**אוניברסיטת תל-אביב**

**הפקולטה למשפטים ע"ש בוכמן**

**רגולציה של שוק ההון**

**ד"ר איל גבע**

**מועד א', התשע"ז**

* משך הבחינה: שעתיים וחצי.
* ניתן להיעזר בכל חומר עזר מודפס.
* ענו על כל השאלות תוך פרוט בקצרה של הנימוק לבחירת התשובה הנכונה ביותר בחלק המסומן.
* הניקוד יינתן הן על בחירת התשובה והן על הנימוקים לה.
* כתבו בצורה עניינית, בהירה ובקצרה. אם תשובתכם מסתמכת על סעיף חוק, תקנה או פסק-דין, אנא ציינו זאת במפורש.

**בהצלחה!**

**אנא ענו על כלל השאלות תוך הסבר קצר וענייני לנימוקי בחירת התשובה;**

1. מר מזל הינו בעל שליטה בחברה ציבורית. במהלך בר המצווה של בן של חבר, מציע החבר למר מזל לרכוש ממנו קרקע שבבעלותו במחיר מציאה. מר מזל מסכים בו במקום ולמחרת מכנס את דירקטוריון החברה הציבורית, מספר להם על הפגישה ומציע לרכוש את הקרקע. דירקטוריון החברה מסכים מיד. עתה, לאחר מספר ימים, פונה אליך מר חשדני, דירקטור בחברה, ומבקש ייעוץ על החשיפה המשפטית הקשורה לאישור העסקה.
2. בנסיבות אלו יתכן כי הופרו חובות האמון של בעל השליטה כלפי החברה.
3. בנסיבות אלו קם החשש כי דירקטוריון החברה הפר את חובת הזהירות שלו כלפי החברה אולם באין פזיזות, עומדת לו הגנת כלל שיקול הדעת העסקי.
4. **ייתכן שיש בנסיבות אלו הפרות של חובת האמונים וחובת הזהירות.**
5. לנוכח הגילוי המלא וההזדמנות העסקית הנהדרת, אין חשיפה.

פ"ד בעניין ואן-גורקון; הפרת חובת זהירות עקב אי קבלת החלטה על בסיס מידע מספיק (דסק"ש; סעיפים 252-253) אולי הפרת חובת אמונים בגלל אי הפעלת שיקול דעת עצמאי (סעיף 106 לחוק החברות אולי ניגוד עניינים)

על תשובה ב' והסבר נכון, ניתנו מחצית הנקודות.

1. חברת בונוס ועוד בע"מ ("בונוס") נוהגת ליטול אשראי מבנק הלאום למימון פעילותה. האשראי אותו נוטלת בונוס מהבנק הינו מהותי לפעילותה העסקית. מבחינת בנק הלאום, מדובר באשראי זניח מתוך תיק האשראי של לקוחותיה. הגברת כבודי מנהלת את מחלקת האשראי בבנק. רצה הגורל, ועתה מציעים למנות את אחותה של הגברת כבודי כדירקטורית חיצונית בבונוס. האם יש פגם במינוי המוצע?
2. אין כל פגם. האשראי אינו מהותי מבחינת הבנק.
3. **יש פגם שכן האשראי מהותי מבחינת בונוס וזה מספיק**.
4. אין פגם שכן אין זיקה בין המועמדת לכהן כדירקטורית החיצונית לעובדת בבנק, אף אם היא אחותה.
5. אומנם אין מניעה משפטית מובהקת אך הדבר אינו רצוי.

בדומה לעמדת הרשות שהוסברה בשיעור, יש לייחס את הקשרים העסקיים של החברה עם הבנק לאחות שכן היא אחראית על האשראי לחברה; האשראי זניח לבנק אבל מהותי לחברה. האם הפסקת נטילת אשראי מהבנק יכול להוות לחץ על הדח"צית? כנראה שלא. יחד עם זאת מבחני הזיקה בודקים מהותיות בשני הצדדים ולכן זה כנראה מספיק.

הניקוד המלא ניתן על דיון בזיקה ועל כך שהאשראי שאינו מהותי מבחינת הבנק לא יאפשר לחץ על הדחצית (נפסיק לקחת אשראי מהבנק...).

