

תוכן עניינים מפורט

סך כ'

מבוא לכרך ב'

1

1. כללי

1

2 1. הוויכוח האידיאולוגי על תכניו של החוק, והצעות החוק החדשות

5 3. המשפט המקובל המתפתח סביב חוק החברות

7 3.3. הרמת המסך: סוף עידן האחריות המוגבלת?

10 1. הרמת המסך מעל מקימי חברות סדרתיים

11 2. תום לב בהלכת הרמת המסך, מבית היוצר של בתי הדין לעבודה

13 3.3. המגמה הכללית של הגברת האחריות של בעלי מניות ונושאי משרה

14 3.3. ריבוי פסקי הדין בנושאים שבהם ממשיכים לחול סעיפי הפקודה

17 4. החקיקה כמקור להגברת המודעות והזמינות של דיני החברות

19 5. סקטורים "מנצחים" וסקטורים "מפסידים"

21 6. השפעת המשבר הכלכלי על התפתחותם של דיני החברות

23 7. מוקדי הדיון בכרך ב'

25 שער שלישי: הון החברה וההגנות על נושים ובעלי מניות

27 פרק א': מבוא להון החברה

27 1. כללי

29 2. תחולת, זמן וסיכון

- 33 3. היוון ההכנסות העתידיות למול הערכת השוק
 35 א.3 קיומו או היעדרו של שוק תחרותי לנכסים/ניירות הערך
 36 ב.3 גיוון תיק ההשקעות (Diversification)
 39 ג.3 ניגודי אינטרסים בין המשקיעים, והשפעתם על מחירי השוק
 40 ד.3 הנפקות, רכישות ומיזוגים

- 42 4. משתנים רלוונטיים של השקעות, בהתקיים ניגודי אינטרסים
 42 א.4 גורם השליטה
 43 ב.4 נזילות ההשקעה
 44 ג.4 סיכוני חדלות הפירעון
 44 ד.4 זכות ההשתתפות

- 45 5. מבט ביקורתי על תיאוריית המימון

49 פרק ב': סוגי ניירות הערך

- 49 1. איגרות חוב, מניות בכורה ומניות רגילות
 52 2. המימד החדש של מושג ה"בעלות"
 55 3. אופציות וניירות ערך נוספים
 56 א.3 השתתפות בסיכוי ובסיכון השווייטים
 57 ב.3 תניות בחוזה המקורי, המאפשרות את שינוי בידי רוב מעוניין
 58 ג.3 קיומה או היעדרה של זכות ההשתתפות

59 פרק ג': ניגודי אינטרסים בין המשקיעים ותכלית החברה

- 59 1. כללי
 60 2. ניגודי אינטרסים בין הנושים לבין בעלי המניות
 61 א.2 הברחת נכסים
 63 ב.2 החלפת נכסים
 65 ג.2 הגדלת יחס המינוף
 67 ד.2 סיכום

68	3. ניהול אינטרסים בין בעלי מניות הבכורה לבין בעלי המניות הרגילות
69	4. ניהול אינטרסים בין משקיעים מוקדמים לבין משקיעים מאוחרים
70	5. ניהול אינטרסים בין משקיעים בנייר ערך מסוים בלבד, לבין משקיעים בניירות ערך אחרים של החברה
70	6. תכלית החברה
72	א.6. מטרת מיקסום הרווחים
73	ב.6. פינון חקיקתי להצמדת השליטה עם הבעלות ב"נתח השיורי" בחברה
73	ג.6. חובות אימון כלפי מי?
74	ד.6. ריסון האינטרסים של בעלי המניות
75	ה.6. ריסון האינטרסים של חברות אם וחברות אחיות
76	7. סטטוסן של הבחנות מסורתיות
76	א.7. תכניות אופציות לעובדים
76	ב.7. אגרות חוב ניתנות להמרה
77	ג.7. הלוואות בסיכון גבוה ובריבית גבוהה
77	ד.7. מימון חיצוני של 100% מן הנכס
78	ה.7. הקפאת הליכים ושיקום
81	פרק ד': שמירת ההון
81	1. מבוא
84	2. שלוש תפישות שונות להבנת ההסדר של שמירת ההון
93	3. המבחנים לחלוקה מותרת על פי חוק החברות
94	א.3. מושג ה"חלוקה"
96	ב.3. "מבחן הרווח"
96	ג.3. "מבחן יכולת הפירעון"
98	4. מקרים קונקרטיים של חלוקה לבעלי המניות
98	א.4. חלוקת דיבידנד במזומן
99	ב.4. חלוקת מניות הטבה

