

לכבוד  
הוועדה להגברת התחרותיות במשק

נתבקשתי על ידי החברות Norstar Holdings, Inc. ("נורסטאר") וגזית-גלוב בע"מ ("גזית") להתייחס להמלצות הפרק הרביעי של דוח הוועדה להגברת התחרותיות במשק ("הוועדה"), שעניינו שליטה באמצעות מבנה אחזקות פירמידאלי, וזאת ככל שהמלצות אלה אמורות לחול על נורסטאר וגזית.

להלן מספר פרטים אודות ניסיוני המקצועי:

אני משמש כפרופסור למשפטים ור' הקתדרה לדיני תאגידים ע"ש Wachtell, Lipton, Rosen & Katz בפקולטה למשפטים של האוניברסיטה העברית בירושלים ומכהן כעמית במכון האירופאי לממשל תאגידי (European Corporate Governance Institute). בשנים האחרונות שימשתי כיו"ר הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון, אשר חלק מהמלצותיה עוגנו במסגרת תיקון 16 לחוק החברות. כן כיהנתי כחבר מליאת רשות ניירות ערך ויועץ אקדמי לוועדת חודק.

בפתח הדברים אבקש לציין את הערכתי העמוקה לוועדה, לחבריה וליועציה על העבודה המעמיקה לבחינת סוגיית הריכוזיות הכלל-משקית וגיבוש מגוון צעדים שיש בהם כדי להתמודד עם תופעה זו. עם זאת, מהטעמים שיוסברו בהרחבה בהמשך, אני סבור כי החלת עיקרי ההמלצות הכלולות בפרק הרביעי גם על חברות מסוגה של גזית אינה מקדמת את היעדים שהציבה לעצמה הוועדה, ואף עלולה לפגוע בהתפתחות שוק ההון הישראלי.<sup>1</sup>

הפרק הרביעי מציע להחיל המלצות חדשניות ויצירתיות לא רק על קבוצות עסקיות, אלא גם על כל חברה שבה קיים פער כלשהו בין כוח ההצבעה האפקטיבי לזכויות ההונית של בעל השליטה. גישה מרחיבה זו תכביד משמעותית, וללא הצדקה, גם על חברות, משקיעים ויזמים שאינם קשורים לתופעת הריכוזיות, ובכך עלולה לפגוע בסופו של דבר בהתפתחות שוק ההון ואף בצמיחת המשק.<sup>2</sup> במקביל, כמפורט במסמך זה, גישה מרחיבה זו עלולה לגרוע מן האפקטיביות של הטיפול בתופעת הריכוזיות. יתר על כן, בעוד הדוח המקיף של הוועדה מסתמך על מגוון מחקרים וממצאים הנוגעים לקבוצות עסקיות, המלצותיה האופרטיביות של הוועדה נוגעות לכל חברה בה קיים פער בין בעלות לשליטה.

לפיכך, לעניות דעתי, על הוועדה להגביל את התחולה האופרטיבית של המלצותיה לקבוצות עסקיות, וזאת במסגרת חקיקה ייעודית לטיפול בתופעה זו. חלק מההמלצות הכלולות בפרק

<sup>1</sup> כפי שיפורט להלן, חלק מההמלצות הכלולות בפרק הרביעי ראויות, לדעתי, לחול על כל חברה ציבורית ולא רק על "חברות פער" כהגדרתן בפרק הרביעי. עם זאת, גם בהנחה שיש הצדקה להחלת כלל מסוים, עולה השאלה מה ההצדקה להחלתו באופן סלקטיבי.

<sup>2</sup> הפרק הרביעי של הדוח אינו כולל פירוט שמי של החברות עליהן מבקשת הוועדה להחיל את המשטר החדש. לפי דיווחים בעיתונות, המלצות הוועדה יחולו על שליש מהחברות הכלולות במדד תל אביב 100 ועל כ-140 חברות ציבוריות הנסחרות בבורסה של תל אביב.

הרביעי מתאימות אולי גם לחברות שאינן מהוות קבוצה עסקית, אך קיים בהן פער משמעותי מאד בין הבעלות לשליטה.<sup>3</sup> אולם, את סוגיות הממשל התאגידי המתעוררות ביחס לחברות אחרות בהן קיים פער, אני סבור שמוטב להשאיר לטיפול עתידי, לאחר בחינה מעמיקה ולימוד הנתונים הנוגעים לתופעה זו.

## 1. עיקרי חוות הדעת

א. המטרה שעמדה ביסוד הקמתה של הוועדה הינה בחינת אמצעים לטיפול בתופעת הריכוזיות. אולם, לא כל חברת אחזקות שבה יש פער בין הזכויות ההוניות לכוח הצבעה של בעל השליטה מהווה קבוצה עסקית או תורמת לריכוזיות במשק.

ב. הדוח מצביע על הסכנות הטמונות בפעילותן של קבוצות עסקיות במשק הישראלי: פגיעה בתחרות, עיוות של הקצאת המקורות במשק, חשש לפגיעה ביציבות הפיננסית ויצירת סיכונים מערכתיים. על רקע זה מגיע הדוח למסקנה שספק אם יש הצדקה למבנה האחזקות הפירמידאלי בשווקים מפותחים. ואכן, למיטב הערכתי, האפקט המצטבר של כל המלצות הוועדה בפרק הרביעי הוא יצירת תמריץ של ממש לעריכת שינויים מבניים מרחיקי לכת עבור החברות שעליהן יחולו הכללים החדשים.

ג. אולם, בעוד עיקר ממצאי הוועדה נוגעים לקבוצות עסקיות, ההמלצות המשפטיות-אופרטיביות נוגעות לכל חברה בה קיים פער כלשהו בין זכויות הוניות לכוח הצבעה.

ד. כך, בעוד שגזית (ולמיטב ידיעתי גם חברות אחרות) מהווה "חברת פער" כהגדרתה בטיוטת ההמלצות, היא אינה מהווה קבוצה עסקית ואף לא אחד מהסיכונים עליהם מצביע הדוח אינו רלוונטי לגביה.

