

א.ג.ג,

**הנדון: נייר עמדה מורחב בעניין עמדתה של כימיקלים לישראל בע"מ בקשר עם טיוטת המלצות**

**דוח הוועדה להגברת התחרותיות במשק**

בחודש אוקטובר 2011 פרסמה הוועדה להגברת התחרותיות במשק ("ועדת התחרותיות" או "הוועדה") את טיוטת המלצותיה ("טיוטת המלצות"). כימיקלים לישראל בע"מ ("החברה") הגישה לוועדה, ביום 13 בנובמבר 2011, נייר עמדה תמציתי ("נייר העמדה התמציתי") המפרט את עמדתה ביחס למספר המלצות שנכללו בטיוטת המלצות. עמדת החברה נוגעת להגדרת חברת פער ולשתי המלצות של הוועדה – המלצת הוועדה לחיזוק בעלי מניות המיעוט בחברת פער באופן שהחלטות מסוימות תובאנה לאישור האסיפה הכללית ברוב מקרב המיעוט, והמלצת הוועדה כי מתן התגמול לבכירים בחברות פער יותנה באישור האסיפה הכללית ברוב מקרב המיעוט. ברצונה של החברה להרחיב את התייחסויותיה לגבי המלצות הוועדה כפי שפורטו בנייר העמדה התמציתי, כמפורט להלן. יצוין כי, כפי שנעשה בנייר העמדה התמציתי, אף העמדה המובאת להלן הינה מנקודת מבטה של החברה וכי החברה לא התייחסה להשלכות המלצות הוועדה על בעלי השליטה בה.

עמדת החברה היא כי המלצות הוועדה, אם תיושמה, תגרומנה נזק כבד לחברה ולבעלי מניותיה, כולל בעלי המניות מקרב המיעוט, עליהם נמנים גם משקיעים זרים רבים. נייר העמדה מבקש להדגיש טענות שהן ייחודיות לחברה, ולהסביר מדוע אין זה סביר לגרום לחברה שהיא יצואנית גדולה, המתמודדת עם תחרות עזה בשוק הגלובאלי, נזק בלתי הפיך. מדינת ישראל ביקשה להגן על אינטרסים חשובים באמצעות "מניית זהב" ששמרה לה, ואילו המלצות הוועדה מתעלמות מן האינטרסים הללו ועלולות להפקירם, על מזבח אינטרסים אחרים, שההגנה עליהם יכולה להיעשות באמצעים דרסטיים פחות.

1. הדרישה כי עסקאות הנעשות במהלך עסקיה הרגיל של החברה תהיינה טעונות אישור רוב מקרב המיעוט באסיפה הכללית, תקנה כוח שליטה אפקטיבי לבעלי מניות מיעוט, ותפגע בזכויות שהוקנו למדינה מכוח מניית המדינה המיוחדת. החברה נוסדה בשנת 1968 כחברה ממשלתית. בשנת 1992, בעקבות החלטת ממשלת ישראל להפריט את החברה, נרשמו מניות החברה למסחר בבורסה ולמדינה הונפקה מניית מדינה מיוחדת ("מניית המדינה המיוחדת"). בשנת 1995 מכרה ממשלת ישראל את גרעין השליטה בחברה. מרבית המניות הרגילות שהחזיקה המדינה בחברה נמכרו במהלך השנים שלאחר מכן, ובשנת 2000 חדלה המדינה להיות בעלת עניין בחברה מכוח אחזקותיה במניות הרגילות של החברה, ונותרה בעלת מניית המדינה המיוחדת. מניית המדינה המיוחדת אינה ניתנת

להעברה ומקנה למדינה זכויות שמטרתן "להבטיח שמירה על העניינים החיוניים של המדינה", המוגדרים בתקנון החברה ככוללים: (1) שמירה על אופייה של החברה וחברות הבת שלה כחברות ישראליות שמרכז עסקיהן וניהולן ייעשה בישראל; (2) פיקוח על השליטה במחצבים ובאוצרות הטבע; (3) מניעת רכישה של עמדת השפעה בחברה ובחברות הבת שלה על ידי גורמים עוינים או גורמים העלולים לפגוע בענייני חוץ וביטחון של המדינה; וכן (4) מניעת רכישה של עמדת השפעה בחברה ובחברות הבת שלה או מניעת ניהולן של החברות האמורות, כאשר רכישה או ניהול כאמור עשויים ליצור מצב של ניגודי אינטרסים מהותיים העלול לפגוע באחד מן העניינים החיוניים המפורטים לעיל. במסגרת מנגנון מניית המדינה המיוחדת נקבע בתקנון ההתאגדות של החברה, כי כל רכישה או החזקה של מניות בחברה בשיעור של 14% או יותר, וכן בשיעור של 25% או יותר מהון המניות המונפק, וכן כל העברה של מניות או ניירות ערך אחרים של החברה שכתוצאה ממנה עוברת, או עשויה לעבור בעתיד, השליטה בחברה - לא תהיה בת תוקף כלפי החברה אלא אם כן נתקבלה לכך הסכמת המדינה, אשר רשאית להתנגד להעברה כאמור רק אם היא עלולה לפגוע באחד מן "העניינים החיוניים של המדינה".

הרציונל בבסיס קביעת הצורך באישור מחזיק מניית המדינה לגבי שלוש מדרגות האחזקה המפורטות - 14%, 25%, ושליטה - יסודו ברצון לשמור על ענייניה החיוניים של המדינה המתוארים לעיל. המדינה ראתה חשיבות בפיקוח על זהות כל מי שניתנה בידו היכולת לשלוט בחברה או היכולת להיות בעל השפעה מהותית בחברה, יכולות שהפעלתן עלולה לפגוע בעניינים החיוניים שלה. יישום ההמלצה מקנה השפעה מהותית לבעלי מניות מבלי שקיבלו לשם כך אישור מראש של מהמדינה, ובכך תפגענה הזכויות שהוקנו למדינה מכוח מניית המדינה המיוחדת. הקניית כוח הכרעה בנושאים מהותיים לבעלי מניות מיעוט תקנה השפעה מהותית בחברה לבעל מניות מיעוט, אף אם יחזיק במניות בשיעור נמוך, זאת כאשר למדינה לא תהיה כל יכולת לשלוט בזהות בעל מניות מיעוט זה. בנוסף, במסגרת טיוטת ההמלצות דנה הוועדה בהצעה לפיה בחברת פער כוח ההצבעה של בעל השליטה באסיפה הכללית ישקף את הזכויות ההוניות (המשורשרות) שלו. משמעות הדבר הינה כי כוח ההצבעה של בעלי המיעוט בחברה גדל באופן פרופורציונאלי לירידת כוח ההצבעה של בעל השליטה, ולמעשה, ככל שההצעה האמורה תתקבל, בעלי המניות שבידיהם שיעור נמוך מ-14% מהונה של החברה, יחזיקו דה-פקטו בכוח הצבעה בשיעורים גבוהים יותר, שיקנו להם השפעה מהותית ואולי אף שליטה אפקטיבית באסיפה הכללית. התוצאה היא שהמדינה תאבד את כוח הפיקוח שלה על זהות בעלי זכות ההכרעה או השליטה האפקטיבית בחברה, וייווצר חשש אמיתי לפגיעה בעניינים החיוניים של המדינה.

מכתבו של מר יוסי ניצני, אשר כיהן בשנים 1991 עד 1995 כמנהל רשות החברות הממשלתיות, מצורף כנספח א' למכתב זה.

בהקשר זה אנו מציעים, ככל שלא תתקבל הצעתנו (שתפורט להלן) שלא לאמץ את המלצת הוועדה הנדונה כלל, כי חברות בהן קיימת מניית מדינה מיוחדת תוחרגנה מגדר הגדרת חברת פער.

## 2. ההשפעות הפוגעניות של ההמלצות על החברה כחברת ייצוא

**2.1 היעדר השפעה של החברה על הריכוזיות במשק הישראלי.** הגדרת "חברת פער" כפי שהיא מופיעה בטיטת ההמלצות אינה מבחינה בין חברות הפועלות בעיקר בשוק המקומי ובין חברות יצוא הפועלות בעיקר בשווקים בחו"ל. החברה היא חברה רב-לאומית אשר למעלה מ-90% ממכירותיה מופנות לחו"ל, ועל כן אין לה השפעה על מצב התחרותיות והריכוזיות במשק הישראלי. התוצאה היא, מבחינה מעשית, השתתף "סנקציות", על החברה בשל היותה חברת פער, זאת בזמן שהשפעתה של החברה על מידת התחרות במשק הישראלי הינה זניחה ביותר.

