

1411. C-728. 01



אוניברסיטת תל-אביב
הפקולטה למשפטים ע"ש בוכמן

קבלת החלטות בחברה העסקית – אקטיביזם בעלי מניות וניגודי עניינים

קורס בחירה - תשס"ח, סמסטר א'

ד"ר שחר הדר

פיתרון מבחן מועד א'

שאלה 1

א) השאלה מדגימה מצב של "הצבעה ריקה" – אינטרס כלכלי שלילי (בחלקו) במקרה של הפסד של קבוצת הגושרים.

ב) בעייתיות דומה יכולה להתעורר גם בשוק ההון מכמה סיבות, לדג': עסקאות בנגזרות, הלוואות מניות וכד'. כללי הגילוי כיום אינם מבטיחים גילוי מלא של מצבים אלה (בעייתי במיוחד במיזוגים ורכישות).

שאלה 2

א) השאלה עוסקת בעסקאות חריגות של בעל שליטה עם חברה ציבורית. עסקאות אלו כפופות לאישור בעלי מניות ברוב מיוחס (חוק החברות דורש כי במנין קולות הרוב באסיפה הכללית ייכללו לפחות שליש מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי ענין אישי באישור העסקה או שסך קולות המתנגדים מקרב בעלי מניות אלו לא יעלה על שיעור של אחוז אחד מכלל זכויות ההצבעה בחברה). גם במקרה של התערבות בעלי מניות, אין וודאות שהעסקה תיפסל על ידי בעלי המניות (לדג' כאשר העסקה זוכה לאישור של לפחות שליש מבעלי המניות שאינם בעלי ענין אישי אשר השתתפו בהצבעה).

המנגנון הינו למעשה מנגנון ביניים בין שתי גישות קצה. גישה אחת – בדומה לדין בדלאוור, תאפשר לדירקטוריון לאשר עסקה חריגה עם בעל שליטה אולם תבחן את שיקול הדעת של הדירקטוריון בקפידה (entire fairness). בנוסף, הדין בדלאוור יצר תמריצים דיוניים להבטיח שעסקאות אלו יאושרו על ידי הדירקטורים החיצוניים. הגישה השניה – גישת הדין בישראל – תכפיף את שיקול הדעת של הדירקטוריון לאסיפה הכללית ברוב מיוחס, אשר ברוב המקרים, ידרוש את תמיכת המשקיעים המוסדיים.

אם כן, האם לא די "באיוס" של אסיפה כללית כדי לפתור את בעיית הנציג וניגוד העניינים? האם מודל של "הרתעה" יעיל יותר ממודל של "רגולציה", או למעשה מדובר במודלים זהים? תחת איזה מודל, "פיקוח" המשקיעים המוסדיים יהיה יעיל יותר כלכלית (הן מבחינת עלויות עסקה והן מבחינת ריסון בעל השליטה).

ב) בהתאם לחוק החברות, זכאי בעל מניה, אחד או יותר, שלו לפחות חמישה אחוזים מההון המונפק ואחוז אחד לפחות מזכויות ההצבעה בחברה או בעל מניה, אחד או יותר, שלו לפחות חמישה אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה לדרוש זימון אסיפה. בנוסף קובע חוק החברות כי, חברה רשאית לקבוע בתקנונה הוראות לפיהן רשאית האסיפה הכללית ליטול סמכויות הנתונות לאורגן אחר.

בנוסף לבחינת השאלה האם יש בהסדר זה להרחיב את ההסדר הקיים בהתאם לחוק החברות כאמור לעיל, השאלה מעלה סוגיות שונות ומרובות כגון: האם הסדר זה רצוי במבנה בעלות ריכוזי? האם יש טעם להכפיף החלטות דירקטוריון לאישור בעלי מניות כאשר מובטח לבעל השליטה הרוב הנדרש באסיפה (בהנחה שהחלטה אינה כפופה לאישור ברוב מיוחס)? כיצד מנגנון זה יכול להשפיע על האופן בו יפעיל הדירקטוריון את שיקול דעתו? האם המנגנון יוצר בעיה של הטרוגניות אנכית אפקטיבית? אם ההסדר אכן יעיל ואפשרי על פי הדין כיום, מדוע כוחות השוק לא מביאים להגשמתו בפועל ומה ניתן ללמוד מכך על יעילותו? האם יש כשלי שוק החוסמים את הפעלתו בפועל?

