדחוף את התובע הנגזר לבוא וללחוץ יותר את הגורם הנתבע. במסגרת תביעות נגזרות, **יש צורך לפרסם את הפשרה, בכדי שבעלי מניות אחרים יוכלו להביע את התנגדותם לפשרה**. בגלל שזה הליך קיבוצי שמשפיע גם על בעלי המניות האחרים, בשביל למנוע מצב שאתה מסכים על פיצוי נמוך מדי, מאפשרים לבעלי המניות האחרים להתנגד לפשרה המוצעת (מלבד לצורך באישור של ביהמ"ש).

**אסף חמדני וקובי קסטיאל – תוצאות תביעה נגזרת לפי עילה:** מתוך התביעות הנגזרות, חלק משמעותי מתוכן נגמר בפשרה. מפתיע שבהפרת חובת זהירות רואים אחוז כה גבוה בהגעה לפשרה, היינו מצפים, שעם כלל שיקול הדעת העסקי, זו תהיה העילה הכי קשה, שהכי לא מתפשרים לגביה. העניין הוא שלמרות שלכאורה יש כלל שמגן על הפרת חובת הזהירות, יכול להיות שזה מצנן אקס אנטה את התביעות (מראש אין הרבה תביעות, ולכן אלה שמגיעות כנראה מבוססות, אז ממהרים להתפשר) אך מבחינת היחס של התביעות, יש הרבה מאוד תביעות על הפרת חובת זהירות. בסופו של דבר, בפשרות שמושגות, הן דווקא ביחס להפרת חובת זהירות, ששם אמורות להיות דווקא הגנות שמקטינות את הסיכוי לקבל פיצויים בפועל.

**תביעה נגזרת כפולה:**

**מדובר על** **כניסת בעלי מניות לנעלי חברת האם בכדי לתבוע את חברת הבת שמתחתיה (גם אם מדובר בחברה פרטית).**  בפס"ד של עדי עזרא (**אינטרקולוני השקעות בע"מ נ' שמואל שקדי)**, ביהמ"ש אפשר תביעה נגזרת כפולה, מכוח מה? הרמת מסך מדומה. **הרמת מסך מדומה יכולה לאפשר תשתית לתביעה נגזרת כפולה.**

ב**פס"ד בן עמי נ' מנורה**, **ביהמ"ש מאפשר תביעה נגזרת כפולה, כאשר חברת האם מחזיקה 100% מחברת הבת**. זה לא משנה אם זה הפרת חובת אמונים של נושא משרה בחברה ב' או א', הרי מבחינה כלכלית אני נפגע באותה צורה. כלכלית, אין סיבה להפרדה. במקרים כשיש חפיפה של לגמרי אותו אינטרס כלכלי, יש זהות מלאה כי יש חפיפה מלאה בהחזקה, יאפשרו תביעה נגזרת כפולה. מה אם לא אישרו נגזרת כפולה ואני בעל מניות בחברת האם ניתן לתבוע את נושא המשרה בחברה א' על **מחדל בפיקוח** – "נכון שלא עשיתם משהו לא בסדר בצורה ישירה, אבל לא פיקחתם על החברה מתחתיכם".

