



### עדכונים וחידושים - תאגידים וניירות ערך

לקוחות יקרים,

בעדכון לקוחות זה נביא בפניכם פסק דין חשוב שניתן על ידי בית המשפט העליון, במסגרת ערעור על תביעת בעלי מניות שטענו לקיפוח בשל דילול בערך מניותיהם, בעקבות הנפקת מניות בדיסקאונט בחברת מדיפאואר אוברסיז.<sup>1</sup>

פסקי הדין, במחוזי ובעליון, מעוררים שאלה יסודית בדיני התאגידים והיא - מהו המחיר הנאות בו רשאית חברה לגייס הון ולדלל את בעלי מניותיה הקיימים.

[אימתי הנפקת מניות שמבצעת חברה תיחשב כמקפחת את בעלי מניות המיעוט? עמדת המחלקה הכלכלית](#)  
סעיף 191 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, מעגן בתוכו את דוקטרינת קיפוח המיעוט, אשר מקימה עילת תביעה במקרים של פגיעה באינטרס מבוסס או בציפייה לגיטימית של בעל מניות בחברה.<sup>2</sup>

השאלה שניצבה לפתחו של בית המשפט היא באילו נסיבות גיוס הון שמבצעת חברה ייחשב למקפח?<sup>3</sup> האם חובה על החברה לגייס רק בשווי ההוגן הכלכלי של המניות? או במחיר השוק? או שמא מותר לה לגייס גם בדיסקאונט על השווי ההוגן או על מחיר השוק?

שאלה זו מתעוררת לאור העובדה שהנפקה עלולה לפגוע לא רק בשיעור החזקותיו של בעל מניות המיעוט (ששיעור החזקותו מדולל) אלא גם בשווי, וזאת ככל שהדילול יעשה מתחת לערכן ההוגן או למחיר השוק (כפי שהמקרה תדיר בהנפקה לציבור).

השאלה רלוונטית הן לחברות פרטיות והן לחברות ציבוריות (שלגביהן, קיים יתרון בשל קיומו של מחיר שוק).

השופטת רונן, כיום שופטת בית המשפט העליון, קבעה בפסק דינה במחוזי כי על התובע הטוען לעושק המיעוט להוכיח כי הנסיבות שאפיינו את ההנפקה מעוררות חשש מובנה שהיא נוצלה לטובת קבוצה מסוימת של בעלי מניות, וזאת באמצעות שני מבחני עזר:

(1) **העדר תמריץ להשתתפות בהנפקה**. האם מדובר בהנפקת מניות אשר ניתן היה להניח לגביה לפני

ההנפקה באופן סביר כי חלק מבעלי המניות לא ישתתפו בה (לאור מאפייני החברה או ההנפקה)?

(2) **השפעת הרוכש על מחירן המוצע של המניות**. האם בעלי המניות שניתן היה לצפות שירכשו את

המניות המוצעות (בדרך כלל - בעלי השליטה), הם בעלי יכולת להשפיע על הערכת השווי של החברה

לצרכי גיוס ההון?

<sup>1</sup> ע"א 8857-21 טל גינזבורג נ' מדיפאואר אוברסיז פאבליק קו. לימטד (פורסם בנבו, 26.02.2023). פסק הדין במחוזי: ת"א (תל אביב-יפו) 34979-08-16 טל גינזבורג נ' מדי פאור (אוורסיס) פאבליק קו. לימיטיד (פורסם בנבו, 07.08.2018).

<sup>2</sup> לדוגמה: ניהולה הכושל של חברה; פגיעה מתמשכת בציפיותיו הלגיטימיות של המיעוט להשתתפות בניהולה השוטף ובחלוקת רווחיה; וכן משבר אמון חריף בין בעלי המניות בחברה פרטית אשר מנוהלת כמעין-שותפות.

<sup>3</sup> התובעים לא העלו עילות הנוגעות לאופן הפעלת שיקול דעת הדירקטורים ולפיכך לא נדונה סוגיה זו.

צרוף שתי אינדיקציות אלה יכול ללמד כי בעל השליטה בחר ביודעין לדלל את בעלי מניות המיעוט במחיר נמוך משוויין ההוגן של המניות המוצעות. לפי השופטת רונן, הדרך לסתור את החשש היא להראות כי ההנפקה הייתה במחיר השוק.

השופטת רונן הקפידה לציין כי היא אינה דנה בשאלה מה קורה כאשר מצבם של כל בעלי המניות ומערך האינטרסים שלהם ביחס להנפקה הם זהים. ניתן אם כן ללמוד כי לשיטתה, במקרה כזה - הנפקה ציבורית הפתוחה לכל בעלי המניות יכולה להתקיים גם בדיסקאונט על מחיר השוק שיש בו כדי לתמרץ את בעלי המניות להשתתף בהנפקה.