1. בחברה הציבורית פרי ועמק בע"מ שלושה בעלי מניות מהותיים אברהם (10%), יצחק (5%) ויעקב (5%) אשר ביניהם אין כל קשר. יתרת מניות החברה בידי הציבור. עשו מחליט להשקיע בחברה מכספו שכן הוא מאמין בפוטנציאל העסקי שלה. לשם כך הוא מבקש כי יוקצו לו 19.99% ממניות החברה. מהי מסכת האישורים הנדרשים בחברה.
2. דירקטוריון החברה אמון על גיוס הון בחברה ועל כן הוא (והוא בלבד) המחליט בנסיבות כאלו.
3. עשו אינו הופך בעל שליטה ועל כן העניין בסמכות הדירקטוריון.
4. עשו אינו חוצה רף 25% ועל כן די באישור הדירקטוריון בלבד.
5. **ככל הנראה נדרש אישור הדירקטוריון והאסיפה הכללית**.
6. נדרש אישור וועדת הביקורת, הדירקטוריון והאסיפה הכללית של החברה.

למרות שלא מתקיימת החזקה העולה כאשר חוצים אף ה-20% (ס' (5) 270), עדיין יש לבחון שליטה מהפן המהותי. לנוכח מבנה הבעלות בחברה, נראה כי מוקצית שליטה לראשונה. לפיכך נדרש אישור האסיפה (274)

1. מזה זמן שבעל השליטה בחברה איי די סי בע"מ מבקש להכניס לתוכה את פעילות התיירות שלו. משיחות עם הדירקטורים החיצוניים המכהנים בחברה אלו מביעים מורת רוח מכוונתו זו. עתה הוא מחליט לנקוט צעדים לשם אישור העסקה. לשם כך הוא ממנה שניים מחבריו הטובים כדירקטורים בלתי תלויים בחברה, הם מצטרפים לוועדת הביקורת, הוא מפטר דירקטור בלתי תלוי מכהן ומוסיף לוועדת הביקורת את נשיא הכבוד של החברה (כך שיכהנו בה חמישה דירקטורים כולל שני הדירקטורים החיצוניים). עתה הוא מבקשת להביא לבחינת וועדת הביקורת את העסקה בטרם אישורה בדירקטוריון ובאסיפה הכללית. איזה משפט משקף בצורה הטובה ביותר את המצב המשפטי:
2. בעל השליטה לא יכול למנות את חבריו לוועדת הביקורת ועל כן וועדת הביקורת אינה כשירה ולא ניתן לאשר בה את העסקה.
3. לא ניתן לפטר את דירקטורים בלתי תלויים ובוודאי שלא בכדי לשנות את הרכב וועדת הביקורת.
4. נשיא הדירקטוריון לא יכול לכהן בוועדת הביקורת ועל כן אין בה את הכשירות הנדרשת לאישור.
5. אין בוועדת הביקורת רוב בלתי תלוי ועל כן אין בה את הכשירות הנדרשת לאישור.
6. **המעשים אינם נראים טוב כלל וכלל אך הם, ככל הנראה, חוקיים. יחד עם זאת, נראה כי בכל מקרה נדרשת וועדה בלתי תלויה (נוסף על וועדת הביקורת) לניהול משא ומתן על העסקה בטרם אישורה בוועדת הביקורת.**

יש לחברה שליטה מסוימת בוועדת הביקורת וההרכב שלה וזה בא לידי ביטוי בנסיבות. נשיא כבוד אינו ממלא תפקיד רשמי וכל עוד עיקר פרנסתו אינה על החברה, יכול לכהן בוועדת הבקורת (115). בלתי תלויים – עומדים בכשירות לדח"צים אולם מינויים ופיטוריהם נעשה על ידי החברה (רוב רגיל). בכל מקרה, פסק דין מכתשים אגן קבע את החובה להקים וועדה בלתי תלויה בעסקאות "גורליות". לא ברור אם מגיע לכדי כך אולם לנוכח ההרכב של וועדת הביקורת מומלץ להקים וועדה נקייה לחלוטין וכך, אולי ליהנות מכלל שיקול הדעת העסקי ביחס להחלטותיה. בכל מקרה כפוף למנגנון האישור המשולש.

1. אברבוך הקים את החברה שיכרון העמקים בע"מ והיא עתה חברה ציבורית כאשר אברבוך, אשר במשך שנים היה הרוח החיה בחברה, הוא עתה דירקטור ונשיא החברה. בנו של אברבוך הינו המנכ"ל. לאחרונה התגלה כי אברבוך חלה במחלת הסרטן וכי נותר לו זמן קצר. במשפחת אברבוך קנאים לפרטיות אך עתה נועצים בך אם בשלה השעה להודיע לציבור על המחלה על אף תפקודו הרגיל בינתיים שכן נדמה כי בעוד חודשים ספורים ייאלץ אברבוך לפרוש מהחברה.
2. בנסיבות אלו קמה חובת דיווח שכן מחלתו הינה פרט מהותי למשקיע.
3. **בנסיבות אלו לא קמה חובת דיווח. הזכות לפרטיות גוברת.**
4. הואיל וכבר ידוע כי אברבוך מתעתד לפרוש, קמה חובת דיווח.
5. החברה חשופה להליכים מנהליים.
6. תשובות א ו-ד נכונות.