100	ג.4. חילוט מניות
102	ד.4. הקצאת מניות בפחות מערכן הנקוב
103	ה.4. ביטול מניות, ורכישת מניות החברה בידי עצמה
104	ו.4. רכישת מניות החברה לטובת עובדיה
105	ז.4. מניות בנות פדיון
106	ח.4. רכישת מניות החברה בידי חברת הבת
110	ט.4. רכישת עצמית של אופציות ואגרות חוב ניתנות להמרה
111	5. אחריות דירקטורים לחלוקה אסורה
113	א.5. פער הזמן שבין מועד החלוקה לבין מועד חדלות הפירעון
113	ב.5. התערבותם והשפעותיהם של גורמים לא צפויים בין מועד החלוקה לבין מועד חדלות הפירעון
113	ג.5. מידת רצינותו של תהליך ההערכה שערכו המנהלים לפני אישור החלוקה
114	ד.5. המועד הרלוונטי לביקורת השיפוטית הוא מועד ההערכה ולא מועד חדלות הפירעון
115	ה.5. קיומו או היעדרו של שיקול עסקי התומך בחלוקה
115	ו.5. היקף החלוקה למול היקף ההכנסות השוטפות
115	6. האיסור על הפחתת הון : איסור אנכרוניסטי שיש לבטלו
116	א.6. תוספת ההגנה לנושים היא זניחה
118	ב.6. עלויות הפעלתו של האיסור על הפחתת הון הן גבוהות
119	ג.6. עדיפותם של מנגנוני הגנה אלטרנטיביים
121	פרק ה': החוזה המגביל והשעבוד
121	1. מבוא
125	2. החוזה המגביל
125	א.2. תכניו של החוזה המגביל
132	ב.2. ההצדקה לקיומה של ביקורת שיפוטית על הפעלת השליטה בידי הנושה
138	ג.2. המבחנים הראויים להנחות את חובת ההגינות
139	1. מבחן האינטרסים הלגיטימיים

139	2. מבחן הסבירות
139	3. מבחן המידתיות
141	ד.2. היסודות המשפטיים לעיגונה של הביקורת השיפוטית בדין הישראלי
146	3. השעבוד
146	א.3. כללי
149	ב.3. מנגנון האכיפה הפנימי שיוצרים דיני השעבודים
154	ג.3. קיומם של נושים לא מובטחים
155	ד.3. רישום השעבוד
157	1. הסדרי הרישום
160	2. מועד יצירתה של הזכות הקניינית
162	3. פגמים ברישום ותוצאותיהם
165	4. הבטחה להבטחת אשראי עתידי, מתחדש ו/או מותנה (Future Advances)
171	ה.3. סוגי שעבודים וסדרי העדיפויות ביניהם
171	1. התפתחות הדין
173	2. השעבוד הצף והתפישה הסטטית של הפירמה
177	3. השעבוד הצף, התפישה המימונית של הפירמה ומערכת האכיפה הפנימית של יחס המינוף
179	4. עדיפות השסל"ן באספקלריה של המערכת הפנימית לאכוף על החברה יחס מינוף סביר
181	5. השסל"ן ודרישת העקיבה
187	6. מידת הקוגנטיות של ההסדר בסעיף 169(ד) לפקודה
190	7. השסל"ן, השעבוד הצף ושעבודים אחרים
193	4. סיווג עסקאות
199	5. זכויות בעל השעבוד בשיקום חברות
201	פרק ו': פירוק והקפאת הליכים
201	1. מבוא
206	2. מטרותיהם של דיני הפירוק והשיקום
206	א.2. כללי