**תביעה ייצוגית:**

**תביעה ייצוגית מתאימה למקרים בהם הנזק לבעלי המניות הוא נזק ישיר, ולא כתוצאה משינוי בשווי נכסי החברה.**

* לדוגמה דיווח מוטעה על ערך מניה, נכסי החברה עצמם לא נפגעו אך בעלי המניות שקנו נפגעו. **מחיר המניה הוא שהשתנה בלי שקרה דבר במישור הנכסי**. **זהו המקרה הקלאסי לתובענה ייצוגית** – **יש לבעלי המניות עילה ישירה**. לא הייתה כלפיהם פגיעה משנית שנגזרת מנזק שנגרם לחברה, אלא **פגיעה ישירה כלפיהם**.
* את **חוק התובענות הייצוגיות** ניתן להלביש גם על התחום של בעלי מניות, כל עוד קמה להם עילת תביעה עצמאית. **בכדי ליצור תובענה ייצוגית, יש קודם למצוא עילת תביעה אישית**. רק אז הוא יכול להתקבץ עם אחרים ולתבוע תביעה ייצוגית. העילה הקלאסית לתובענה ייצוגית של בעלי מניות נובעת מהפרה של הוראות חוק דיני ניירות ערך – דיווחים שקריים, תרמית בדיווח.
* **רציונליים לתובענה ייצוגית:** **1.** יעילות וחיסכון זמן שיפוטי. **2.** אחידות בפסיקה ביחס למקרים שווים. **3.** עידוד פשרה (יוצר מעשה בית דין, וחוסך לחברות התדיינויות עתידיות). כמו כן, גם כאן, התמריץ להתפשר יוצר בעיית נציג. לכן, לפי **ס' 18-19**, יש צורך בהגשת תצהיר של עו"ד שאין קשר מיוחד ביניהם או תשלום מתחת לשולחן.
* תביעה ייצוגית מוגשת בשם קבוצה מיוצגת – **נפגעים שתביעתם מעלה שאלה מהותית או עובדתית משותפת**, תשתית זהה. יש צורך באישור התובענה על ידי ביהמ"ש, בגלל שהחלטה תהיה מעשה בית דין עבור צדדים שלא נטלו חלק בהליך. נדרש פרסום על הגשת התובענה ורישום בפנקס התובענות הייצוגיות. בנוסף, קובעים גמול מיוחד לתובעים ולעורכי הדין בכדי לתמרץ תובענות ייצוגיות למרות פיזור הנזק והאדישות הרציונלית הנובעת מהן.

**טשטוש הגבולות בין תובענה ייצוגית לנגזרת:**

**תובענה ייצוגית – נזק ישיר; תובענה נגזרת – נזק עקיף.**

**בתביעה נגזרת, הפיצוי הוא לחברה. בתובענה ייצוגית, מי יקבל את הפיצוי? בעלי המניות שנפגעו – זה ההבדל המרכזי!** יש מקרים שבהם הפיצוי לחברה לא בהכרח יפצה את מי שנפגע (למשל, כשבעלי המניות כבר הפסיקו להיות בעלי מניות). מבחינת הסעד, השוני בין ייצוגית לנגזרת מאוד משמעותי, ומשמעותו בכתובת שתקבל את הסעד.

האם ההפרדה זו אכן חדה וחלקה? **הפסיקה טשטשה את הגבולות בין השניים**, בשני שלבים עיקריים:

