



**אוניברסיטת תל-אביב  
הפקולטה למשפטים ע"ש בוכמן**

**קבלת החלטות בחברה העסקית – אקטיביזם בעלי מניות וניגודי עניינים  
קורס בחירה - תשס"ט, סמסטר א'**

**ד"ר שחר הדר**

**מבחן מועד א'**

**פתרון**

**שאלה 1**

במקרה הנדון עולה השאלה האם יש למנוע מהקרן להצביע באסיפה הכללית בהנחה שבוצעה הפרה של חובות הגילוי מכח Schedule 13D (ובעיקרון החובה לציין את מטרת רכישת המניות – Item 4). הגילוי מכח Schedule 13D מטרתו יצירת "מערכת אזהרה" לבעלי המניות של חברת המטרה – איתות בדבר משתלט פוטנציאלי הצובר כח בחברה ובכוונתו להשתלט על החברה.

במסגרת השאלה יש לבחון בעיקר את הדילמה הבסיסית בארה"ב שהסרת חסמים מפני אקטיביזם בעלי מניות תנוצל לרעה על ידי משתלטים. חשש זה הביא את ה- SEC במסי פעמים להתנגד להקלות המעודדות אקטיביזם. לאור ההבדל במבנה השליטה בישראל ובארה"ב – חשש זה בעל משקל מופחת בישראל. דיון מקביל לדיון זה ערכנו בדבר issue contests ו-control contest ומכאן יש לקיים דיון בבעייתיות הטמונה באקטיביזם בעלי מניות (לרבות ניגודי עניינים, שיקולי טווח קצר-ארוך וכד'). בהקשר זה ערכנו דיון בין "סוגים" שונים של בעלי מניות פעילים – אלו המבקשים להשתלט על החברה או לכפות עליה מהלך אסטרטגי ואלו המבקשים לשמר את מבנה השליטה הנוכחי אך יחד עם זאת להביא להשבחת התהליכים בחברה (לדג' שינוי מערכת ההחלטות בענייני שכר מנכ"ל).

**שאלה 2**

השאלה מתמקדמת בסוגיה הבסיסית – האם כלל 14a-8 מהווה סף עליון או סף תחתון. כך למשל, היה וההצעה תאומץ, האם תהא החברה רשאית לפסול בעתיד הצעה המבקשת לתקן את ה-bylaws לשם קביעת הסדרים בדבר מינוי דירקטורים? בהקשר זה היה מקום לדיון באופן הפעלת ההסדר המוצע במסגרת הצעות עתידיות של בעלי מניות ומכאן הצגת השאלה הבסיסית לעיל.

בנוסף יש לשים לב כי ההצעה נוכחית היא הצעה ממליצה הכפופה לחובות האמון של הדירקטוריון וכי ההסדר מוצע להיכלל ב- charter או ב- bylaws (הסדרי התיקון של מסמכים אלו שונים).

**שאלה 3**

האם יש מקום לטענה כי שינויים במבנה דירקטוריון החברה בארה"ב יחד עם אקטיביזם בעלי מניות פוגעים בתפקודו של המנכ"ל?

לאחר תיקתנו של SOX, תוקנו הוראות הברסות המרכזיות בארה"ב לקבוע, כי רוב חברי הדירקטוריון של חברות רשומות יהיו עצמאיים. במקביל, אקטיביזם בעלי מניות מפנה את חיצו לדירקטוריון החברה אך גם ישירות למנכ"ל החברה.

במסגרת הקורס נבחנה השאלה כיצד אקטיביזם בעלי מניות משפיע על איכות ההחלטות של הדירקטוריון. כיצד תפקודו של מנכ"ל החברה מושפע שעה שהוא מדווח לדירקטוריון עצמאי (אשר כפוף לחובות האמון – מהי משמעות חובות אלו, מהי טוב החברה?) ונדרש להתמודד (יחד עם הדירקטוריון) בדרישות מצד בעלי מניות אקטיביסטיים (אשר לעתים מבקשים לראות תשואה עודפת בטווח הקצר)? כיצד תפקודו של הדירקטוריון מושפע ובאופן נגזר, כיצד מושפע המנכ"ל המפוקח על ידי אותו דירקטוריון?

#### שאלה 4

יש מקום לטענה כי מנגנון הגלולה המרה בחברה הישראלית אינו מקנה את אותה דרגת הגנה כבחברה הדלווארית בעיקר בשל הסיבות הבאות:

- 1) בניגוד לדלוואר בעלי מניות זכאים מכח חוק החברות לדרוש זימון אסיפה כללית (כמו כן דיון ביכולת בעלי מניות להוסיף נושא לסדר היום).
- 2) בניגוד לדלוואר – שינוי תקנון בישראל אינו דורש החלטה ממליצה של הדירקטוריון (הנדרש לשם שינוי ה-charter בארה"ב). גלולה מרה תאומץ לרוב על ידי הדירקטוריון ללא אישור בעלי מניות וללא הוראה משריינת בתקנון החברה הישראלית. בהעדר שיריון בתקנון, בעלי המניות יכולים, ככל הנראה, ליזום תיקון תקנון בעניין הגלולה המרה.
- 3) גישת הפרו-דירקטוריון של בתי המשפט בדלאוור (מכח סעיף (a)141 לחוק החברות המקומי) אינה דומיננטית בישראל באותו אופן כבדלאוור.

\*\*\*\*\*