206	2.ב. מטרות דיני הפירוק והשיקום על פי הספרות הקיימת
206	1. מטרות כלכליות לעומת מטרות חברתיות
214	2. מטרות פרוצדוראליות לעומת מטרות מהותיות
217	3. מטרות מיקרו-כלכליות לעומת מטרות מאקרו-כלכליות
219	2.ג. תיאוריה חדשה להבנת דיני הפירוק והשיקום
219	1. כללי
219	2. מערך ההתחייבויות הקיים גורר ניצול לא-יעיל של משאבי החברה
226	3. לא ניתן לפתור את חוסר היעילות בהסכמה
227	4. מצוקה פיננסית
228	5. מהותם של הליכי הגבייה הקולקטיביים
230	6. שמירת תכנית החלוקה המקורית
233	7. ההצדקה לפתיחת הליכי הגבייה הקולקטיביים
235	8. השוואת התיאוריה המוצעת עם תיאוריות קודמות
237	9. מניעת שימוש לרעה בהליך השיקום או בהליך הפירוק
239	3. בחירת סוג ההליך: שיקום, פירוק, ופשרה בין הנושים
239	3.א. שיקולים נורמטיביים בבחירה בין שיקום לפירוק
241	3.ב. אלטרנטיבת השיקום בישראל, והסדרי פשרה בין הנושים
247	3.ג. עקרונות יסוד בהבראת חברות
252	4. ארבעת השלבים של הליכי הגבייה הקולקטיביים
252	4.א. עיכוב הליכים או הקפאת הליכים
260	1. עיכוב הליכים כנגד הנושים המובטחים
264	2. דרישת ההגנה ההולמת
276	4.ב. איסוף נכסי החברה
278	1. הסמכות להיפטר מ"נכס מכביד"
284	2. אשראי חדש בהקפאת הליכים
287	3. ביטול העדפות מרמה (Fraudulent Conveyances)
291	4.ג. הסדר נושים וחלוקת נכסי החברה
291	1. כללי
293	2. כללי החלוקה הנוהגים בפירוק
298	3. כללי החלוקה בהסדר נושים
301	4. מעמדם של נושים המתנגדים להסדר
304	4.ד. סיום ההליך: מעשה בית-דין או חיסול החברה

307	פרק ד': תביעות הצבעה
307	1. מבוא
311	2. התחלפות התביעות של הדין
315	3. שיטות מדיניות ברום לזכויות הצבעה
315	3.1. אגנדה רציונלית (Rational Agency)
316	3.2. עידוד הצעות וכשן עדיפות
318	3.3. תוכן המדיניות לייצוג בקבלת ההחלטות
319	3.4. בעלי מניות מוסדיים
322	3.5. תוכן המדיניות
322	3.6. התחלפות של עקרונות המוקדניים: האיסור על מסחר בזכויות הצבעה
324	4. הצבעה באמצעות שליח (Proxy Statement)
326	5. מאבק שליטה המתנהלים באסיפה הכללית (Proxy Fights)
329	פרק ה': הזכות לדיבידנד
329	1. מבוא
332	2. מקור השיבות של הדיבידנד לבעלי המניות
332	2.1. חידת הדיבידנד (The Dividend Puzzle)
334	1. אי-יעילות שוק ההון
335	2. עלויות שליחות
335	3. תיאוריית ה"סימנים" (Signaling Theory)
336	2. הסברה של החידה על יסוד עיקרון אי-הפריקות
337	3. סוגי הדיבידנד
338	4. חובות האימון בקונטקסט של חלוקת דיבידנד

שער רביעי: מיזוגים והשתלטויות

פרק ט': מבוא למיזוגים והשתלטויות

1. כללי

2. מהן עסקאות המיזוג וההשתלטות?