* **פס"ד חסקי נ' מיכלסון:** בעלי שליטה שלקחו נכסים מהחברה לכיס שלהם, ובכך פגעו בבעלי מניות המיעוט. אם יש גורם שמוציא נכסים מהחברה בצורה לא לגיטימית, נגזרת מכך פגיעה לבעלי המניות האחרים – מקרה מובהק לתביעה נגזרת. **בפס"ד זה, למרות שברור שיש כאן פגיעה בחברה, בכל זאת ביהמ"ש מאפשר תביעה אישית על בסיס עילת הקיפוח**. אם ביהמ"ש מכיר במקרה הזה בתור קיפוח, זה מערער את ההבחנה שאמרנו – כי עקרונית, זו פגיעה בחברה. בפסק הדין נאמר שההצדקה לכך היא שמדובר בחברה פרטית. דיברנו על כך שאל חברות פרטיות קטנות, מתייחסים כמעין שותפויות (**אדלר נ' לבנת**). על בסיס זה, ב**פס"ד אדלר**, בעלי המניות המיעוט נפגעו. לסיכום, **בפס"ד ישנה ההכרה בעילה אישית של קיפוח למרות שהנזק הוא ברמת החברה, והכרה זו יוחדה לחברה פרטית.** יש ציפייה של בעלי מניות להשתתף בניהול – יחסים אישיים ולכן חברות אישית.
* **פס"ד גדיש נ' אלסינט:** שרשור של חברות. אלסינט מכרה את הפעילות שלה לאירופה ישראל, זו הייתה חברה עם שק מזומנים. לאירופה ישראל היו נכסים עם ערך שלילי. החוב לנכסים היה שלילי. לכן, אירופה ישראל מעבירה את הנכסים לאלסינט. מערך גבוה מאוד, בגלל העברת הנכסים עם הערך השלילי, הערך יורד. על חשבון בעלי מניות המיעוט. התביעה הייתה כנגד אירופה ישראל על הפרת חובת אמונים וקיפוח בעלי מניות המיעוט. כמו כן, הייתה תביעה גם כלפי פרמיית השליטה שקיבלו נושאי המשרה בחברה שאירופה ישראל קנתה את אלסינט מהם. **הש' בייניש** קיבלה את הטענה שמדובר בקיפוח, אבל את הטענה של פרמיית שליטה לא, כי לא הצליחו להתגבר על כלל ההגינות המלאה. **זו לכאורה פגיעה משנית, כי הפגיעה העיקרית היא בחברה** (שק המזומנים נלקח ממנה). היו כאן כמה קבוצות של בעלי מניות. עיקר הפגיעה הייתה במכירה, אבל חלק מבעלי המניות יצאו מהחברה אחר כך. אם יפצו את החברה, בעלי המניות לא ירוויחו מכך כלום. בגלל הבעיה הזו, **ביהמ"ש קיבל את האפשרות לתבוע תביעה ייצוגית על בסיס עילת קיפוח גם בחברה ציבורית. זאת, למרות שהנזק נגרם לנכסי החברה.**
* לכאורה, הבחנה נוספת בין תביעה ייצוגית לתביעה נגזרת היא **שבתובענה ייצוגית, ניתן לתבוע רק את החברה, ולא את נושאי המשרה**. **נושאי משרה ניתן לתבוע רק בתביעה נגזרת**. **הש'** **ריבלין** **בדעת מיעוט חושב שבעלי המניות יכולים לתבוע תביעה ייצוגית גם על הפרת חובת אמונים מצד נושאי המשרה**. ביהמ"ש אפשר, במסגרת התביעה הייצוגית, למרות שלא חילקו קבוצות לפני התביעה, להפריד בין כמה תתי קבוצות במסגרת התביעה. עם זאת, הוא אמר שבמקרים אחרים שבהם התביעה לא מחלקת מראש בין קבוצות, היא תידחה בגלל העירוב של תובעים שאין להם מכנה משותף עובדתי.
* **פס"ד און תבור נ' אקטיבפוינט:** עובד שפוטר מחברת הייטק תובע בתביעה נגזרת את החברה. היא מוכרת את הקניין הרוחני שלה, ובעקבות המכירה מדללת את מניות התובע. החברה טוענת שתביעה על בסיס דילול, היא עילת קיפוח ולא תביעה נגזרת. כאן קורה הפוך – האדם שאמור לתבוע בעילה של קיפוח, הולך לתביעה נגזרת, ואומר שיש פגיעה גם בחברה מהעסקה הזו מסיבה טכנית, היה השתק נגד אותו תובע מלתבוע את החברה. התביעה הנגזרת היוותה אפשרות של התובע לעקוף את ההשתק. **הש' אגמון גונן קובעת שבעיקרון הברחת נכסים היא נזק ראשי לחברה, ולכן זה מתאים לתביעה נגזרת. דילול מניות מתאים לתביעה אישית. אולם, אם הברחת נכסים נעשית על ידי בעלי השליטה נגד המיעוט, אז זה יצדיק תביעה אישית בעילת קיפוח.** במקרה הספציפי לא קיבלו את העמדה שלו. בנוסף, הוא ניסה לתבוע גם על מינוי המנכ"ל, ולתבוע על בסיס זה תביעה נגזרת. **הש' אגמון גונן** לא קיבלה את האפשרות לתבוע על כך במקרה הזה, בגלל שאין נזק לחברה. כידוע, כדי שתהיה עילת תביעה דבר ראשון הוא שחייב להיות נזק (**חוץ מהפרת חובת אמונים**, מקרה נדיר בו יש עילת תביעה בלי נזק).