**2.2 הפגיעה האנושה של ההמלצות ביכולת החברה להתחרות מול חברות רב-לאומיות הפועלות בתחומה.** לא זו בלבד שהחברה אינה "הכתובת הנכונה" לתחולת ההמלצות וממילא לא יהיה בישומן על החברה כדי לקדם את התחרותיות במשק, אלא שהכפפת החברה להמלצות המוצעות תביא לפגיעה בחברה וביכולתה להתחרות באופן אפקטיבי בשווקים הבינלאומיים בהם פועלות חברות שאינן כפופות למגבלות כאמור. החברה הינה חברה רב-לאומית הכפופה לשיטות משפט ול"כללי משחק" בינלאומיים מקובלים על פיהם מתבצעות עסקאות בעולם. החלת המלצות הועדה על החברה תכביד עליה ותפגע באופן מהותי בהתנהלותה העסקית, ביכולת המימון שלה, וביכולתה להתחרות באופן אפקטיבי בשווקים בהם היא פועלת. התוצאה היא שהחברה תימצא בעמדת נחיתות משמעותית ביחס למתחרותיה בזירה הבינלאומית, ולכך תהייה השפעה על יכולת צמיחתה ועל תוצאותיה העסקיות. קשירת ידיה של החברה ביחס למתחרותיה תפגע גם בבעלי מניותיה, לרבות בעלי מניות המיעוט, ותפגע ביכולת החברה להזרים הון לישראל.

לשם המחשת עוצמת הפגיעה שתיגרם מיישום ההמלצה, נתייחס לעסקאות רכישת חברות או פעילות ומיזוגים - המבוצעות תדיר במהלך עסקיה של החברה, ואשר יישום ההמלצה יהפוך אותן לבלתי אפשריות. קיימת חשיבות רבה לקיומה של יכולת תגובה מיידית ובזמן אמת להזדמנויות וסיכויים עסקיים, במועד בו הם עומדים בפני החברה. המשמעות המעשית של העברת סמכות ההכרעה בנושאי רכישת פעילות משמעותית ורכישת גרעיני שליטה בחברות ציבוריות לידי האסיפה הכללית הינה נטרול יכולת התגובה המיידית של החברה לשינויים דינאמיים בשווקים ולהזדמנויות עסקיות ופגיעה משמעותית בהתנהלותה העסקית של החברה, עד כדי טרפוד יכולתה להתקשר בעסקאות.

החברה פועלת בתחום הדשנים והכימיקלים המיוחדים באמצעות שלושה מגזרי פעילות: דשנים, מוצרים תעשייתיים, ומוצרי תכלית. פעילויות אלו מהוות את ליבת העסקים של החברה. לחברה אסטרטגיה ארוכת שנים של התמקדות בפיתוח ליבת העסקים שלה הן באמצעות גידול אורגני והן באמצעות רכישת פעילויות וחברות (בעיקר זרות), תוך ניצול סינרגיות מירביות. כאשר החברה מתכננת לרכוש חברה זרה הפועלת בשוק זה היא נדרשת לפעול במסגרת מערכת כללים מוסכמת ומקובלת הנהוגה בכל העולם, עליהם אין לחברה יכולת השפעה. כך למשל, כלל מקובל הוא כי שלב ראשון בהליך משא ומתן הינו חתימה על התחייבות לסודיות כלפי הצד השני לעסקה. עצם העובדה כי החברה לא תוכל להתחייב לסודיות בשל החובה שתוטל עליה להביא את המידע בפני האסיפה הכללית לצורך קבלת אישורה, תמנע מהחברה, מלכתחילה, את היכולת להתקשר בעסקה, ולמעשה תחסום מהחברה את הגישה למנוע צמיחה מרכזי שלה. כך גם, כאשר החברה פועלת לרכישת תאגיד בהליך של התמחרות בין רוכשים פוטנציאליים או בהליך של מכרז, שבו, על-פי "כללי המשחק", אין אפשרות להביא את הצעת החברה בהליך ההתמחרות או המכרז לאישור האסיפה הכללית, המשמעות היא שלילה מראש של יכולת החברה להשתתף בהליך. התניית ביצוע עסקה באישור אסיפה כללית מעמיד את החברה בנחיתות מול כל מציע אחר כיוון שהוודאות לקיום העסקה בעיני המוכר נמוכה. ודאות לביצוע עסקה היא אחד הפרמטרים החשובים ביותר בהחלטה על זהות הזוכה בעסקה. במקרים רבים מוכן המוכר לקבל תמורה נמוכה יותר בתנאי שוודאות קיום העסקה גבוהה. דוגמא נוספת להשפעה הבעייתית של יישום ההמלצה ניתן לראות במקרה בו מבקשת החברה לגייס כסף מהציבור או לגייס מימון מקונסורציום של בנקים זרים, וזאת לצורך מימון עסקת רכישה או לצורך פירעון הלוואה בנקאית מהותית או סדרת אגרות חוב שבמחזור, אשר הגיע מועד פירעון. דרישה מהחברה כי תפנה לאישור האסיפה הכללית לצורך אישור ההלוואה עשוי לסכל את השימוש המיועד לאותה הלוואה, למשל, כאשר מתחרים של החברה או חברת היעד יגלו את תכניות החברה לביצוע הרכישה במסגרת הגילוי שיינתן בדבר ייעוד כספי ההלוואה.

**בהקשר זה אנו מציעים, ככל שלא תתקבל הצעתנו (שתפורט להלן) שלא לאמץ את המלצת הוועדה הנדונה כלל, כי חברות יצוא, שעיקר פעילותן הינו מחוץ לישראל, תוחרגנה מגדר הגדרת חברת פער.**

3. **הגדרת חברת פער איננה מבחינה בין מבנים פירמידאליים מורכבים ומבני אחזקות פשוטים וכן אינה מבחינה מצבים של שיעורי אחזקות שונים של בעל השליטה. בהגדרת חברת פער כפי שהיא מנוסחת בטיוטת ההמלצות, לא קיימת אבחנה בין מבנים פירמידאליים מורכבים בני "קומות" רבות, ומבנים פשוטים, בני קומה אחת (כדוגמת החברה), אשר למעשה אינם בגדר פירמידה. בנוסף, אין אבחנה בין פירמידה אנכית פשוטה ובין פירמידה מורכבת הפועלת במגוון ענפי משק.**