ה. הענקת טיפול משפטי זהה לתופעות כלכליות שונות עלולה לסכל את המטרה שלשמה הוקמה הוועדה. מחד, ההתמקדות בעצם קיומו של פער כבסיס בלעדי להחלת ההמלצות עלולה להביא להסדרים שלא ייתנו מענה הולם לקבוצות העסקיות, על הסכנות הפוטנציאליות הטמונות בהן. מאידך, מגוון הכללים החדשניים והיצירתיים הכלולים בדוח יביאו לחוסר וודאות ויפגעו בניהול וביכולת המימון של חברות שאינן מהוות חלק מקבוצה עסקית. יתר על כן, פגיעה זו תורגש במיוחד בחברות, כגון גזית, שעיקר פעילותן בשווקים תחרותיים או גלובליים להון או למוצרים. יודגש, ההמלצות יביאו לפגיעה גם בחברות הזוכות לאמון מלא של המשקיעים, ואשר בהן כל החלטה שתועבר להצבעת בעלי מניות המיעוט תאושר בסופו של דבר.

ו. גם במישור הגנת המשקיעים, במנותק מהיבטי הריכוזיות, הגישה המרחיבה של טיוטת ההמלצות בעייתית בהיבטים העיקריים הבאים.

ז. טיוטת ההמלצות מתעלמת מן ההבדלים בין חברות אחזקה עם פעילות מהותית בענף אחד בלבד לבין קבוצות עסקיות. במקרה של חברה מסוגה של גזית, כל החששות לתופעת "התיעול" עליה מצביע הדוח אינם יכולים להתעורר מלכתחילה או שהם מטופלים כראוי על ידי האמצעים הקיימים במסגרת חוק החברות.

ח. טיוטת ההמלצות אינה מביאה בחשבון את ההבדלים בין חברות (כמו גזית) הפועלות בשווקים גלובליים-תחרותיים לבין חברות הפועלות בשווקים שאינם תחרותיים.

<sup>3</sup> למען הסר ספק, אני סבור כי גזית, שבה לבעל השליטה בעלות הונית העומדת על כ-30%, רחוקה מהגדרה זו.

ט. טיוטת ההמלצות מקנה חשיבות מכרעת לעצם קיומו של פער בין זכויות הוניות לכוח הצבעה, אך אינה מייחסת כל חשיבות לעוצמת הפער או לאינטרס ההוני של בעל השליטה. התמקדות זו בעצם קיומו של פער כבסיס בלעדי לשינוי דרמטי במשטר התאגידי שיחול על חברה ציבורית מביאה לקשיים הבאים:

- טיוטת ההמלצות מעניקה טיפול זהה לחברה בה לבעל השליטה אינטרס הוני של 45% ולחברה בה לבעל השליטה אינטרס הוני של 5% בלבד. זאת, על אף השוני הדרמטי בין שתי החברות.
- טיוטת ההמלצות אינה מייחסת משקל לאינטרס ההוני של בעל השליטה, וליתרונות הטמונים בקיומם של בעלי מניות בעלי אינטרס כלכלי משמעותי (גם אם אינו מגיע כדי 50%). מחקרים רבים מראים באופן עקבי כי קיומם של בעלי מניות מסוג זה תורם לרווחת כלל המשקיעים בתאגיד.
- בעוד חלק משמעותי מהבעיות המפורטות בפרק הרביעי מתעוררות ביחס לכל תאגיד עם בעל שליטה (ואף תאגיד בשלטון מנהלים), טיוטת ההמלצות אינה מסבירה מדוע אין להחיל את הכללים המוצעים על כל תאגיד עם בעל שליטה. במילים אחרות, טיוטת ההמלצות מעניקה לחברה שבה מחזיק בעל השליטה 45% בהון ובהצבעה טיפול שונה דרמטית מחברה שבה מחזיק בעל השליטה 45% בהון, אך 51% מזכויות ההצבעה.
- טיוטת ההמלצות מתעלמת מן ההבדלים בהשלכות של שינויים מבניים בחברות המהוות חלק מקבוצה עסקית למכירת שליטה בחברה מסוגה של גזית.
- טיוטת ההמלצות אינה לוקחת בחשבון את קיומם של מנגנונים חלופיים בדין הישראלי לקיומו של שוק שליטה, כגון יכולת המיעוט להשפיע על מינוי דירקטורים חיצוניים והדרישה לאישור תקופתי של הסכמי ניהול.

## ii. רקע עובדתי

האמור במסמך זה מתבסס על העובדות הבאות שנמסרו לי בנוגע לנורסטאר ולגזית.

- החברות פועלות במבנה של חברת אחזקות דו-שכבתית, כאשר נורסטאר מחזיקה 58.5% ממניות גזית.<sup>4</sup>
- בעל השליטה בנורסטאר שולט בכ-50% ממניותיה ומחזיק לפיכך בשרשור בכ-30% ממניות גזית.
- הקבוצה עוסקת ברכישה, ניהול ופיתוח של נדל"ן מניב ברחבי העולם (פעילות בענף אחד).
- עיקר הפעילות ורוב ההכנסות של גזית הן מחוץ לישראל.
- בין גזית לנורסטאר קיים הסכם אי תחרות לטובת גזית, דהיינו: נורסטאר אינה יכולה לפתח פעילות עסקית בתחומים דומים לאלה בהם עוסקת גזית.

<sup>4</sup> לגזית חברות בנות ציבוריות שאינן מאוגדות בישראל ואינן רשומות למסחר בישראל.

### iii. "חברת פער": הגדרה והשלכות אופרטיביות

#### א. הגדרת חברת פער לפי טיוטת ההמלצות

טיוטת ההמלצות מגדירה "חברת פער" באופן הבא:

- בחברה יש בעל שליטה כהגדרתו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.
- שיעור אחזקותיו של בעל השליטה בהון אינו עולה על 50%.
- שיעור אחזקותיו של בעל השליטה בזכויות ההצבעה בחברה עולה על שיעור אחזקותיו בהון החברה בדרך של החזקת זכויות הוניות דרך חברה ציבורית אחרת; או מקרים אחרים של שליטה מבוצרת שיוגדרו בחוק.