3. הסוגיות הבסיסיות מדיני החברות בקונטקסט של מיזוגים והשתלטויות

א. כללי

ב. סוגיית מהותה של האישיות המשפטית של החברה

ג. סוגיית ההערכה (Valuation)

1. הערכה על פי היות רווחים צפויים, שווי נכסים, שווי שוק,

או, תשלובת של השלושה

2. הערכה על פי ניסיון העבר, או על פי מקורות ערך עתידיים

ד. בעיית הנציג

ה. סוגיית פיזור בעלי המניות

ו. סוגיית המימון

4. מיזוגים והשתלטויות: תרכובות של סוגיות יסוד מדיני החברות

א. כללי

ב. סוגיית ההערכה למול בעיית הנציג

ג. סוגיית ההערכה למול סוגיית המימון

5. מבנה הדיון בשער הרביעי

פרק י': שיקולי המדיניות של מערכת המשפט

1. מבוא

2. "תמריצים לגיטימיים" לביצוע מיזוגים והשתלטויות

א. רווחי חיבור (Synergy Gains)

1. מניעת כפל עלויות

2. שיפור השיווק

380	3. שיפור כשור גיוס האשראי
380	4. הגדלת נתחי שוק (Market Share)
381	5. הרחבת היצע המוצרים ללקוחות
381	6. יתרונות לגדל
382	ב.2. שיפור הניהול
382	ג.2. "רכישה החוצה" והגבלת השיתוף בין בעלי המניות
384	3. "תמריצים לא-לגיטימיים" לביצוע מיזוגים והשתלטויות
384	א.3. רווחים מונופוליסטיים
385	ב.3. רווחים פרטיים מן השליטה
385	ג.3. "חלוקה מחדש" של התביעות כנגד נכסי החברה
389	4. מטרות המדיניות של מערכת המשפט
389	א.4. מבחני היעילות
391	ב.4. מבחני השוויון
392	ג.4. הטיפול בבעיית הכפייה
394	ד.4. הבטחת קיומו של משא ומתן ראוי על מחיר העסקה
397	פרק יא': סיווג העסקאות
397	1. כללי
400	2. הסיווג המסורתי של מיזוגים והשתלטויות
400	א.2. סוגי העסקאות
400	1. רכישת השליטה המרוכזת
401	2. עסקת המיזוג
403	3. הצעת הרכש
404	4. עסקה באמצעות סעיף 350 לחוק החברות
405	ב.2. עסקה בין ישויות משפטיות, או עסקה בין בעלי המניות
407	ג.2. היעלמותה של אישיות משפטית מן העולם
407	ד.2. מידת מעורבותו של בית המשפט
408	ה.2. עסקה שוויונית או מפלה
409	ו.2. מידת הכפייה הנעוצה בעסקה
410	ז.2. "עסקאות ידידותיות" לעומת "השתלטויות עוינות"

3. הטרינספורמציה בסיווג העסקאות

3.א. טשטושן של הבחנות מסורתיות בחיי המעשה

1. עסקת מניות הנדרשת לאישור אורגני החברה

2. המיוג המשולש ההפוך מבטל את חשיבות היעלמותה של

הישות המשפטית

3. מיוג בין חברות קשורות: טשטוש ההבחנה המסורתית בין

עסקאות שוויוניות לעסקאות מפלות

4. "כפייה" בהצעות רכש וה"לחץ למכור"

5. הצעות רכש ידידותיות

6. הפנייה ל"אביר לבן" ותוצאתה

3.ב. הדוקטרינה העכשווית: סטנדרטים גמישים תופשים את מקומן

של הקטיגוריות המסורתיות

4. המשך הדיון בשער הנוכחי

פרק יב': מכירת שליטה מרוכזת

1. כללי

2. שלוש גישות מתחרות ביחס לחובות אימון במכירת השליטה

2.א. הגישה המקלה: החובה להימנע ממכירת השליטה ל"חלבן" (looter)

2.ב. גישת הביניים: איסור על מכירת הזדמנות עסקית של החברה

2.ג. הגישה המחמירה: איסור על כל פרמיית שליטה

2.ד. ההתלבטות בבחירת הגישה המנחה

3. שיקולי המדיניות בבחירת הגישה הראויה

3.א. Andrews וה-Equal Opportunity Rule

3.ב. Easterbrook & Fischel: שוויון, יעילות כלכלית, וכלל השוק

(Market Rule)