מן הראוי לקבוע הגדרה היוצרת אבחנה בין מבני אחזקה פשוטים ובין מבני אחזקה פירמידאליים מורכבים (למשל על-ידי החלת הגדרת "חברת פער" על חברות המצויות בשליטת מבני שליטה פירמידאליים בן מספר מזערי של קומות שיוגדר<sup>1</sup>). באופן זה ניתן לתחום את המלצות הוועדה למקרי קיצון ולא להחילם באופן קטגורי וגורף (על פי כתבה שפורסמה בעיתון דה-מרקר ביום 15 בנובמבר 2011, נכון למועד מכתב זה, על פי הגדרת טיוטת ההמלצות, כשליש מקרב החברות הנסחרות בבורסה הינן "חברות פער"). אנו סבורים, כי ההגדרה של "חברת פער" רחבה ומחילה את המלצות הוועדה גם על חברות שאינן מהוות חלק מ"קבוצה עסקית" אליה מתייחסת הוועדה כאל בעיה של המשק הישראלי, ולעניין זה ראו נספח 4(1) לדוח הוועדה. מן הראוי ליצור אבחנה כזו בהגדרה של "חברת פער" באופן שלכל הפחות, חברות המוחזקות בידי חברה ציבורית אחת בלבד לא תחשבנה "חברת פער". עוד מאפיין קטגורי בהגדרת הוועדה ל"חברת פער" נובע מקביעת רף הזכויות ההוניות של בעל השליטה על 50% ומטה. בהקשר זה ההמלצות אינן מבחינות בין בעל שליטה המחזיק בהון התאגיד בשיעור של 49% לבין בעל שליטה המחזיק בהון התאגיד בשיעור של 5%. אנו סבורים, כי יש להנמיך את הרף של החזקה משורשרת בהון בגינו תחשב חברה ל"חברת פער", כך שההגדרה תחול רק על חברות בהן בעל השליטה מחזיק בהון בשיעור של עד 10% (ולא 50% כפי שמומלץ על-ידי הוועדה<sup>2</sup>), מאחר ורף זה מבטא שיעור נמוך מספיק של אחזקה הונית באותה חברה העשוי לעוות את שיקול דעתו של בעל השליטה (בלשונו של פרופ' בבצ'וק<sup>3</sup>). בחוות דעתו לוועדה מציין פרופ' בבצ'וק כי שילוב בין שליטה מבוצרת ובעלות על חלק קטן (small fraction) מהזכויות ההוניות בחברה צפוי ליצור עיוות ניכר בקבלת ההחלטות של בעל השליטה, ולגרום לעלויות סוכן שתפגענה לרעה בבעלי מניות המיעוט. פרופ' בבצ'וק תומך טענה זו בנימוק כי בעל שליטה קטן המחזיק באחוז נמוך מהזכויות ההוניות בחברה צופה לשאת רק בחלק קטן מהשפעת החלטותיו על מצב החברה. ברי כי הנמקה זו של פרופ' בבצ'וק אינה מתקיימת כאשר רף החזקה של בעל השליטה מהווה יותר מאשר חלק קטן (small fraction) מהון החברה, ועל כן אנו סבורים כי יש לבצע התאמה בהגדרת חברת פער באופן שההגדרה תקיים את הרציונל עליו מצביע פרופ' בבצ'וק.

**בהקשר זה אנו מציעים, ככל שלא תתקבל הצעתנו (שתפורט להלן) שלא לאמץ את המלצת הוועדה הנדונה כלל, כי מבני אחזקות פשוטים, בני "קומה" אחת, יוחרגו מגדר הגדרת חברת פער. כמו כן אנו סבורים כי יש לקבוע שחברה תהייה "חברת פער" רק כאשר שיעור אחזקתו של בעל השליטה בהון החברה הינו 10% או נמוך מכך.**

<sup>1</sup> ראו למשל דבריו של פרופ' אבי בן בסט בפרוטוקולים של הוועדה להגברת התחרותיות במשק, בעמ' 8.

<sup>2</sup> עמרי ידלין "גבולות הפער בין הון לשלטון בחברה ציבורית" (2011) [www7.tau.ac.il/blogs/law/2011/11/07/404/#more-404](http://www7.tau.ac.il/blogs/law/2011/11/07/404/#more-404).

<sup>3</sup> ראו חוות דעתו של פרופ' בבצ'וק שצורפה לטיטת המלצות של הוועדה להגברת התחרותיות במשק, בעמ' 236.

4. **המלצות הוועדה הופכות מושכלות יסוד בדיני החברות.** דיני החברות בעולם פותחו בעמל רב במשך מאות שנים, נדבך על גבי נדבך, תוך צבירת ניסיון ובהתבסס על חכמת מחוקקים, משפטנים, ואנשי עסקים מנוסים. והנה מציעה הוועדה להפוך מושכלות יסוד בכללים אלו, תוך שהיא בועטת בכללי יסוד של אחריות תאגידית, מתעלמת מחלוקת סמכויות מקובלת בין אורגנים של חברות, והכול בשם הגנה לכאורה על אינטרסים שספק אם הוגדרו או זוהו. המלצות הוועדה משנות ממושכלות היסוד הנוהגות בדיני החברות, זאת באופן חסר תקדים שלא נוסה בכל מדינה או שיטת משפט אחרת. יתר על כן, יישום דיני חברות ייחודיים וחדשניים עומד בסתירה למגמות של השוק הישראלי לעידוד גלובליזציה, הצטרפות לארגון מדינות ה-OECD ועידוד החברות להגברת קצב הייצוא לחו"ל. יש לחתור לכך ששיטת המשפט בישראל תהייה דומה ומקובלת בעולם, כך שיתאפשר לחברה לצמוח ולהתחרות בכלים שווים. החלת דיני חברות חדשניים על חברה רב-לאומית הינה מהלך הפוגע ומחליש את כושר התחרות של החברה. אנו סבורים כי מהלך כה מרחיק לכת צריך להיעשות רק לאחר שהוכח אמפירית כי אכן יש בו צורך, וגם אם כך יוכח, יש לבצעו באופן זהיר תוך כדי נקיטת צעדים מתונים, מידתיים, והדרגתיים בלבד.

5. **המנגנונים הסטטוטוריים הקיימים כיום, במיוחד לאחר תיקון 16 לחוק החברות, התשנ"ט – 1999 ("חוק החברות") מתמודדים עם הקשיים שמציגה הוועדה, ומייתרים את המלצותיה נושא מכתב זה.** חוק החברות (לאחר תיקון 16), חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, לרבות חוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התשע"א – 2011, אשר קבע את מנגנון האכיפה המנהלית ברשות ניירות ערך, חוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988, הקמת בית משפט כלכלי, ורפורמות נוספות שנעשו מהווים מנגנונים ראויים ומספקים ליצירת פיקוח אפקטיבי על פעולות התאגיד, מנהליו ובעלי השליטה בו. לשם דוגמא, וכפי שיידון בהרחבה בהמשך, כבר כיום, לאחר תיקון 16, נדרשת ועדת הביקורת (בה נדרש רוב דירקטורים בלתי תלויים וכל הדח"צים מכהנים בה) לאשר את שכר נושאי המשרה בחברה. אנו סבורים כי המנגנונים הקיימים כיום בחקיקה ובדין יוצרים את האיזון העדין בין יכולתה של החברה להתנהל תוך הגנה על זכויות בעלי מניות המיעוט. תיקון 16 לחוק החברות חיזק את מנגנוני הממשל התאגידי, הבקרה והמניעה בחברות וראוי להמתין פרק זמן סביר ולבחון את מידת השפעותיו, בטרם תקבע המסקנה לפיה גם בקביעת מנגנונים אלה אין די לצורך הגנה על בעלי מניות המיעוט.

6. **השלכות נוספות של יישום המלצת הוועדה בקשר עם חיזוק בעלי מניות המיעוט.** בנוסף לאמור, החברה סבורה, כי המלצת הוועדה בקשר עם זכויות המיעוט עומדת בניגוד לעקרונות בסיסיים של דיני התאגידים בישראל ובעולם, תגרום לשיבוש והפרעה מהותיים לניהול השוטף של החברה ולצמיחתה, ותביא לפגיעה בעסקיה ותוצאותיה העסקיות, וזאת משורת הטעמים שיפורטו להלן.

**6.1 הפקעת כוח הניהול מידי דירקטוריון החברה והנהלתה.** יישום ההמלצה יפקיע את כוח הניהול מידי דירקטוריון החברה והנהלתה. החברה סבורה כי אין הצדקה להפקעת כוח הניהול כאמור במקרים בהם לא מדובר בעסקאות בהן קיים ניגוד עניינים אינהרנטי לבעל השליטה. דיני החברות קובעים חלוקת סמכויות בין תפקידי וסמכויות ההנהלה, הדירקטוריון והאסיפה הכללית. הוראות חוק החברות הנוגעות לחלוקת הסמכויות בין האורגנים השונים בחברה מושתתות על ההנחה לפיה כל אורגן הינו בעל הכישורים הטובים ביותר הנדרשים לו לצורך ביצוע חובותיו והוא גם הנושא באחריות לפעולותיו. הנושאים שמנתה ועדת התחרותיות הם כאלה שבמובהק ראויים להימצא בסמכות הדירקטוריון ולא האסיפה הכללית, ודאי שלא ברוב מקרב המיעוט. לדברי פרופ' פרוקצ'יה<sup>4</sup>, בעלי המניות צריכים לעסוק בשאלות שעשויות להשפיע על התועלת האישית של הדירקטורים והנהלה. הדירקטורים, ובייחוד המנהלים, צריכים לעסוק בעניינים הדורשים מיומנות טכנית מיוחדת. אנו סבורים כי אין להפקיע את כוח הניהול מידי דירקטוריון החברה והנהלתה ולפגוע בחלוקת הסמכויות בין האורגנים היוצרת איזונים ובלמים בין פעילותם של האורגנים השונים, וזאת כל עוד אין ניגוד עניינים אינהרנטי. חוק החברות במתכונתו הנוכחית קובע מנגנון לאישור האסיפה הכללית (לא כל שכן באישור רוב מקרב המיעוט), המאזן באופן מידתי בין הצורך בהגנה על המיעוט ובין הצורך בשמירה על התנהלותה השוטפת והתקינה של החברה, תוך מתן "מרחב פעולה ניהולי" להנהלת החברה ולדירקטוריון, במקום שאין חשש ממשי לניגוד עניינים.