#### ב. ההשלכות האופרטיביות של ההגדרה והיקף חוות הדעת

הדוח מציע להחיל על "חברת פער" מקבץ רחב של כללים משפטיים. על מנת להעריך את ההגדרה באופן מושכל, יש לנתח בנפרד כל אחד מכללים אלה כדי להכריע אם מאפייניה הייחודיים של "חברת פער" מצדיקים את השימוש בו. עם זאת, מסמך זה יתייחס להמלצות הבאות בלבד, שמשקפות למיטב הבנתי את השינויים הדרמטיים ביותר המוצעים בטיוטת ההמלצות:

- המלצות העוסקות בשינויים מבניים (הפיכת חברה לחברת פער, מכירה כפויה של שליטה בחברת פער, ואיסור רישום למסחר של חברות מסוימות).<sup>5</sup>

- המלצות העוסקות בחיזוק בעלי מניות המיעוט (אישור המיעוט לרכישת פעילות משמעותית, רכישת שליטה בחברה ציבורית, אישור שכר בכירים וגיוס חוב או הון בהיקף משמעותי).

מסמך זה לא יעסוק בהמלצות אשר, לעניות דעתי, יש מקום להחיל על כל חברה ציבורית, ובכלל זה:

- הצבעה באמצעות האינטרנט.

- המלצות הנוגעות לאופן המינוי של דח"צים.<sup>6</sup>

- המלצות הנוגעות להחמרת הפיקוח על עסקאות לפי סעיף 270(4) לחוק החברות.

עם זאת, גם ביחס לכל אחת מהמלצות אלה עולה השאלה האם מוצדק להחילן באופן סלקטיבי רק על חלק מהחברות במשק, וזאת במקרים בהם אין קשר אינהרנטי בין הבסיס להבחנה (קיומו של פער) לבין הכלל המוצע (כגון הצבעה באינטרנט).

<sup>5</sup> מסמך זה לא ידון בהמלצה הנוגעת לרישום חברות דופלקציה בעיקר כיוון שההמלצה המופיעה בדוח בעניין זה אינה ברורה.

<sup>6</sup> הח"מ עמד בראש הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון, אשר המליצה על החלת זה על כל החברות הציבוריות.

#### IV. פער בין הון ושליטה ותופעת הריכוזיות

המטרה שעמדה ביסוד הקמתה של הוועדה הינה בחינת אמצעים לטיפול בתופעת הריכוזיות. חלק זה של המסמך יעמוד על ההבדל המהותי, בכל הנוגע להשפעה על התחרות, היציבות ושאר היבטים הקשורים לתופעת הריכוזיות, בין חברה המתאפיינת רק בקיום פער בין הזכויות ההוניות לכוח ההצבעה של בעל השליטה לבין קבוצה עסקית הפועלת בענפים שונים. החלק הבא של המסמך יתמקד בסוגיה של הגנת המשקיעים.

#### א. לא כל חברה בה קיים פער בין זכויות הונויות לשליטה מהווה קבוצה עסקית הקשורה לתופעת הריכוזיות.

1. הדוח מתאר באופן מקיף ומעמיק את הסכנות למשק הישראלי כתוצאה מהתרומה של קבוצות עסקיות לריכוזיות במשק. אולם, ההמלצות האופרטיביות הכלולות בפרק הרביעי מתמקדות בחברות בהן אצל בעל השליטה קיים פער כלשהו בין היקף השליטה (העקיפה) בזכויות ההצבעה לבין הבעלות (המשורשרת) בהון התאגיד.
2. המונח קבוצה עסקית לא זכה להגדרה אחידה, אך הספרות האקדמית משתמשת בו בדרך כלל כדי לתאר קבוצת חברות הפועלות במגוון ענפים, ואשר יש ביניהן קשרים פורמליים (בעלות) או בלתי פורמליים (משפחה) הנמצאות בשליטה משותפת.<sup>7</sup>
3. קיום פער בין כוח השליטה לבין הבעלות בהון תורם ליצירת קבוצות עסקיות בכך שהוא מקל על גורם אחד לשלוט במספר חברות הפועלות בפיזור ענפי, וזאת גם בהשקעה הונית שאינה משמעותית יחסית לכוח הכלכלי ולשווי המצטבר של חברות אלה. אולם, לא כל חברת אחזקות שבה יש פער בין הזכויות ההוניות לכוח ההצבעה של בעל השליטה מהווה קבוצה עסקית או תורמת לריכוזיות במשק.
4. המקרה של גזית ושל חברות רבות נוספות עליהן אמורות לחול ההמלצות (לפי פרסומים בעיתונות) ממחיש היטב את ההבדל המשמעותי שבין תופעת הריכוזיות לבין קיומו של פער. כאמור, הדוח דן בהרחבה בסכנות הטמונות בפעילותן של קבוצות עסקיות במשק הישראלי: פגיעה בתחרות, עיוות של הקצאת המקורות במשק, חשש לפגיעה ביציבות הפיננסית ויצירת סיכונים מערכתיים. אולם, בעוד שגזית מהווה "חברת פער" כהגדרתה בטיטות ההמלצות, אף אחד מסיכונים אלה אינו חל לגביה.
5. גזית פועלת בענף אחד בלבד ורוב הכנסותיה הן מנכסים שמחוץ לישראל. לפיכך, אין ספק שמבנה האחזקות בגזית אינו יוצר חשש לפגיעה בתחרות במשק, תורם לסיכון מערכתי (אין סכנת הדבקה בין ענפי משק שונים) או פוגע בהקצאת המקורות במשק.

#### ב. הענקת טיפול זהה לקבוצות עסקיות ולכל חברה בה קיים פער כלשהו לא תספק מענה נאות לתופעת הריכוזיות.

<sup>7</sup>ראו: Tarun Khanna & Yishay Yafeh, *Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?*, 45 J. Econ. Lit. 331, 331 (2007); קונסטנטין קוסנקו "התהוותן של קבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק" בנק ישראל 1, 6 (2008). ההגדרה המופיעה בדוח לקבוצה עסקית היא: "שלוש חברות הפועלות בשני ענפי משק לפחות". ר' תרשים 3 בפרק הרביעי.

1. הפרק הרביעי ממליץ על הענקת טיפול אחיד לחברות הפועלות בענף אחד אך מתאפיינות בקיומו של פער ולחברות המהוות חלק מקבוצה עסקית (הקשורה קשר הדוק לתופעת הריכוזיות). יתר על כן, טיוטת ההמלצות אינה מבחינה בין חברות שונות בהתאם לעוצמת הפער בין הזכויות ההוניות לכוח ההצבעה של בעלי השליטה.