3.ג. Bebchuck: שוויון, יעילות, והתלות בנסיבות

1. יעילות כללית למול טובות הנאה פרטיות לבעל השליטה

2. עלויות היעילות של הכללים השונים

3. הנסיבות המשפיעות על יעילותם של הכללים השונים

4. יתרונו המשווער של כלל השוק

4.B. היקף תחולתו של עיקרון השוויון על רקע אי-הפריקות של

הישות המשפטית

5. בעיות באכיפת הכלל המשפטי הרצוי, והשפעותיהן על עיצובה של ההלכה

פרק יג': מיוזג ורכישה לפי סעיפים 341 ו-350 לחוק החברות

1. כללי

2. הפרוצדורות באישור העסקאות

2.A. הפרוצדורה לביצוע המיוזג

2.B. פרוצדורות הרכישה במסגרת הסדר לפי סעיף 350 לחוק

2.C. פרוצדורות הרכישה לפי סעיף 341 לחוק

3. סוגי מיוזג

4. חובות איתן מיוחדות של המנהלים במסגרת המיוזג

4.A. ההבחנה בין מיוזג בין חברות זרות לבין מיוזג בין חברות קשורות

1. העיסה פרודוקטית (Fair Dealing)

2. העיסה מחויבת (Fair Price)

3. מיוזג נשקף המיוזג לצורך חובות האיתן

3.A. מיוזג בין חברות זרות

1. חובות המנהלים של הדיקטטורין

2. חקירות היעדר המבצר (Adequate Price)

3. סמך הדין באגן *Smith v. Van Gorkum*

3.A. מיוזג בין חברות קשורות

1. חובות כללי

2. חובות מיוחדות של הדיקטטורין

3. קבלת החלטות על העיסה מחוץ הנסקה

4. אישור מידע חייב בלתי מלא באסיפה הכללית

5. התחייבות מיוחדת למנכ"ל, על מנת לנסות ולאחר

העיסה מיוחדת זרה

4.ה. תחולתן של חובות אימון שהתפתחו בקונטקסט של הצעות רכש
על מיזוגים

512

5. תחולתו של עיקרון השוויון

520

6. שיקולי המדיניות הראויים להנחות את בית המשפט באישורו של הסדר

521

7. היעלמותה של הישות המשפטית, וההגנה על הנושים במסגרת המיזוג

521

פרק יד': הצעות רכש

523

1. מבוא

523

2. מהותה של הצעת הרכש

526

2.א. עסקת בעלי מניות

526

2.ב. הצעה שוויונית למכלול בעלי המניות

528

2.ג. הצעת רכש חלקית והצעת רכש מלאה

529

2.ד. ההשתלטות העוינת

530

2.ה. ההשתלטות הידידותית והרכישה העצמית של מניות

531

3. האם הצעות רכש הן רצויות וראויות לעידוד על ידי מערכת המשפט?

532

3.א. מנגנון השוק לריסון ההנהלה

532

3.ב. מדיניות ניהול המונחית על פי הטווח הקצר או על פי הטווח הארוך

534

3.ג. הבחירה בין יזמים לבין אנשי כספים ומימון

534

3.ד. רכישה לשם פירוק (Bust-Up Acquisitions)