ג) כזכור, יכולת בעלי מניות להתערב ולהשפיע על החלטות הדירקטוריון היא מועטה בארה"ב הן לאור מגבלות חוק החברות המקומי והן מגבלות דיני ניירות ערך הפדראליים. בנוסף, מבנה הבעלות המפוזר אינו מעודד התערבות של בעלי מניות. התערבות מוגברת של בעלי מניות יכולה לפגוע בפעילות הדירקטוריון, לנבוע משיקולים זרים שאינם משקפים את האינטרסים של הקבוצה בטווח הארוך אך מצד שני יכולה לעזור בהקטנת עלויות בעיית הנציג. האם המנגנון המוצע מהווה איזון טוב יותר בין הרצון לשמור על יכולת הדירקטוריון להפעיל את שיקול דעתו המקצועי, החשש שהדירקטוריון פועל ממניעים לא כשרים (בעית נציג) והחשש שהתערבות בעלי מניות מונעת משיקולים שאינם ממקסמים את טובת הקבוצה? מי הוא מקבל החלטות הטוב יותר? מיהו אותו אקטיביסט (במבנה בעלות מפוזר) המבקש להתערב ולבחון את שיקול הדעת של הדירקטוריון? האם משקיעים מוסדיים אכן משקפים את האינטרסים של הקבוצה?

שאלה 3

במדינת דאלור, שינוי התקנון דורש החלטה ראשונית של הדירקטוריון ואישור בעלי מניות. על כן הצעת בעלי מניות לאישור תקנון אינה אפשרית. במקרה של ניסיון השתלטות על חברה עם דירקטוריון מפוצל לכיתות, ידרש המשתלט להמתין לשתי אסיפות שנתיות לפני שיכול להבטיח רוב בדירקטוריון שיתמוך בהחלטה לתקן את התקנון. תופעה זו מקטינה משמעותית את ההסתברות שהחברה תהיה מטרה להשתלטות. התיקון יאפשר למשתלט אשר מחזיק בנתח נכבד מהחברה, לשנות את תקנון החברה ולבטל את המבנה המדורג של התקנון על אף התנגדות הדירקטוריון ועל אף העובדה שאינו שולט בדירקטוריון. בכך התיקון מאיין את כוחו של המבנה המדורג לעכב השתלטות עויינת, אך זאת בתנאי שההצעה תזכה לאישור 75% מקולות בעלי המניות הנוכחים המצביעים באסיפה הכללית (כלומר הרוב המוחלט של בעלי המניות חושב שהדבר לטובת החברה). האם ההצעה מציעה איזון אינטרסים טוב יותר בשוק השליטה?

שאלה 4

בעניין מינויה של הועדה, נוקטים השופטים עמדות דומות אך לא זהות. השופט Fry מבחין, בין היתר, בין תפקיד הועדה "to do thing in idea" לבין תפקיד הדירקטוריון "to do it in fact", השופט Lindley מדגיש בעיקר את הצורך באיפוק שיפוטי בכל הנוגע לכינוס אסיפות בעלי מניות (על מנת לא להפריע לבעלי המניות להגן על עניינם) ואילו השופט Cotton מדגיש את הצורך באיפוק שיפוטי בדומה ל-Lindley ובנוסף מצביע על האפשרות שהמלצות הועדה יועברו לאסיפה הכללית לאישור לפני הביצוע על ידי הדירקטוריון. האם יש אכן הצדקה למדיניות של איפוק שיפוטי בכל הקשור לאסיפות כלליות (שאלת אמון היתר באסיפה הכללית)? מנק. המבט של דיני החברות המודרניים – האם עמדתו של השופט Fry יותר בעייתית מזו של השופט Lindley?