2. מטבע הדברים, הענקת טיפול משפטי זהה לשתי תופעות כלכליות שונות ביסודן עלולה לסכל את המטרה שלשמה הוקמה הוועדה:

א. מחד, ההתמקדות בקיומו של פער גרידא כבסיס להחלת ההמלצות עלולה להביא לקביעת הסדרים שלא ייתנו מענה הולם לתופעת הקבוצות העסקיות, על מכלול הסכנות הפוטנציאליות הטמונות בהן;

ב. מאידך, הגישה המרחיבה בה נוקט הדוח מעלה חשש להכבדה משמעותית, ולא מוצדקת, על חברות שאינן מהוות חלק מקבוצה עסקית.

3. לפיכך, ככל שהוועדה מבקשת להעניק טיפול אפקטיבי ומושכל לתופעת הריכוזיות, אני סבור שעליה לשקול את מיקוד ההמלצות בחברות המהוות חלק מתופעה זו.

**ג. ההנחה העומדת ביסוד ההמלצות עולה בקנה אחד עם הספרות האקדמית ביחס לקבוצות עסקיות, אך אינה מתאימה לחברות המתאפיינות רק בקיומו של פער בין בעלות בהן לשליטה.**

1. בטרם אנתח את המלצות הפרק הרביעי לגופן, יש לדון בתשתית העומדת ביסוד המלצות אלה, כפי שבאה לידי ביטוי בדוח הוועדה, כמו גם באפקט המצטבר של המלצות אלה.

2. ביסוד ההמלצות עומדת ההנחה שאין הצדקה למבנה האחזקות הפירמידאלי בשווקים מפותחים. זו גם גישתה המוצהרת של הוועדה. עמ' 97 לטיוטת ההמלצות קובע כדלקמן [הדגשות אינן במקור – א.ח.]:

"הוועדה בחרה למקד חלק מהמלצותיה באותן חברות שיש בהן פער בין זכויות ההצבעה לבין הזכויות בהן של בעל השליטה... זאת לאחר שמצאה כי בקיומן של חברות כאמור קיים פוטנציאל לפגיעה הן בבעלי מניות המיעוט והן במשק בכללותו בשל היבטים של תחרות ויציבות. עם זאת, החליטה הוועדה שלא להמליץ לאסור על קיומו של מבנה זה מכיוון שהיא סבורה שלמבנה זה עשויים להיות יתרונות במקרים מסוימים. לפיכך, המלצות הוועדה הן כאלו שיאפשרו לשוק לקבוע באלו מבנים פירמידאליים יש יתרון ואלו פוגעים בחברות המשתייכות אליהן."

3. הנחת מוצא עקרונית זו, העומדת ביסוד חלק משמעותי מהמלצות הוועדה, עולה בקנה אחד עם עמדת הספרות הכלכלית-אקדמית שחקרה את תופעת הקבוצות העסקיות. ספרות זו, אשר הדוח מנתח אותה בהרחבה על רקע המציאות בשוק הישראלי, מטילה ספק בהצדקה לקיומן של קבוצות אלה בשווקים מפותחים. אולם, ספרות אקדמית זו אינה מתייחסת לחברות (כגון גזית) שהמאפיין אותן הוא קיומו של פער בלבד.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> למען הסר ספק, עוצמת הפער בין זכויות הוניות לזכויות הצבעה עלולה להחריף חלק מהבעיות הנובעות מקיומן של קבוצות עסקיות. אולם, כשלעצמו, קיום פער אינו מביא לסכנות הנידונות בחלק זה של המסמך.

4. הספק באשר לתועלת החברתית בקיומן לקבוצות עסקיות מתעורר בעיקר לאור השליטה המשותפת בחברות הפועלות בענפים שונים. שליטה בחברות הפועלות בענפים שונים מעוררת סכנות מסוגים שונים למשק, אשר הדיון שלהלן יעמוד רק על חלק מהם:

א. שווקים פנימיים להון. אחת מן ההצדקות העיקריות לקיומן של קבוצות עסקיות היא קיומם של שווקים פנימיים להון (internal capital markets).<sup>9</sup> בשוק הון המתיימר להיות מפותח עולה השאלה האם שווקים פנימיים מסוג זה אכן חיוניים להתפתחות כלכלית. אך בכל מקרה, כפי שגם עולה מדוח הוועדה, קיומם של שווקים פנימיים להון בקבוצות בעלות פיזור ענפי עלול להיות בעל השלכות רחב שליליות על המשק.

– סיכונים מערכתיים ויציבות. תנועות הון בין חברות בקבוצה לצורך תמיכה הדדית, אשר מתרחשות בעיקר בעת משבר, מעלות חשש לפגיעה ביציבות.<sup>10</sup> כאשר מדובר בקבוצה עסקית השולטת על חברות הפועלות במספר ענפי משק, עלול להיווצר גם סיכון מערכתי עקב סכנה ל-“הדבקה” בין ענפי משק שונים. למותר לציין, החשש מפני הדבקה אינו מתעורר בחברה הפועלת בענף אחד. יתר על כן, במקרה בו עיקר פעילותה העסקית של החברה הוא מחוץ לישראל, פוחת החשש לפגיעה משקית עקב קיומם של שווקי הון פנימיים.

– הקצאת מקורות במשק. קיומם של שווקים פנימיים להון מקנה יתרון בגישה למקורות מימון לחברות הפועלות במסגרת הקבוצה העסקית. אולם, בנסיבות מסוימות יתרון זה של החברות הפועלות במסגרת הקבוצה מקשה על גיוס הון בידי יזמים הפועלים מחוץ לקבוצה העסקית, ובכך נוצר חשש לפגיעה ביעילות הקצאת המקורות במשק.<sup>11</sup> למותר לציין, גם חשש מסוג זה אינו מתעורר בחברת אחזקות דו-שכבתית הפועלת בענף אחד בלבד, ובוודאי כזו שעיקר פעילותה מחוץ לישראל.