**6.2 בעלי מניות המיעוט חסרים את הידע, הניסיון, המקצועיות והכישורים של דירקטוריון החברה והנהלתה ואין בידיהם את מלוא המידע הנדרש לקבלת החלטות, אשר מצוי בידי המנהלים.** העסקאות שמבצעת החברה כרוכות בבדיקות נאותות (Due Diligence) מקיפות ובלמוד מעמיק של השווקים הרלבנטיים והן מובלות בידי הנהלת החברה המכירה את מצב השווקים, את הצד השני לעסקה ואת יתר השחקנים והמתחרים בשוקי פעילותה. המידע והניסיון המצטבר ארוך השנים אינם מצויים בידי בעלי המניות מקרב המיעוט ולא ניתן להעבירם לבעלי המניות, באשר הצד השני לעסקה לא יתיר לעשות זאת, וממילא לא ניתן "להעביר" את הידע והניסיון שהנהלה צוברת במשך שנים רבות. במרבית המקרים אף לא ניתן להעביר לבעלי המניות את מלוא המידע הרלבנטי להתקשרות, וזאת, בין היתר, מטעמי סודיות, מחשש לפגיעה בעסקה או בתנאיה, או כי הדבר עלול למנוע את השלמתה וכן משום שהצד השני לעסקה לא יתיר לפרסם מידע מסוים ויתנה את ההתקשרות בכך. לאמור יש להוסיף את תופעת ה"אדישות הרציונאלית" הנובעת מהעלות הגבוהה שבהשתתפות בהליך

<sup>4</sup> אוריאל פרוקצ'יה דיני חברות חדשים לישראל 195 (2004).

קבלת ההחלטות (עלות איסוף המידע, ההשתתפות הפיזית וכו'), ביחס להשפעה השולית הזניחה של כל בעל מניות מיעוט, המביאה את בעלי מניות המיעוט להימנע מנטילת חלק בהליך קבלת ההחלטות בחברה.<sup>5</sup> לבעלי מניות מיעוט אין את התמריץ להשקיע את המשאבים הדרושים לרכישת הכישורים, הידע והמידע הנדרשים לקבלת החלטה מושכלת באסיפה הכללית. נראה כי מציאות זו עמדה אף לנגד בעלי דעת המיעוט בוועדה עצמה, אשר הסתייגו מחיזוק בעלי מניות המיעוט בנושאים של רכישת פעילות משמעותית וגיוס הון או חוב בהיקף משמעותי. זאת מן הטעם שההמלצה המוצעת על ידי הוועדה מעבירה סמכויות לקבלת החלטות תפעוליות מסוימות ממנהלים ובעלי שליטה לבעלי מניות המיעוט, בעוד בעלי מניות המיעוט אינם בעלי ידע ומיומנות הנדרשים לכך. כפי שאמרו זאת בעלי דעת המיעוט בוועדה - העברה כאמור עלולה לפגוע מהותית בפעילותן של חברות ציבוריות לרעת בעלי מניות המיעוט עצמם.<sup>6</sup>

**6.3 לסמכויות הניהול השוטף של החברה, המצויות בידי דירקטוריון החברה והנהלתה, נלוות חובות אמון וזהירות מוגברות, אשר אינן מוטלות על בעלי מניות בחברה. דיני החברות מטילים על נושאי משרה בחברה חובות זהירות וחובות אמון מוגברות, הנלוות באורח טבעי למתן סמכויות הניהול הנרחבות ולהפעלת שיקול הדעת העסקי הרחבות המצויות בידיהם. נושאי משרה מחויבים בתוקף תפקידם לפעול לטובת החברה בלבד, ואינם מורשים לשקול שיקולים שאינם עסקיים. חובת הזהירות כוללת את החובה שלא להתרשל, להיזהר במילוי התפקיד, ולהתנהג על-פי סטנדרט התנהגות של נושא משרה סביר. בנוסף, מוטלת על נושאי משרה בחברה חובת האמון, אשר כוללת, בין היתר, את החובה להימנע מניגוד אינטרסים, להימנע מפעולה שיש בה תחרות עם עסקי החברה, להימנע מניצול הזדמנות עסקית של החברה במטרה להשיג טובת הנאה לעצמו או לאחר, ולגלות לחברה כל ידיעה ולמסור לה כל מסמך הנובעים לענייניה שבאו לידי נושא המשרה בתוקף מעמדו בחברה. יודגש שחובתו של נושא משרה בחברה הינה לפעול לטובת החברה, ואסור לו לקדם את האינטרס של מי מבעלי המניות בחברה, אף אם מונה על ידו.<sup>7</sup> מנגד, דיני החברות אינם מטילים חובות מחמירות דומות על בעלי מניות בחברה, ובפרט על בעלי מניות מיעוט, אלא חובות פחותות שעיקרן החובה לנהוג בתום לב ובדרך מקובלת ולהימנע מניצול לרעה של כוחם בחברה, וכן חובת הגינות בנסיבות מיוחדות בהן קיים כוח הכרעה מיוחד בידי**

<sup>5</sup> להרחבה בנדון ראו: אירית חביב-סגל **דיני חברות** כרך א, 401 (2007).

<sup>6</sup> טיוטת המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק, בעמ' 104.

<sup>7</sup> בשא (ת"א) 2392/04 **נחשתן חברה להשקעות בע"מ נ' יוסף פלד** (לא פורסם, 5.2.2004).

בעל מניות. בעלי מניות אינם מצווים לשקול אך ורק את טובת החברה ורשאים להביא בחשבון את ענייניהם האישיים.

בסעיף 6.4 להלן מובא פירוט של אינטרסים אישיים שונים שעשויים לשקול בעלי מניות מיעוט ואשר במקרים רבים עלולים שלא לעלות בקנה אחד עם טובת החברה. דוגמא לשוני המהותי במידת האחריות בין דירקטורים לבעלי מניות ניתן למצוא בהשוואת הוראות סעיפים 106 ו-189 לחוק החברות. לפי סעיף 106 לחוק החברות, חל איסור על דירקטורים לערוך הסכמים ביניהם בדבר מימוש סמכויותיהם כדירקטורים, אולם בשונה מכך, סעיף 189 לחוק החברות מותיר לבעל מניות את הזכות לערוך הסכם הצבעה עם בעל מניות אחר. לפי סעיף 106 לחוק החברות, אי-הפעלת שיקול דעת עצמאי של הדירקטור או הסכם הצבעה בין דירקטורים מהווה הפרת חובת אמונים. בעל מניות, מעצם יכולתו להתקשר בהסכם הצבעה, רשאי לכבול את שיקול דעתו בקשר עם הצבעתו באסיפה הכללית. השוני בין סעיפים אלו מבטא את החשיבות שמייחס המחוקק לשיקול הדעת הניהולי המוקנה לדירקטור, והאחריות שבצידו, לעומת זכותו של בעל מניות לכבול את שיקול דעתו בהסכם הצבעה מבלי שהדבר יהווה הפרה של חובה כלשהי כלפי החברה.<sup>8</sup>

אם תתקבלנה המלצות הוועדה, חלוקת הסמכויות בין האורגנים של החברה ומנגד הטלת אחריות על האורגנים בהתאם, תעוות לחלוטין. מחד, העברת כוח ההכרעה בעניינים עסקיים מהותיים לידי בעלי המניות מקרב המיעוט תביא להפחתה ולהחלשה של כובד האחריות המוטלת על נושאי המשרה בחברה, שהרי הסמכות לקבלת החלטות מסוימות בחברה מועברת מהם לבעלי המניות, ומשכך יקשה לייחס להם את האחריות בגין החלטות אלו. מאידך, לא יוטלו על בעלי מניות המיעוט האחריות והחובות המחמירות המוטלות על נושאי משרה בחברה אשר ראוי שיוטלו על מי שבידיו כוח ההכרעה בנושאים מהותיים לחברה. דוגמא למצב קיצון שעלול להיווצר בעקבות יישום המלצה זו של הוועדה הינו מצב בו בעלי מניות מיעוט ימנעו מהחברה לבצע רכישת פעילות או גיוס מימון הדרושים לה לצורך עמידתה בדרישות רגולטוריות (למשל לצורך ביצוע פעולות הדרושות לעמידה בתקני איכות סביבה), כאשר אי-עמידת החברה בדרישות אלו יביא להטלת אחריות פלילית על נושאי המשרה ובעלי השליטה, אך לא על בעלי מניות המיעוט שמנעו את ביצוע הפעולה. ולכך יפים דברי הנשיא ברק: "כוח ללא אחריות משול להפקרות".<sup>9</sup>

<sup>8</sup> להרחבה בנושא ראו: מישל אוהיון חוק החברות – דיני חברות חדשים בישראל פרק רביעי, 28 – 29 (2001).