### פסק הדין בערעור

לעומת השופטת רונן, השופט שטיין אשר כתב את פסק הדין המרכזי בערעור, סבור כי המבחנים שהוצעו על ידה מצומצמים מדי ואף עלולים להוביל למסקנה כי בחברה פרטית בה יש בעל שליטה, כמעט כל הנפקה שיקדם בעל השליטה עלולה להיתפס כ"מקפחת" (לאור זאת ששני מבחני העזר שלעיל ייענו בחיוב). לשיטתו של השופט שטיין, יש להעדיף גישה גמישה יותר, לפיה הנפקה היא מקפחת רק כאשר היא "מעלה סימן שאלה רציני וחדש ממשי שאין זו פעולה בתום לב ולטובת החברה", ולכך מצטרפות אינדיקציות לכך שהמחיר שנקבע לה אינו נאות ביחס לערכן הראלי של המניות.

לעניין זה - השופט שטיין מדגיש כי שווי השוק של המניות הוא השווי הראלי שלהן, והוא דוחה את הטענה כי יש להתחשב בשווי המבוסס על ההון העצמי של החברה ("שווי נורמטיבי") או על הערכות שווי. זאת ועוד, לשיטתו, גם דיסקאונט סביר על מחיר השוק הוא אפשרי, כאשר ההנפקה נעשתה בתום-לב ולטובת החברה ולא ניתן היה למצוא דרכים חלופיות, מעשיות וסבירות, להשגת המימון הדרוש לחברה, אשר יכלו לאיין או למזער את הפגיעה בבעלי מניות המיעוט. עם זאת, ככל שגדל שיעור הדיסקאונט, כך יתחזק החשש כי ההנפקה היא מקפחת.

כללים אלה יפים הן לגבי חברות ציבוריות והן לגבי חברות פרטיות, אולם ניכר כי בית המשפט יאפשר לחברות ציבוריות גמישות רבה יותר, תוך הבנת הקושי לגייס הון ללא מתן דיסקאונט על מחיר השוק. שאר שופטי ההרכב תמכו במסקנתו של השופט שטיין ודומה כי אף הם מייחסים את מירב המשקל לכך שמחיר ההנפקה נגזר ממחיר השוק של המניה ערב ההנפקה, הגם שלא הצטרפו באופן מפורש למתווה הבחינה המפורט שהציב.

### תובנות העולות מפסק הדין

נראה כי לצד המחלוקת העקרונית ביחס למשקל שיש לתת למבחני העזר שנקבעו בפסיקת המחוזי, המסר הולה מפסק דינם של כל שלושת השופטים, לפיו, כאשר הדירקטוריון פועל בתום לב, הנפקת מניות בדיסקאונט על מחיר השוק נותרה **פרקטיקה עסקית-מסחרית לגיטימית** וכי אין בסיס לטענה כי על מחיר ההנפקה להיגזר מהשווי ה"אובייקטיבי" של המניות.

הדבר נכון בחברה פרטית (ככל שניתן להסיק "מחיר שוק" למניות) וביתר שאת לחברה ציבורית.

יצוין כי ניכר כי בית המשפט יצא מתוך ההנחה כי בפני בעלי המניות עומדת ברירה שוויונית ליטול חלק בהנפקה והוא לא נדרש לשאלה האם קו מחשבה זה תקף גם להנפקה המבוצעת בשיטה של הצעה לא אחידה, בה לבעלי המניות לא ניתנת הזדמנות ליטול חלק בהנפקה.

לסיום - פסק הדין מדגיש את חשיבות קיומו של דיון מושכל בדירקטוריון ערב גיוס הון, בו תבחנה החלופות לגיוס תוך התחשבות בפגיעה האפשרית בבעלי מניות שלא ייטלו חלק בהנפקה. קיים יתרון כי בדיון זה ישמע הדירקטוריון גם את חוות דעתם של החתמים המלווים את הליך גיוס ההון.

**פישר (FBC & Co.)****למידע נוסף אנו עומדים לרשותכם בכל שאלה או הבהרה ונשמח לסייע ככל הנדרש.****03-6944131****awell@fbclawyers.com****אברהם וול****03-6944249****bnoiman@fbclawyers.com****בועז נוימן****03-6944131****voren@fbclawyers.com****ורד אורן**

.....  
הכלול באגרת מידע זו הוא מידע כללי בלבד, הוא אינו חוות דעת משפטית או ייעוץ משפטי ואין להסתמך עליו. כל הזכויות שמורות לפישר (FBC & Co.).  
להירשם למייל זה או להסרה מרשימת התפוצה: [news@bclawyers.com](mailto:news@bclawyers.com)