ב. פגיעה בתחרות. דוח הוועדה מדגיש את הזיקה שבין קיומן של קבוצות עסקיות לבין החשש לפגיעה בתחרות. אולם, גם חשש זה מתעורר ביחס לקבוצות עסקיות השולטות בחברות הפועלות בענפים שונים. העובדה שלחברות הפועלות בענפים שונים יש שליטה משותפת מהווה פלטפורמה נוחה למפגש בין-שווקי, שהוא זה העומד ביסוד החשש לפגיעה בתחרות,<sup>12</sup> ואשר עמו קשה להתמודד בכלים הרגילים של דיני ההגבלים העסקיים (הממוקדים בסוגיית התחרות הענפית).<sup>13</sup>

מטבע הדברים, חשש זה מתעורר רק כאשר לקבוצה עסקית שלה יש פעילות ביותר משוק אחד.<sup>14</sup> מכל מקום, חשש זה אינו רלוונטי במקרה של גזית, אשר עיקר פעילותה העסקית מחוץ לישראל.<sup>15</sup>

<sup>9</sup> ראו: Tarun Khanna & Krishna Palepu, *Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Countries*, 75 Harv. Bus. Rev. 41 (1997).

<sup>10</sup> הזיקה בין קיומם של שווקים פנימיים לשיקולי יציבות היא אשר עומדת ביסוד מגבלת לווה בודד של המפקח על הבנקים. ר' הוראת ניהול בנקאי תקין 313, מגבלות על חבות של לווה ועל קבוצת לווים.

<sup>11</sup> ראו: Heitor Almeida & Daniel Wolfenzon, "Should Business Groups Be Dismantled? The Equilibrium Costs of Efficient Internal Capital Markets", 79 J. Fin. Econ. 99 (2006).

<sup>12</sup> ראו: B. Douglas Bernheim & Michael D. Whinston, *Multimarket Contact and Collusive Behavior*, 21 RAND J. ECON. 1 (1990).

<sup>13</sup> השלכה נוספת נוגעת למניעת תחרות בין חברות בקבוצה. ראו Randall Morck & Bernard Yeung, *Agency Problems in Large Family Business Groups*, 27 ENTREPRENEURSHIP THEORY & PRAC. 367 (2003).

<sup>14</sup> Tarun Khanna & Yishay Yafeh, *Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?*, 45 J. ECON. LIT. 331, 361 (2007).

## ד. ההשפעה המצטברת של ההמלצות

1. למיטב הערכתי, האפקט המצטבר של ההמלצות, ובייחוד אלה שעניינן דרישות אישור המיעוט ביחס להחלטות עסקיות ואלה העוסקות בשינויים מבניים, יביא להכבדה ניכרת על החברות המוגדרות בדוח חברות פער. אמנם, הקושי יהיה משמעותי יותר עבור חברות שאינן זוכות לאמון בעלי מניות המיעוט. אולם, גם חברות הזכות לאמון מלא של ציבור המשקיעים עלולות לספוג פגיעה קשה ביכולת לנהל את עסקיהן. יתר על כן, הכבדה זו צפויה ליצור תמריץ עבור "חברות פער" לבצע שינויים מבניים על מנת לצאת מתחולת ההגדרה.

2. ההשפעה של ההמלצות על חברות באה לידי ביטוי, בין השאר, במישורים הבאים:

– *חוסר וודאות*. טיוטת ההמלצות מציעה להחיל על "חברות פער" מנגנונים מורכבים וחדשניים, כגון האפשרות לכפות על בעל שליטה בחברת פער לרכוש את מניות המיעוט או למכור את מניותיו. מנגנונים מסוג זה, אשר למיטב ידיעתי אינם קיימים במדינות אחרות, כרוכים בחוסר וודאות אינהרנטית, אשר תרתיע משקיעים וספקי אשראי ותקשה על החברות בגיוס הון וחוב ועל תכנון עסקי ארוך טווח.

– *גילוי מידע לציבור וחשיפתו למתחרים*. הדרישה לאישור בעלי מניות למהלכים עסקיים כגון גיוס חוב או רכישת פעילות תחייב את ההנהלה להביא בפני בעלי המניות מידע שיאפשר לאסיפה הכללית לקבל החלטה מושכלת, וזאת גם אם מדובר במידע שלא היה טעון דיווח בחברה אחרת. גם אם יתקבל אישור בעלי המניות בסופו של דבר, די בחובת הדיווח אודות מידע אשר בדרך כלל אין חובה לגלותו לציבור כדי להעמיד חברות אלה בנחיתות ביחס לחברות אחרות בישראל ומחוצה לה.

– *עיכוב עסקאות*. הדרישה לאישור האסיפה הכללית כתנאי למהלכים עסקיים משמעותיים עלולה לפגוע ביכולת חברות להתחרות על נכסים ולהגיב במהירות להזדמנויות עסקיות.

למותר לציין, עלויות אלה יושטו על כל חברת פער, גם כאלה אשר בעל השליטה בהן זוכה לאמון מלא של ציבור המשקיעים, ואשר סביר אפוא להניח כי יזכו בתמיכה של בעלי מניות המיעוט בכל עניין שיובא לאסיפה.

3. לנוכח הקשיים הנובעים מסיווג חברה כחברת פער, אני מעריך כי חברות רבות יבקשו לערוך שינויים מבניים על מנת לצאת מתחולת ההמלצות. ושוב, תוצאה זו עולה אולי בקנה אחד עם הספרות בנוגע לסכנות הטמונות בתופעת הקבוצות העסקיות, אך ספק אם ניתן להצדיק אותה ביחס לחברות המאופיינות בקיומו של פער בלבד.

4. ההנחה לפיה אין הצדקה למבני אחזקה פירמידאליים משתקפת גם בגישה, הבאה לידי ביטוי בהמלצה בדבר זכות היציאה לבעלי מניות המיעוט או בהמלצת "הכיווץ", לפיה ההגנה על בעלי מניות המיעוט של חברת הבת מצדיקה, בנסיבות מסוימות, גם פגיעה בבעלי מניות המיעוט מהציבור של חברת האם, וזאת כדי להגן על בעלי מניות המיעוט של חברת הבת.

<sup>15</sup> לנוכח העובדה שעיקר פעילותה של גזית-גלוב מחוץ לישראל, הקבוצה גם אינה מעוררת חשש לריכוז יתר על כוח כלכלי או לפגיעה בדמוקרטיה. ר' לעניין זה א. חמדני, *ריכוזיות השליטה בישראל: היבטים משפטיים* (מחקר מדיניות 79, המכון הישראלי לדמוקרטיה).