<sup>9</sup> מתוך אוריאל פרוקצ'יה "פירוק חברה לפי בקשת מיעוט בעלי המניות" משפטים ח 13, 17 (תשל"ח), כפי שהובא על-ידי הנשיא ברק בע"א 817/79 אדוארד קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח(3), 253, 277.

6.4 אינטרסים שונים בקרב בעלי מניות מיעוט. במקרים רבים בעלי מניות המיעוט מחזיקים באינטרסים שונים שאינם עולים בהכרח בקנה אחד עם טובת החברה. כך לדוגמא, המשקיעים המוסדיים (המהווים, על-פי רוב, חלק ניכר מקרב בעלי המניות שאינם בעל השליטה), עשויים להיות מונעים מהאינטרס הנובע מאחזקתם במניות או באג"ח של החברה האם או של חברה מתחרה; מאינטרס הגוף המוסדי להתקשר עם החברה בקשרים מסחריים (כברוקר למשל); מאינטרס הגוף המוסדי בכובעו כנושה של החברה וכו'. עובדה זו נזכרה בדיוני הוועדה בדבריו של פרופ' ישי יפה שאמר: "אם אתה נותן כוח למיעוט ואחרי זה ה-so called מיעוט מיוצג על-ידי משקיעים מוסדיים שיש להם אינטרסים אחרים".<sup>10</sup> עדות נוספת לקיומם של ניגודי עניינים אלו מצוי בדוח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל. מסקנות הוועדה קבעו כי קיים חשש אמיתי מפני ניגוד עניינים במיוחד לאור העובדה ששוק ההון בישראל הינו שוק קטן, ריכוזי ונשלט על ידי קבוצה קטנה של בעלי שליטה.<sup>11</sup>

בשל ניגוד העניינים של המשקיעים המוסדיים בעסקאות המובאות לאישור, הרי שמבחינה מעשית, יישום המלצת הוועדה יכול להיעשות באחת משתי חלופות. הראשונה - אותם משקיעים מוסדיים יסווגו כבעלי עניין אישי בהצבעה לא יימנו על המיעוט. תוצאה זו משמעותה השארת ההכרעה בידי מיעוט שבמיעוט והחרפה של בעיית הנציג. החרפה זו של בעיית הנציג נגרמת בשל העובדה כי לצורך התגברות על ניגודי עניינים פוטנציאליים שונים, נפסלים מלהימנות על קולות המיעוט המכריע עוד ועוד בעלי מניות. התוצאה היא כי מיעוט שבמיעוט, המחזיק חלק קטן מזכויות ההון בחברה, מקבל החלטה שיש לה השפעה על רכוש של בעלי המניות האחרים, המחזיקים בחלק הארי של הזכויות ההוניות החברה. סיטואציה זו מעוררת בעיית נציג חריפה, ויוצרת תמריצים לאותם בעלי מניות מיעוט לנהוג בסחטנות כלפי הרוב. חלופה שנייה הינה כי אותם משקיעים מוסדיים יימנו על המיעוט, ואז נמצא כי חלק מהמצביעים בעלי כוח ההכרעה הינם בעלי ניגוד עניינים בעסקה המובאת לאישור. מובן כי שתי החלופות בעיתיות.

כמו כן, יש לזכור כי בין בעלי המניות קיימים גם משקיעים המחזיקים לעתים בפוזיציות השקעה לטווח קצר, כך שהצבעותיהם אינן משקפות את טובתה ארוכת הטווח של החברה, אלא את ציפיותיהם לשינוי בשערי מניותיה. ויוזכר, כי ככלל, למשקיעים מוסדיים החובה למקסם את התשואות של עמיתיהם ולצורך כך הם עלולים "לדחוף" את החברה לקחת סיכונים עסקיים שאינם בהכרח עולים בקנה אחד עם טובת החברה לטווח הארוך. משקיעים כאמור לעיל עשויים להצביע תוך שקילת האינטרסים האמורים שאינם זהים לאינטרס החברה ולעיתים מנוגדים לו. הבעיה

<sup>10</sup> פרוטוקול דיוני הוועדה להגברת התחרותיות במשק, בעמ' 35.

<sup>11</sup> דוח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל (ינואר 2008), בעמ' 15 - 16 <http://ozar.mof.gov.il/hon/2001/gemel/memos/hamdani2008.pdf>

מוחמרת כאשר בעלי מניות הינם מתחרים של החברה וקיים ניגוד עניינים אינהרנטי בינם לבין טובת החברה. כך למשל, האם יעלה על הדעת, כי בעל מניות המתחרה במישרין או בעקיפין בחברה יכריע את ההצבעה בהחלטה על עסקת רכישה של תאגיד שגם הוא מתחרה על רכישתו. האם יעלה על הדעת כי יינתן בידיו כוח להכריע האם חברה יכולה לגייס חוב כדי לממן עסקת רכישה שאף הוא מתעניין בה? מצב דברים זה לא רק שאינו מקדם את טובת החברה או בעלי מניותיה מהציבור, אלא שהוא עלול להביא לפגיעה קשה בחברה.

התופעות המתוארות לעיל עשויות להיות מוקצנות כאשר גורם בעל אינטרס חזק מספיק בעניין מסוים, ישאל מניות טרם המועד הקובע לאסיפה כללית, יצביע מכוחו, ולאחר מכן יחזיר את אותן מניות מושאלות, ובכך ירכוש כוח השפעה באופן מלאכותי. בנספח 4.1 לדוח הוועדה שהוכן על-ידי הצוות לבחינת מבנה האחזקות בקבוצות העסקיות, סוקר הצוות את האפשרות שבעל מניות ירכוש פוזיציית נגזרים שתאפשר לו להטות תוצאות אסיפה כללית מסוימת על-פי אינטרס קצר טווח שיש לו, גם אם אין בכוונתו להשקיע בחברה כבעל מניות. בנוסף לכל האמור, הגדלת כוחו של המיעוט, כמוצע בהמלצת הוועדה, עלולה להביא לסחטנות מצידו של המיעוט, אשר כוחו גדל בצורה לא מידתית. תופעת הסחטנות הינה אחת מן "התופעות הפסולות הפוגעות בערכים ובתועלות שדיני החברות מבקשים להגן עליהם – יעילות כלכלית, אמון הציבור במערכת הפיננסית, חלוקה הוגנת של טובין בין מי שזכאי להם, ועוד כהנה וכהנה".<sup>12</sup> בעלי מניות המיעוט מודעים ל"כללי המשחק" וכאשר הם רוכשים אחוז קטן ממניות חברה בה יש בעל שליטה, הם יודעים כי הם כפופים לעיקרון שלטון הרוב כל עוד לא מובאת לאישור עסקה עם בעל השליטה (או שלבעל השליטה עניין אישי בה), ומכלכלים את צעדיהם בהתאם. חיזוק מעמדם של בעלי מניות המיעוט באופן המוצע על-ידי הוועדה יפר את האיזון הקיים בדיני החברות, כאשר בכוחם יהיה למנוע קיום עסקאות גם מקום בו לא קיים ניגוד עניינים, ויעניק לבעלי מניות המיעוט כוח סחיטה, גם במקום שהוא מעריך כי עסקה זו משרתת את האינטרסים של החברה. דבר זה עלול לגרום למניעתן של עסקאות יעילות והוגנות משום שבעלי מניות המיעוט יפעלו לצורך הגדלת רווחם האישי מהעסקה ללא קשר לטיבה האובייקטיבי.<sup>13</sup> אף פרופ' גרוס הביע את דעתו בפני הוועדה בקשר עם החשש מפני סחטנות מצידו של המיעוט: "אני לא יודע מה השיקולים של בעלי מניות המיעוט. זה עלול ליצור מצב של סחטנות. הייתי עד למקרה שבעל מניות גדול אמר לבעל השליטה שאם הוא לא קונה אותו בפרמיה מסוימת, הוא יטרפד לו את העסקה. בעל השליטה בסוף קנה אותו – הוא לא רצה להתעמת איתו. מנסים לפתור בעיה קיימת אך יוצרים בעיה אחרת".<sup>14</sup>

<sup>12</sup> הפ (י-ם) 7236-05-11 גולדפון בע"מ נ' ב.יאיר חברה קבלנית לעבודות בניה 1998 בע"מ (לא פורסם, 11.8.2011).