537

3.ה. השפעת ההשתלטות העוינת על סקטורים שונים של משקיעים

539

1.3. סיכום

540

4. הפרוצדורה בביצוע הצעת רכש

541

5. החובה לבצע הצעת רכש

542

5.א. האיסור על איסוף מניות

542

1. הגינות המסחר בבורסה

542

2. שוויון בין בעלי המניות המוכרים

543

3. שוק יעיל ואינפורמציה מלאה

544

544	ב.5. היקף תחולתו של סעיף 328 לחוק החברות
546	ב.5. החובה לבצע הצעת רכש ברכישה עצמית של מניות
547	א. היעדר משא ומתן על מחיר ההצעה
557	ד. מתנגן ההצבעה לפתרון בעיית הכפייה
559	א. טקטיקות ההתנגנות
559	א.א. כללי
560	ב. הקטיגוריות המרכזיות של טקטיקות ההתנגנות
560	1. טקטיקות הנדרשות לחמיכת בעלי המניות לעומת
560	טקטיקות בסמכות ההנהלה
561	2. טקטיקות מבניות לעומת טקטיקות פיננסיות
563	3. טקטיקות "התנגנות" לעומת טקטיקות "תומכות עסקה"
563	ב. הביקורת השיפוטית על טקטיקות ההתנגנות
563	1. מבוא
566	2. שלושת ההלכות המנחות את מבחן הביניים
566	א. מבחן Unocal
568	ב. מבחן Revlon
570	ג. מבחן Blasius
572	ד. הכללים המשפטיים החלים ביחס לכל אחת מן הטקטיקות בנפרד
572	1. דרישות רוב מיוחד (Supermajority Provision)
576	2. הפליה בזכויות הצבעה
576	3. גלולת הרעל (Poison Pill)
579	4. פיצול הדירקטוריון (Staggered Board)
583	5. מצנחי זהב (Golden Parachutes)
584	6. רכישה עצמית של מניות
585	7. פניה לרוכש ידיוותי
587	8. הסכמים למניעת תחרות, והסדרי פיצוי מוסכם
589	9. עסקאות בשני שלבים
591	פרק טו': הערכת חברות במיזוגים והשתלטויות
591	א. כללי

596	2. סוגיית ההערכה : עקרונות מנחים
596	א.2. הערכה על פי שווי "העסק החי"
596	1. אימתי אין די בהערכת השוק הנגלית?
	2. פעולת ההערכה נעשית על פי "שווייה הפנימי"
606	(intrinsic value) של החברה
	א.2. הערכה על פי שווי העסק כ"עסק חי" ולא על פי שוויים
606	של הנכסים בפירוק
607	ב.2. הגנה על שוויון מוחלט בין בעלי המניות
608	ב.2. מועד ההערכה
609	ג.2. ההערכה השיפוטית אינה כוללת את רווחי המיזוג
610	ד.2. שיטות ההערכה השונות
610	1. הערכה על פי שווי שוק
611	2. הערכה על פי שווי נכסים
611	3. הערכה על פי שווי ההכנסות הצפויות
613	א.3. בסיס ההכנסות של החברה
614	ב.3. מקדם ההיוון והמכפיל
614	ה.2. כלל ההערכה המשוקלל
616	ו.1.2. היחלשות של כלל ההערכה המשוקלל והמעבר להערכה על פי DCF
617	3. עיוות נוסחאות ההערכה (Corruption of the Valuation)
	א.3. בחירה אסטרטגית של משך ההיסטוריה הרלוונטית להערכה
617	רווחי החברה בעתיד
622	ב.3. בחירה מניפולטיבית של המכפיל
625	ג.3. שימוש מניפולטיבי במציאות הנגלית לאחר מועד המיזוג
627	4. נטרול ההטיה האדוורסרית על ידי בית המשפט
631	5. הערכה היסטורית למול הערכה נושאת פני עתיד
631	א.5. הערכה נושאת פני עתיד מגדילה את הפער שבין הערכות הצדדים
631	ב.5. הטיית ההערכה השיפוטית כלפי מעלה
637	ג.5. סיכום ומסקנות
637	6. הזכות לסעד ההערכה וסחטנות המיעוט

641	פרק טז: הרכישה הממונפת (LBO)
641	1. כללי
646	2. ההחלטות הסיכון שיוצרת הרכישה הממונפת
648	3. מקורות לאחריות כלפי נושים מוקדמים
648	3.1. אחריות של החברה הלווה
649	3.2. אחריות אישית של קברניטי העסקה
651	3.3. אחריות נושים
655	מסמכים
657	הקק"ל ישראלית
665	הנפקה ישראלית
681	מניות ישראלית
685	מניקה זרה
707	מניות זרה
727	מסמכי משא ומתן