5. לסיכום חלק זה של חוות הדעת: תכליתן המוצהרת של חלק משמעותי מההמלצות הכלולות בפרק הרביעי לדוח היא העמדת החברות בקבוצת הטיפול שהגדירה הוועדה ("חברות פער") למבחן שוק ויצירת תמריץ שלילי לקיומן. זאת, על רקע הספרות האקדמית הענפה המצביעה על הסכנות הפוטנציאליות הטמונות בקבוצות עסקיות לתחרות, ליציבות ולהקצאת המקורות במשק. אולם, ספרות אקדמית זו מצביעה על הסכנות הטמונות בקבוצות עסקיות בלבד ואינה עוסקת בחברות המתאפיינות רק בפער בין כוח ההצבעה לזכויות ההון של בעל השליטה.

## V. הגנת משקיעים

החלק הקודם של המסמך הצביע על העובדה שקיומו של פער, כשלעצמו, אינו קשור לתופעת הריכוזיות הכלל-משקית והסכנות הטמונות בה. החלקים הבאים יתמקדו במישור הגנת המשקיעים. הניתוח יראה שגם ההיבט של הגנת המשקיעים אינו מצדיק את החלת ההמלצות על גזית או חברות אחרות מסוגה. זאת, בניגוד אולי לחברות המהוות חלק מקבוצה עסקית או שבהן קיים פער משמעותי מאד בין הבעלות לשליטה.

### א. הגנת משקיעים וממשל תאגידי בתאגידים עם בעלי שליטה

1. ביסוד ההסדרים המשפטיים להגנת משקיעים בתאגיד עם בעל שליטה עומדים שני שיקולים כלכליים מרכזיים. ראשית, לבעל מניות דומיננטי -- עם השקעה משמעותית בהון התאגיד ויכולת לכוון את התנהגותו -- יש הן את היכולת והן את התמריץ הכלכלי לפקח על ההנהלה ולהשיא את רווחי התאגיד לטובת כלל המשקיעים בו.<sup>16</sup> שנית, גם בעל מניות שכזה עלול להיות בניגוד עניינים עם שאר המשקיעים ביחס להחלטות או עסקאות מסוימות.

2. שיקולים אלה מחייבים הבחנה בין עסקאות או החלטות בהן מצוי בעל השליטה בניגוד עניינים לבין החלטות עסקיות. עסקאות והחלטות מהסוג הראשון מחייבות פיקוח ובקרה קפדניים,<sup>17</sup> עסקאות מהסוג השני מסורות לשיקול דעת מוסדות התאגיד. כפי שמציין מחקר שנכתב ע"י הח"מ ופרופ' אריה בבצ'וק:<sup>18</sup>

"... the controller's presence lessens the concern that management will act contrary to these interests. Controllers, however, may also have interests that do not overlap with those of outside investors, and they may use their power to advance such interests. In [controlled] companies, therefore, the fundamental concern that needs to be addressed by governance arrangement is the controlling shareholder's opportunism."

<sup>16</sup> R. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1641, 1647-1648 (2006) ("[A] controlling shareholder may police the management of public corporations better than the standard panoply of market-oriented techniques employed when shareholdings are widely held.").

<sup>17</sup> למען הסר ספק, החשש מתופעת ה-tunneling קיים בכל חברה שבה בעל השליטה מחזיק פחות מ-100% מהזכויות בהון. במילים אחרות, החשש מניצול של בעלי המניות קיים גם כאשר אין פער בין הבעלות בהון של בעל השליטה לבין כוח ההצבעה שלו.

<sup>18</sup> ראו: L. A. Bebchuk & A. Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards* 157 U. PA. L. REV. 1263 (2009)

3. לפיכך, במישור המשפטי, ההסדרה של תאגידים עם בעלי שליטה מחייבת קביעת מנגנונים לזיהוי עסקאות בהן בעל השליטה נתון בניגוד עניינים, תוך הבחנה בין לבין החלטות עסקיות.<sup>19</sup> כפי שיפורט בהמשך, הדין בישראל מסדיר באופן נרחב עסקאות בהן לבעל השליטה יש עניין אישי.

4. טיוטת ההמלצות תביא לשינוי דרמטי במשטר המשפטי החל על תאגיד אשר יוגדר כ-"חברת פער". הגישה המשתמעת מטיוטת ההמלצות היא,<sup>20</sup> שעצם קיומו של פער כהגדרתו בדוח הופכת את בעל השליטה לבעל ניגוד עניינים בהחלטות אשר לגביהן לא קיים ניגוד עניינים בתאגידים אחרים עם בעל שליטה או מחלישה משמעותית את האינטרס הכלכלי של בעל השליטה בהשאת רווחי התאגיד.

5. למען הסר ספק, מחקרים כלכליים הנסקרים בהרחבה בדוח הוועדה אכן מצביעים על קורלציה בין עוצמת הפער לבין משתנים שונים הנוגעים לאופן ניהול עסקי התאגיד או לתמריצי בעל השליטה. אולם, כבר בשלב מקדמי זה ניתן להצביע על מספר קשיים בגישה המשתמעת מההגדרה המשפטית של "חברת פער" בדוח:

א. ככל שמדובר בניגודי עניינים, ספק רב עם עצם קיומו של פער הוא זה שיוצר ניגודי עניינים מסוג חדש, שאינם קיימים בתאגיד אחר עם בעל שליטה או בבעלות מבוזרת.

ב. ככל שמדובר בניגודי עניינים, ספק רב אם עצם קיומו של פער הוא זה שהופך את ההסדרים המשפטיים הקיימים כיום כדין הישראלי לטיפול בניגודי עניינים לבלתי אפקטיביים.

ג. ככל שמדובר בתמריצי בעל השליטה, לעצם קיומו של פער (להבדיל מהיקף הבעלות של בעל השליטה בהון) לא אמורה להיות השפעה על האינטרס הכלכלי של בעל השליטה לדאוג לרווחת התאגיד.<sup>21</sup>

## ב. ההסדרה של ניגודי עניינים בישראל

6. ישראל היא בין המדינות המובילות בעולם בהסדרה המשפטית של עסקאות בהן מצויים בעלי השליטה בניגוד עניינים, כמפורט להלן.