<sup>13</sup> מתוך עיקרי נאומה של שופטת בית המשפט המחוזי ד"ר מיכל אגמון- גונן בכנס לשכת עורכי הדין 2008.

<sup>14</sup> ערן אזרן "חלק ממסקנות ועדת הריכוזיות נבעו מהצורך לספק את מחאת רוטשילד" TheMarker שוק ההון <http://www.themarker.com/markets/1.1559983> 7.11.2011.

אנו סבורים כי על רקע היעדרם של נתונים אמפיריים בדבר השפעת המבנה הפירמידאלי על מצבם של בעלי מניות המיעוט, על הוועדה לנקוט משנה זהירות כאשר היא מפרה את האיזון המתקיים בין בעלי השליטה ובעלי מניות המיעוט, ומקנה למיעוט כוח סחטני חסר פרופורציה, זאת כאשר המציאות מלמדת שבעלי מניות מיעוט עשויים לעשות שימוש בכוח אופורטוניסטי זה כאשר הדבר מתאפשר וכאשר הוא כדאי עבורם. במובן מסוים, יישום המלצת הוועדה ייצור "פרמיית מיעוט" (המקבילה לפרמיית השליטה) שתנבע מיכולתם של בעלי מניות מיעוט להפיק רווחים, שאינם נובעים מרווחי החברה, אלא מיכולתם לחסום עסקאות.

#### 6.5 הצבת דרישות אישור מחמירות למהלכים עסקיים, הנעשים בתחום עסקיה הרגיל

של החברה, עלולה לגרום לטרפודם. כפי שפורט בסעיף 2 לעיל, בדוגמאות שפורטו בסעיף האמור ובעסקאות אחרות, חשיפת העסקה כחלק מהבאתה לאישור האסיפה הכללית תוביל לסיכולה, וחיוב החברה להביא את העסקה לאישור האסיפה הכללית משמעותו שלילה, מראש, של יכולתה של החברה ליזום או לקחת חלק בעסקאות אלה. יודגש כי המחוקק עצמו הכיר בכך כי עסקאות מסוימות עשויות להיות מסוכלות בשל חשיפתן בטרם עת, ועל כן אפשר את מנגנון עיכוב גילוי של מידע שאחרת היה חייב בדיווח מיידי.

בנוסף, בהתייחס להמלצת הוועדה לחייב אישור מיוחד של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט לצורך ביצוע גיוס הון או חוב בהיקף משמעותי – גיוסי הון או חוב מהציבור נעשים כאשר תנאי השוק מאפשרים זאת, מכוח מנגנון תשקיפי המדף, אשר עוגן בחקיקה לפני מספר שנים. המטרה המפורשת לעיגון מנגנון תשקיפי המדף בחקיקה הייתה קיצור וייעול הליך גיוס ההון בידי תאגידים מדווחים ומתן אפשרות לגייס הון תוך מספר ימים בלבד באמצעות פרסום דוח הצעת מדף. חיובה של החברה להביא לאישורה של האסיפה הכללית (הליך אשר אורך כחודשיים) כל החלטה בנוגע לגיוס הון או חוב בהיקף מהותי, יעכב את ההליך ואף עשוי לטרפד אפשרויות לבצע גיוסי הון או חוב מהציבור, דבר אשר יפגע פגיעה מהותית בחברה ויעמידה בעמדת נחיתות מול חברות ציבוריות שאינן חברות פער וכן מול מתחרותיה בעולם.

7. **נתונים אמפיריים בדבר הסטת כוח הכרעה לבעלי מניות מיעוט.** בקשר עם הסטת כוח הכרעה לבעלי מניות המיעוט ברצוננו להפנות למכתבם של פרופ' שרון חנס ופרופ' אהוד קמר לוועדה<sup>15</sup> שם מציינים חנס וקמר, כי לדעתם אין מקום להעמיד החלטות על רכישות משמעותיות לאישור המיעוט רק על סמך החשש שבעל השליטה בחברת פער יטה לרכישות מיותרות, וכי החשש כי בעל השליטה יבזבז כספים רק כדי לחלוש על החברה אינו מספיק כדי למסור את ההחלטה בידי בעלי מניות המיעוט. עוד מציינים חנס וקמר כי בנסיבות אלה, דרישת האישור של המיעוט תהווה פגיעה מיותרת ביכולת חברת הפער להתחרות בחברות אחרות על הזדמנויות עסקיות. בנוסף, מפנים חנס וקמר למחקר אמפירי שנערך על-ידי פרופ' קמר, במסגרתו נבדקו למעלה מ-2,200 רכישות של חברות פרטיות או ציבוריות על-ידי חברות ציבוריות בארצות הברית, ובו נערכה השוואה בין רכישות שהיו טעונות אישור בעלי מניות לבין עסקאות שלא היו טעונות אישור. תוצאות מחקר זה מלמדות כי בעלי המניות היו אדישים וכי התוצאה היחידה של חובת ההצבעה מקום בו היא חלה הייתה עיכוב וייקור העסקה ממחקרו של קמר ניתן להסיק כי אין תועלת ביישום המלצת הוועדה להסטת כוח הכרעה לבעלי מניות המיעוט, והחברות תיוותרנה עם הנזק שייגרם בשל מסירת כוח ההכרעה למי שאינם מיומנים דיים.

#### 8. **המלצות ועדת התחרותיות בנושא קביעת הליך אישור מיוחד לתגמול בכירים בחברות פער**

במסגרת המלצות הוועדה, מוצע לקדם את הצעת חוק החברות (שכר נושאי משרה בחברות ציבוריות), התשע"א-2011 כפי שהומלצה על ידי ועדת נאמן, ובמסגרת זו לקבוע הליך אישור מיוחד לתגמול בכירים בחברות פער, ולהתנות את מתן התגמול באישור מיוחד באסיפה כללית ברוב מקרב בעלי מניות המיעוט.