בשונה מפסק הדין בעניין גיבור, כאן אין מגבלות על תפקוד מיידי ואין אינדיקציה שהתקבלו החלטות בחברה כאשר בעל השליטה/יו"ר דומיננטי, חולה במחלה הפוגעת בכשירות השכלית. בנסיבות אלו הזכות לפרטיות צריכה לגבור בשונה מבפסק הדין האמור. אין חובת דיווח על כוונה לעזוב של נושא משרה.

יחד עם זאת, ניתנו נקודות חלקיות אם ייושם גיבור כלשונו.

1. החברה חלומות נדל"ן בע"מ הנפיקה לציבור 100 מיליון ₪ באגרות חוב. לאחרונה היא נקלעה לקשיים. קיים ספק אם תוכל לעבור את התקופה הקרובה. עתה מודיע לה בעל השליטה בחברה כי ככל שהחברה תזקק לכך, הוא יתמוך בה כספית "עד יעבור זעם" וכי "חברה שלו לא תעשה הסדר חוב". אגרות החוב מגיבות להודעה בחיוב. כיצד על החברה לפעול?
2. על החברה לדווח לציבור על פרטי ההתחייבות ואם ההתחייבות הינה בעלת תוקף משפטי מחייב.
3. על החברה לדווח על ההתחייבות ומידע כספי ביחס לבעל השליטה ככל שניתן, אולם אין היא יכולה להציג מידע ביחס לאדם שהינו צד ג'.
4. **על החברה לדווח על ההתחייבות ועל תוקפה המשפטי ולתן מידע כספי ביחס לבעל השליטה שאם לא כן, החברה, בעל השליטה והדירקטורים שלה עלולים להיות חשופים להליך מינהלי.**
5. המידע קשור לצד ג' ולא להחייבויות החברה ועל כן אין חובת דיווח בנסיבות אלו.

התחייבות מהותית של בעל שליטה כלפי מחזיקי אגרות החוב מחייבת גילוי אודות יכולות בעל השליטה. בכל הנוגע לגילוי ביחס לבעל השליטה, האחריות היא על בעל השליטה וכן על החברה. לכן היא חשופה לאכיפה למרות שנעשה מעשה חד צדדי של צד ג'.

1. אסיה תעשיות בע"מ הינה חברה ציבורית המייצרת שיש למטבחים ואף מייצאת למדינות אחרות. עתה היא עומדת בפני חתימה על הסכם הפצה נרחב בצפון אמריקה. אומנם ההסכם כבר עבר לניסוח עורכי הדין אולם הוא טרם נחתם. עתה מפורסמת הצעת רכש על-ידי בעל השליטה למניות המיעוט בחברה. במקביל, דירקטוריון החברה מחליט לעכב דיווח ביחס להסכם בכדי שלא לסכל את העסקה בטרם זו הושלמה. ידוע לחברה כי דיווח ציבורי על ההסכם אכן עלול לסכל את חתימתו שכן המפיץ האמריקני ייחשף ללחצים שלא לשתף פעולה עם חברה ישראלית.
2. החברה אינה יכולה לעכב דיווח בשלב זה של העסקה.
3. החברה יכולה לעכב דיווח.
4. **ככלל, ניתן לעכב דיווח ביחס לעסקה בשלב כזה, אך לא בנסיבות אלו.**
5. אין חובת דיווח ביחס למשא ומתן.

זכות עיכוב הדיווח בשלב זה תלויה בהשפעה על המו"מ (בשונה משלבים שטרם הסכם עקרוני, אז ניתן לעכב מכל סיבה שהיא. יחד עם זאת, מועד בו מפורסמת הצעת רכש אינו מאפשר עיכוב דיווח (מקרה אפריקה תעשיות ונגב).

א, מדבר על השלב של המו"מ. ד' מדבר על נסיבות הצעת הרכש.

ניתנו נקודות גם על א' אם ההצדקה הייתה נכונה (אזכור הצעת הרכש) שכן הניסוח של התשובות לא מחודד מספיק.