א. **האישורים הנדרשים.** סעיף 275 לחוק החברות דורש אישור של ועדת הביקורת, הדירקטוריון ורוב מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי לעסקאות מסוימות עם בעל השליטה או שבהן יש לבעל השליטה עניין אישי.

ב. **זיהוי העסקאות הטעונות אישור.** לפי סעיף 270(4) לחוק החברות, דרישות האישור שפורטו בסעיף הקודם חלות לא רק על עסקה חריגה עם בעל השליטה, אלא גם על עסקה חריגה שבה לבעל השליטה "עניין אישי". יתר על כן, רשות ניירות ערך נוקטת בגישה פרשנית מרחיבה, אשר מייחסת לבעל השליטה,

<sup>19</sup> גישה זו מכונה בשם transactional approach. ראו Jens Damman, *Corporate Ostracism: Freezing Out Controlling Shareholders*, 33 J. Corp. L. 681 (2008).

<sup>20</sup> בהקשר זה יש הבדלים בין הדוח של יועץ הוועדה, פרופ' בבצ'וק, לבין דוח הוועדה גופו.

<sup>21</sup> זאת, בהינתן כי מדובר בחברה לגביה לא קיים שוק שליטה אפקטיבי לנוכח העובדה שלבעל השליטה למעלה מ-50% מזכויות ההצבעה.

בנסיבות מסוימות, עניין אישי גם בעסקאות של התאגיד עם צדדים שלישיים רק בשל העובדה שלבעל השליטה "קשרים עסקיים מתמשכים" עם צד שלישי.

ג. **דרישת אישור אחת לשלוש שנים.** לאחר תיקון 16 לחוק החברות, עסקאות מסוימות עם בעל השליטה או שלגביהן יש לבעל השליטה עניין אישי טעונות אישור אחת לשלוש שנים.

ד. **ביקורת שיפוטית.** החלטת בית המשפט הכלכלי בעניין מכתשים אגן המחישה את נכונות בית המשפט הכלכלי להפעיל ביקורת שיפוטית על הגינות של עסקאות בהן נתונים בעלי השליטה בניגוד עניינים.

7. יש לציין, כי חלק ניכר מן המחקרים המוזכרים בדוח, ואשר מתעדים את תופעת "התיעול", מתארים עסקאות הדורשות כיום, לפי הדין בישראל, את אישור בעלי מניות המיעוט לפי הפרק החמישי לחוק החברות.<sup>22</sup>

8. לנוכח ההסדרה בחוק החברות של עסקאות חריגות עם בעל השליטה או עסקאות לגביהן יש לבעל השליטה עניין אישי, עולה השאלה האם יש הצדקה להגברת מעורבות בעלי מניות המיעוט גם במקרים נוספים, שאינם נכללים כיום בפרק החמישי לחוק החברות.

9. בהקשר זה, מצביע הדוח על סוגי החלטות ו/או עסקאות לגביהן עלול להיות בעל השליטה בניגוד עניינים מובנה או אשר לגביהן הוא נעדר תמריצים נאותים להשאת רווחי התאגיד. הניתוח שלהלן יעמוד על שתי טענות מרכזיות:

א. ככל שקיימים ניגודי עניינים ייחודיים, הם עשויים להתעורר בקבוצות עסקיות בלבד.

ב. ככל שקיימת בעיה של העדר תמריצים נאותים, היא תוצאה של היקף הזכויות ההוניות של בעל השליטה.

### ג. קבוצות עסקיות וניגודי עניינים

1. דוח הוועדה כולל מגוון דוגמאות לעסקאות בהן קיים חשש לתיעול משאבים לטובת בעל השליטה. בניגוד למשתמע מהדוח, חשש זה קיים בכל תאגיד עם בעל שליטה,<sup>23</sup> ובמידה מסוימת גם בתאגיד בשלטון מנהלים. יתר על כן, דוח הוועדה מתעלם מן ההבדל המשמעותי בין המאפיינים של קבוצה עסקית לבין אלה של חברת אחזקות, אשר פעילותה העסקית העיקרית ממוקמת בחברת בת אחת.

2. הדין הישראלי מעניק טיפול מחמיר לעסקאות שאותרו כנגועות בניגודי עניינים של בעל השליטה. אולם, הפעילות במסגרת קבוצה עסקית יכולה להקשות על יישום אפקטיבי של גישה המבוססת על זיהוי עסקאות בהן לבעל השליטה עניין אישי. מבנה האחזקות של הקבוצה ויחסי הגומלין בין החברות הציבוריות המסונפות אליה יוצר מגוון הזדמנויות

<sup>22</sup> לדוגמה, הוואות בין חברות: *Tunneling Through Inter-Corporate Loans: The China Experience*, 98 J. FIN. ECON. 1 (2010). J. Baek et al., *Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols*, 61 J. Fin. 2415 (2006).

<sup>23</sup> ראו: Simon Johnson et al., *Tunneling*, 90 AM. ECON. REV. 22 (2000).

להעברת משאבים בין חברות בקבוצה ומקשה על הקביעה האם החלטה עסקית מסוימת מתקבלת משיקולים של טובת התאגיד הבודד, משיקולים של השאת רווחים של חברות אחרות בקבוצה, או משיקולים אחרים של בעל השליטה. במילים אחרות, מורכבות המבנה של קבוצה עסקית ויחסי הגומלין בין החברות בקבוצה מאפשרת פגיעה בבעלי מניות המיעוט גם באמצעות החלטות ניהוליות שאינן עולות כדי עסקה ואשר נחזות על פניהן להיות נטולות עניין אישי.