על פי המלצה זו, כאשר תרצה החברה להתקשר עם נושא משרה בכיר, הרי שטרם כניסת ההתקשרות עם אותו נושא משרה לתוקף יידרש אישורה של האסיפה הכללית ברוב מקרב המיעוט. המשמעות המעשית של יישום המלצת הוועדה בקשר עם אישור שכר הבכירים הינה כבילת ידיה של החברה מלהתחרות על נושאי משרה מוכשרים ואיכותיים, שהרי על פי רוב נושא משרה בכיר לא יסכים לעזוב מקום עבודה בו הוא מכהן לפני שיובטחו תנאי העסקתו בחברה, אך תנאי העסקתו בחברה, על-פי המלצת הוועדה, לא יובטחו טרם אישור האסיפה הכללית. יש לזכור כי עצם זימון האסיפה הכללית לצורך אישור תנאי העסקת אותו נושא משרה יחשוף את קיומו של המשא ומתן, ולפיכך לא יאפשר את המשך העסקתו במקום עבודתו הקודם במקרה בו לא יאושרו תנאי העסקתו, ועל כן לא יתנהלו כל מגעים כאמור בין אותו נושא משרה איכותי ובין החברה מלכתחילה. נמצא כי הדרישה הגלומה בהמלצה זו תביא לכך כי חברה לא תוכל למשוך אליה נושאי משרה מצוינים בתנאי העסקה ראויים, ותידרש "להסתפק" בנושאי משרה שלא כיהנו בחברה כלשהי עת פנתה אליהם אותה חברה. הרציונל המוצג על-ידי הוועדה להמלצה לעיל הינו כי בחברות פער אין

<sup>15</sup> שרון חנס ואהוד קמר "הערות על המלצות הביניים של ועדת הריכוזיות" (2011) <http://www7.tau.ac.il/blogs/law/2011/11/08/433/>

אינטרס הוני לבעל השליטה לפקח בצורה מיטבית על מדיניות השכר. אף תחת הנחת רציונל זה, הרי שאנו סבורים שהמלצת הועדה אינה מידתית, מאחר והיא כובלת את ידי החברה מלהתקשר עם נושאי משרה איכותיים כמוסבר לעיל ומציבה אותה בעמדת נחיתות משמעותית ביחס לתברות אחרות שאינן חברות פער, ואף כאן יצא שכרם של בעלי המניות, ובכללם בעלי מניות המיעוט, בהפסדם. אנו סבורים כי העובדה שכיום, לאחר תיקון 16 לחוק החברות, שכר הבכירים טעון אישורה של ועדת הביקורת (אשר בה, כידוע, חברים כל הדח"צים ונדרש רוב של דירקטורים בלתי תלויים), די בה כדי לפתור את הבעיה שמציגה הועדה בדבר קיומו של אינטרס הוני מופחת של בעל השליטה באישור שכר הבכירים.

## 9. פתרונות לקשיים שמעוררים המלצות הועדה

9.1 משורת הטעמים האמורים בנייר עמדה זה, עמדת החברה היא כי אין לכלול את ההמלצות בדבר חיזוק בעלי מניות המיעוט ובדבר תגמול הבכירים בהמלצותיה הסופיות של הועדה. לגבי העסקאות האמורות בהמלצת הועדה בדבר חיזוק בעלי מניות המיעוט – כמוסבר בהרחבה לעיל, אנו סבורים שהנוק שביישום המלצה זו יהיה רב, לחברה וכתוצאה מכך לכל בעלי מניותיה, לרבות לבעלי מניות המיעוט, וכי הנוק שייגרם הינו בלתי מידתי לבעייתיות עליה הצביעה הועדה. בנוגע לשכר הבכירים יש לזכור כי כבר כעת, לאחר תיקון 16 לחוק החברות, שכר בכירים טעון אישור ועדת הביקורת, בה מכהנים כל הדח"צים ונדרש רוב של דירקטורים בלתי תלויים. לאור הבעייתיות הקשה ביישום ההמלצה עליה הצבענו לעיל, יש להסתפק במנגנון זה.

9.2 לחילופין, אנו מציעים כי במסגרת ההגדרה של "חברת פער" תוחרגנה חברות לגביהן נדרש היתר המדינה להעברת שליטה או להחזקה בשיעור מסוים של מניות, זאת, כפי שהוסבר, הואיל והמנגנון המוצע יביא לידי נטרול יכולתה של המדינה לפקח על זהות בעלי כוח ההכרעה בחברות אלו. כמו כן אנו מציעים שחברות יצוא שעיקר מכירותיהן נעשה מחוץ לישראל תוחרגנה מהגדרת חברות פער, וכן אנו מציעים כי מגדר "חברת פער" תוחרגנה חברות המוחזקות בידי חברה ציבורית אחת בלבד, וכי חברות פער תוגדרנה חברות בהן שיעור אחזקתו של בעל השליטה בהון הינו 10% או נמוך מכך.

9.3 אנו מציעים, כי חלף הדרישה כי האסיפה הכללית תידרש לאשר את העסקאות והפעולות האמורות בהמלצת הועדה בדבר חיזוק בעלי מניות המיעוט (אם לא תתקבל הצעתנו לבטל המלצה זו), יידרש אישור ועדת הביקורת (בה, כאמור, מכהן רוב דירקטורים בלתי תלויים). הדרישה כי ועדת הביקורת תאשר את העסקאות האמורות מתמודדת עם החשש כי אין בעסקה המובאת לאישור היגיון כלכלי לחברה, וכי היא נעשית ממניעיו של בעל השליטה. כן אנו מציעים כי הדרישה כי רכישת פעילות תהייה טעונה אישור מיוחד, תוגבל לרכישת פעילות חדשה בתחום שאין החברה עוסקת בו נכון למועד הבאת העסקה לאישור, וכי תוחרג מהדרישה רכישת פעילות בחו"ל הואיל ורכישה כאמור אינה מגבירה את הריכוזיות במשק הישראלי.

9.4 לגבי אישור שכר בכירים – עמדת החברה הינה כי יש להסתפק באישורה של ועדת הביקורת, בה מכהנים רוב דירקטורים בלתי תלויים, ואין לדרוש את אישורה של האסיפה הכללית. לחילופין, אנו מציעים כי החברות תידרשנה לאמץ מדיניות תגמול מבוססת יעדים אשר תתייחס לכל רכיבי התגמול ולפרסם אותה, ולאחר פרסומה של מדיניות כאמור, רק הסכם שיחרוג ממדיניות זו יחייב אישור מיוחד.

9.5 גם אם תאומצנה המלצות הועדה, כולן או חלקן, אנו סבורים כי יש לקבוע תקופת מעבר ממושכת שלא תפחת מ-5 שנים, בכדי לאפשר לחברות הציבוריות ולמשקיעים להיערך לדרישות החדשות שתקבענה מבלי שעצם המעבר יסב להם נזקים קשים. כמו כן, כדי להימנע מערעור אמון המשקיעים בשוק הישראלי, וכדי לחסוך מהשוק עלויות מיותרות משינוי בדיעבד של כללים ומוסכמות קיימים, מוצע להחיל את המלצות הועדה, ככל שתאושרנה, מעתה ואילך על חברות שתהפוכנה בעתיד לחברות פער ולא על חברות קיימות. ניתן אף לקבוע מתן אפשרות לבעלי מניות המיעוט בחברת פער לאשר שינוי בתקנון החברה אשר יבטל תחולתן של המלצות הועדה על התאגיד.

10. החברה תפרט את עמדתה בהליך השימוע אליו הוזמנה.

11. נשמח לעמוד לרשותכם למתן הבהרות ומענה לשאלות.

בכבוד רב,



כימיקלים לישראל בע"מ

הנדון: המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק בקשר עם חיזוק בעלי מניות המיעוט – חשש לפגיעה בשמירה על ענייניה החיוניים של המדינה בחברת כימיקלים לישראל בע"מ ("כיל") באמצעות מניית המדינה המיוחדת ("מניית הזהב")

נתבקשתי על-ידי כיל להתייחס להמלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק ("הוועדה") בקשר עם חיזוק בעלי מניות המיעוט והחשש שיוצרות המלצות אלו לפגיעה במנגנון השמירה על ענייניה החיוניים של המדינה בכיל באמצעות מניית הזהב.

1. בחודש אוקטובר 2011 פרסמה הוועדה את טיוטת המלצותיה. בין יתר המלצות הוועדה, המליצה הוועדה כי בחברות אשר הוועדה הגדירה אותן "חברות פער", החלטות מסוימות, וביניהן, רכישה של פעילות משמעותית, רכישת גרעין שליטה בחברה ציבורית, וגיוס הון או חוב בהיקף משמעותי, תהיינה טעונות אישור האסיפה הכללית ברוב מקרב המיעוט ("ההמלצה"). משמעות ההמלצה, כפי שיוסבר להלן, הינה יצירת עמדת השפעה בעניינים המנויים לעיל לבעל מניות הרוב מקרב בעלי מניות המיעוט.

במסגרת האפשרות שנתנה הוועדה המכובדת להגיב להמלצות הוועדה, ולהפנות את תשומת לב הוועדה להשפעה מרחיקת הלכת שעלולה להיות ליישום ההמלצה, ובתגובה לפנייתה של כיל אלי כמי שהיה מעורב בהפרטתה של כיל ובעיצובו של מנגנון מניית הזהב – אני מתכבד להביע בזאת את דעתי בנדון.