1. הכל כלול בע"מ הינה חברה ציבורית העוסקת ברכישה ופיתוח של נד"לן מניב. בעלת השליטה, הגברת מאירסון, בעלת 70% מהחברה והיתר בידי הציבור. לאחרונה אושרה בחברה עסקת בעלי עניין עם חברת הניהול שבבעלותה המלאה של בעלת השליטה. על-פי העסקה, חברת הניהול תקבל מידי שנה 1.5% משווי פורטפוליו הנכסים של החברה. עתה החברה עומדת לרכוש נכס בשווי 100 מיליון ₪. אנא סמנו את המשפט המשקף בצורה הטובה ביותר את המצב המשפטי:
2. הנהלת החברה היא המוסמכת לאשר עסקאות.
3. הנהלת החברה ובנסיבות מסוימות הדירקטוריון. אישור הדירקטוריון נדרש, במידה והנכס מהותי או שכך קובע תקנון החברה.
4. מדובר בעסקה בה לבעלת השליטה עניין אישי. נדרש אישור "משולש".
5. מדובר בעסקה בה לבעלת השליטה עניין אישי ונדרש אישור "משולש" אלא אם כן היא אינה חריגה.
6. **מדובר בעסקה בה לבעלת השליטה עניין אישי אך הוא קל וזניח ועל כן אין זו עסקה הדורשת אישור מיוחד**.

אין מדובר בעסקה עם בעל השליטה אלא בעסקה עם צד ג' בלתי תלוי בו ייתכן כי לבעלת השליטה עניין אישי. העניין האישי נובע מכך שרכישת נכסים מגדילה את דמי הניהול. יחד עם זאת, ברור מהתיאור לעיל כי רכישה של נכס ב-100 מיליון, כאשר בעלת השליטה משלמת עליו הלכה למעשה 70 מיליון, לא תהיה עסקה שמושפעת מהעניין האישי של בעלת השליטה. ההפסד שלה בעסקה לא טובה, עולה לאין שיעור על הרווח שיבוא כתוצאה מדימי הניהול. לכן, ככל הנראה, העניין האישי הינו "קל וזניח".

בכל זאת ניתנו נקודות אם העניין האישי זוהה נכון וסומן ג, או ד'. בנוסף, אם נותחה התשובה בעניין אישור עסקת הניהול, ניתן ציון חלקי.

1. הגברת לנדאו הינה יזמית רבת תושייה שזיהתה קרקע העשויה להיות מופשרת לבניה. לגברת לנדאו אין אמצעים ועל כן היא מפרסמת מודעה בעיתון לפיה ניתן להצטרף אליה להשקעה האטרקטיבית בשני מסלולים. הראשון הינו מסלול בו 30 משקיעים יקבלו בסוף הדרך דירה מתוך הדירות המתוכננות בפרויקט שייבנה (אם ייבנה) בקרקע. משקיעים אלו יממנו מחצית מהסכום הנדרש לבניה ולפיתוח הקרקע. בנוסף, הגברת לנדאו פונה ל-30 משקיעים נוספים אשר ייהנו מחלק יחסי, בהתאם לסכום השקעתם, מתמורת מכירת יתרת הדירות לרוכשים עתידיים עם גמר הבניה. האם נדרש תשקיף לצורך שיווק הפרויקט כאמור?
2. לא נדרש תשקיף שכן בכל קבוצה יש 30 משקיעים בלבד.
3. לא נדרש תשקיף שכן הקבוצה הראשונה אינה רוכשת נייר ערך אלא דירה.
4. נדרש תשקיף שכן מדובר בשיווק ניירות ערך בהתאם לפסק דין קדם.
5. **נדרש תשקיף שכן גם אם לא מדובר בנייר ערך במקרה אחד, השני מספיק.**
6. מדובר בהשקעה לא מהותית וספקולטיבית ועל כן אין לדיני ניירות ערך עניין בה והנטל לפרסום תשקיף הינו כבד מידי.

המקרה הראשון מדובר במכירת דירה ולא נייר ערך. יחד עם זאת, במקרה השני למרות שהקבוצה מוגבלת ל-30, מספר הניצעים בעיתון הינו בהגדרה גדול מ-35. ייתכן שניתן להימנע מפרסום נייר ערך על ידי אי ציון כל נתון פיננסי במודעה בעיתון.

1. אנא פרטו את מטרותיה העיקריות של הרגולציה בשוק ההון תוך הבחנה בין אמצעי החקיקה השונים והדגמה של אמצעים משפטיים שונים להשגתן של מטרות אלו. בנוסף, אנא נמקו בקצרה באם התוצאה המבוקשת אכן מושגת, לטעמכם, בצורה מיטבית (**תשובה זו מזכה ב-20 נקודות בסך הכל)**

שני העניינים המרכזיים הינם חוק החברות – טיפול בבעיית הנציג לגווניה ובמיוחד בעיית הנציג רוב-מיעוט בקונטקסט הישראלי; חוק ניירות ערך – חובות גילוי למשקיעים;

רגולציה נוספת המטופלת יכולה להיות: חוק הריכוזיות – בעיית הפירמידות; תיקון 20 וחוק להגבלת שכר במוסדות פיננסיים – בגבלות שכר; הקלות בדיווח – עידוד שוק ההון. כמובן שניתן לבקר או להצדיק כל תיקון במגוון דרכים.