אתייחס להלן למנגנון מניית הזהב שנקבע בתקנונה של כיל עם הפרטתה, ולפגיעה הקשה ביכולתה של המדינה להגן על ענייניה החיוניים בכיל באמצעות מנגנון זה אם תמומש ההמלצה.

2. להווי ידוע, כי בתקופה שבין חודש מרץ 1991 ועד תום חודש אפריל 1995 כיהנתי כמנהל רשות החברות הממשלתיות. במסגרת תפקיד זה טיפלתי בשלבים הראשונים של הפרטת כיל, שהייתה אז חברה ממשלתית בשליטה מלאה של המדינה, בהתאם להחלטת הממשלה מס. 1801 (מח/6-ועדת השרים לענייני הפרטה) מיום 1.9.1991.

3. כיל נוסדה בשנת 1968 כחברה ממשלתית. תחת אחריותה וכחלק מנכסיה, היו הרוב המכריע אז של אוצרות הטבע של המדינה (בהם אשלג, ברום, פוספטים, מגנזיום ועוד) וניתנה לה הזכות לכרות אותם, להפיקם, לפתחם ולמכרם, במסגרת חקיקה מפורטת בה עוגנו זכויות המדינה על היבטיהן השונים.

4. החלטות הממשלה בנושא ההפרטה בכלל, ובקשר להפרטת כיל בפרט, נשענו על מדיניות לפיה על חברות עסקיות להתנהל על-ידי הסקטור העסקי הפרטי ולא על-ידי המדינה. כחריג לכלל זה נקבעו חברות שעיקר עיסוקן הוא אספקת שירותים ציבוריים, חברות שבעיסוקיהן מעורבים אינטרסים אסטרטגיים של המדינה, וחברות שמחזיקות בנכסים בעלי חשיבות חיונית למדינה. חברות מהסוגים הנ"ל הוחלט להימנע מהפרטתן, אלא אם תמצא הדרך להבטיח את האינטרסים החיוניים של המדינה באותן חברות. הנפקת "מניית זהב" למדינה על-ידי החברה המופרטת נמצאה כאחת הדרכים העיקריות למימוש מטרה זו כפי שיפורט להלן, והיותה תנאי לאישור הפרטת כיל על-ידי הממשלה ועל-ידי ועדת הכספים של הכנסת.

5. בשנת 1992 יצאה הפרטת כיל לדרך. השלב הראשון בוצע באמצעות מכירת מקצת ממניותיה של כיל לציבור בישראל ורישומן לראשונה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בחודש פברואר 1992 נמכרו לציבור 20% מההון המונפק של כיל, ובינואר 1993 נמכרה כמות נוספת של כ-5% למשקיעים מוסדיים בישראל. בסמוך לאחר השלמת המכירות כאמור, החלו ההכנות להמשך תהליך ההפרטה, לרבות העברת השליטה בחברה למשקיע פרטי, ובמסגרת זו – שמירה על ענייניה החיוניים של המדינה הגלומים בכיל (סעיף 4ה לאותה החלטת ממשלה). הכנות אלה הושלמו בתחילת 1995, בין השאר – בתיקון לחוק זיכיון ים המלח (שעבר בכנסת ב-6/2/95) והנפקת מניית זהב על-ידי כיל למדינה, בטרם אישרה ועדת הכספים של הכנסת את מכירת "גרעין שליטה" של 24.9% ממניות החברה לחברה לישראל בע"מ ולמר ש.נ. אייזנברג (באמצעות חברה זרה) ששלט בה אז.

6. מניית הזהב הינה מנגנון שמטרתו לאפשר למדינה להמשיך ולפקח על מכירה או העברה של נכסים מהותיים של כיל וכן לאפשר למדינה לשלוט בזהותם של בעלי עמדת השפעה ובעלי השליטה בכיל מניית הזהב איננה ניתנת להעברה, והיא מקנה למדינה זכויות שמטרתן המוצהרת (כפי שנאמר בתקנון החברה) "להבטיח שמירה על העניינים החיוניים של המדינה". במסגרת אותם "עניינים חיוניים של המדינה" נכללים: (1) שמירה על אופייה של כיל וחברות הבת שלה כחברות ישראליות שמרכז עסקיהן וניהולן ייעשה בישראל; (2) פיקוח על השליטה במחצבים ובאוצרות הטבע; (3) מניעת רכישה של עמדת השפעה בכיל ובחברות הבת שלה על ידי גורמים עוינים או גורמים העלולים לפגוע בענייני חוץ וביטחון של המדינה; וכן (4) מניעת רכישה של עמדת השפעה בכיל ובחברות הבת שלה או את ניהולן של החברות האמורות, כאשר רכישה או ניהול כאמור עשויים ליצור מצב של ניגודי אינטרסים מהותיים העלולים לפגוע באחד מן העניינים החיוניים המפורטים לעיל. ניתן להיווכח כי המשותף לעניינים אלו הינו הרצון לשמר את היכולת לקבוע מי יהיה בעל השפעה בכיל ושמירה על זכות וטו בהצבעה על החלטות הפוגעות באינטרסים החיוניים של המדינה.

בהתאם נקבע, כחלק מן הזכויות הצמודות למניית המדינה המיוחדת, כי רכישה או החזקה של מניות בכיל בשיעורים של 14% או יותר, וכן בשיעור של 25% או יותר, וכן העברה של מניות או ניירות ערך אחרים של כיל שכתוצאה ממנה תעבור השליטה בכיל, דורשת את הסכמת המדינה.

7. כאמור, בשנת 1995 מכרה ממשלת ישראל את גרעין השליטה בכיל. רוב המניות הרגילות שהחזיקה המדינה בכיל נמכרו במהלך השנים שלאחר מכן, ובשנת 2000 חדלה המדינה להיות בעלת עניין בכיל מכוח אחזקותיה במניות הרגילות של החברה. כל אותה העת ועד

כה, נותרה המדינה בעלת מניית המדינה המיוחדת, אשר מקנה לה זכויות לצורך שמירה על ה"עניינים החיוניים של המדינה" כמפורט לעיל.

8. והנה עתה, במסגרת המלצות הוועדה, מציעה הוועדה ליישם המלצה המקנה, באופן מעשי, עמדת השפעה לבעלי זכויות מיעוט, אשר למדינה אין כל יכולת לפקח על זהותם. מבחינה מעשית, מדובר במתן כוח השפעה לידי כל מאן דהוא אשר יחליט לרכוש את מניותיה של כיל בבורסה, אשר זהותו, מידת בקיאותו בענייני כיל, האינטרסים המנחים אותו בהשקעה כזו ומשך החזקתו במניות כיל – אינם ניתנים לצפייה או לשליטה על-ידי המדינה. יישום ההמלצה פוגע בזכויות המוקנות למחזיק במניית הזהב ועלול לפגוע בעניינים החיוניים של המדינה, עליהם אמור המחזיק במניית המדינה המיוחדת לשמור ואשר אין צורך להכביר במילים כדי לתאר את חשיבותם.

9. אמנם, למדינה הזכות העקרונית להחליט כי ברצונה לוותר על הזכויות המוקנות לה מכח מניית המדינה המיוחדת, או אף לבטלה לחלוטין. אולם, לעניות דעתי, אין ספק כי שמירת ענייניה החיוניים של המדינה, כפי שקבעה הממשלה באמצעות מניית המדינה המיוחדת בכיל, אינה יכולה להתבטל כנגד כל שיקול אותו תפעיל הוועדה, יהיה רלוונטי לענייניה ככל שיהיה.

10. ככל שתחליט הוועדה במסגרת המלצותיה הסופיות להותיר את ההמלצה על כנה, אני משוכנע כי הוועדה תדאג לוודא כי מנגנון מניית המדינה המיוחדת בכיל לא יהפוך אות מתה, באופן שהמדינה תוכל להמשיך ולהגן על העניינים החיוניים של המדינה, שאם לא כן, יצא שכר כולנו – בהפסדנו.

11. אני מסכים כי מכתבי זה יועבר לידי הוועדה. כמו כן אני מאשר כי ידוע לי שבהתאם להחלטת הוועדה, רשאית הוועדה לפרסם ניירות עמדה ותגובות המועברים לידיה.

בכבוד רב ובברכה,  
  
יוסי ניצן