א. **ניהול קבוצתי וניגודי עניינים.** האפשרות לניהול קבוצתי וקיומם של שווקים פנימיים מהווה אחת מן ההצדקות הרווחות לקיומן של קבוצות עסקיות. אולם, תופעת הניהול הקבוצתי עומדת בסתירה לעיקרון האישיות המשפטית הנפרדת, המהווה מרכיב הכרחי בהתפתחותו של שוק הון מודרני, אשר אמור לאפשר למשקיע להיחשף רק לסיכונים הכרוכים בפעילות העסקית שבה בחר להשקיע. במילים אחרות, בכל הנוגע להגנת המשקיעים בחברה בודדת שבשליטת קבוצה עסקית, ריבוי חברות בשליטה משותפת יוצר חשש שניהול החברה יושפע משיקולים הנוגעים לחברות אחרות בקבוצה.<sup>24</sup> הפגיעה בבעלי מניות המיעוט בחברות הנכללות בקבוצה עסקית יכולה להתבצע לאו דווקא כדי להיטיב באופן ישיר עם בעל השליטה, אלא מתוך קבלת החלטות עסקיות משיקולים של השאת רווחי הקבוצה.

ב. **קושי משפטי: גם החלטות עסקיות יכולות לשמש להעברת ערך בין חברות בקבוצה.** יחסי הגומלין בין החברות בקבוצה יוצרים חשש שגם החלטות עסקיות כביכול, לרבות כאלה שאינן מהוות עסקה כמשמעה בסעיף 270(4) לחוק החברות, יושפעו משיקולי ניהול קבוצתי או ישמשו בעל שליטה החפץ בכך כדי להעביר ערך לחברות אחרות בקבוצה. כפי שיובהר בהמשך, לדוגמא, גם החלטות בנוגע לפיתוח מוצרים או עוצמת התחרות מול שחקנים אחרים בשוק יכולות להיות מושפעות משיקולים קבוצתיים. הפעילות במסגרת קבוצה עסקית מקשה אפוא על התמודדות עם החשש לניגודי עניינים באמצעות המנגנונים הקיימים בחוק החברות.

ג. **קושי עובדתי: זיהוי האינטרס של בעלי השליטה.** בקבוצה עם פיזור ענפי עלול להתעורר גם קושי גם בזיהוי האינטרס הכלכלי (או, במינוח המשפטי, "הזיקה העודפת") של בעל השליטה. ראשית, יש קושי לקבוע האם החלטות עסקיות מתקבלות משיקולי השאת רווחים של התאגיד או של חברות אחרות בקבוצה (במילים אחרות, האם קיימת תופעה של ניהול קבוצתי). שנית, יש קושי בזיהוי האינטרס הכלכלי של בעל השליטה ביחס לכל חברה הנשלטת במסגרת הקבוצה.<sup>25</sup> כך, יכול להתעורר מצב שבו היקף הזכויות ההוניות (בשרשור) של בעל השליטה בשתי חברות הוא די דומה. לדוגמא, הניחו כי בעל השליטה שולט במישרין בחברת אחזקות, השולטת בשתי חברות, A ו-B, אשר כל אחת מהן שולטת בחברות אחרות. האם האינטרס הכלכלי של בעל השליטה בחברה הנשלטת על ידי חברה A, שבה הזכויות ההוניות (בשרשור) שלו עומדות על 40% גובר על האינטרס של בעל השליטה בחברה B, שגם בה הוא מחזיק (בשרשור) ב-40% מהזכויות ההוניות? האם התשובה משתנה לפי צרכי הנזילות של כל חברה או בהתאם ליחסים נוספים בין בעל השליטה לכל אחת מהחברות (יחסי ספק לקוח או העסקה לדוגמא). לסיכום, הפעילות במסגרת קבוצה עסקית יוצרת

<sup>24</sup> M. Bertrand, P. Mehta and S. Mullainathan, *Ferretting Out Tunneling: An Application To Indian Business Groups*, 117 Q. J. Econ. 117, 121, 124 ft. 9 (2002).

<sup>25</sup> הניתוח לא מתייחס לחברות המוחזקות במבנה אנכי ברור, כגון גזית. במקרים אלה ברור שלבעל השליטה העדפה ברורה של האינטרס של החברה שמיקומה במבנה האחזקות גבוה יותר.

קושי לקבוע האם לבעל השליטה יש עניין כלכלי בהעדפת חברה אחת על פני רעותה.

3. יתר על כן, הן המחקרים האמפיריים והן הדוגמאות לתופעת "התיעול" המופיעים בדוח, ככל שאינם מתייחסים לעסקאות הכפופות בלאו הכי, לפי הדין הקיים בישראל, לאישור בעלי מניות המיעוט, עוסקים רק בניגודי עניינים היכולים להתעורר רק בקבוצות עסקיות. מפאת מגבלות המקום, אעמוד רק על הדוגמאות המייצגות הבאות:

א. **בעיית ההתרחבות.** המחקר המובא בדוח הוועדה כאסמכתא להשפעת ניגודי עניינים על שיקולי ההתרחבות מתייחס לקבוצות עסקיות בקוריאה. מעבר לעסקאות בהן קיים ניגוד עניינים מובהק (עסקאות מיזוג בין חברות בשליטה משותפת), מחקר זה מוצא ראיות לכך שבעלי שליטה משתמשים, לצורך רכישת חברות חדשות, גם בחברות המסונפות לקבוצה שאין להן כל סינרגיה עם החברה הנרכשת, אך יש להן את הנזילות הנדרשת לצורך ביצוע הרכישה. יתר על כן, מחברי המחקר מציינים מפורשות כי ממצאי המחקר תומכים בעובדה כי החלטות עסקיות בחברות המסונפות לקבוצה מקבלות בהתאם לשיקולי ניהול קבוצתי, ולא משיקולי של השאת רווחי התאגיד מבצע הרכישה. או בלשון מחברי המחקר:<sup>26</sup>

"overall our results support the tunneling view that the chaebol owner-managers make acquisition decisions with little regard for maximizing the shareholder wealth of the bidding firm, but with great regard for maximizing the value of the whole group. Maximizing individual firm value appears to be a less important objective for chaebol owner-managers"

יודגש, קיים קושי רב להתמודד עם תופעה מסוג זה בכלים המשפטיים המקובלים לזיהוי עסקאות הנגועות בניגוד עניינים של בעלי שליטה.

יתר על כן, מחקר זה נתמך במחקר נוסף (אשר אינו מופיע בדוח), ואשר מצא תימוכין לכך שהחלטה היכן למקם חברה נרכשת במסגרת קבוצה עסקית יכולה להתקבל משיקולי ניהול קבוצתי או העדפות של בעלי השליטה.<sup>27</sup>

ב. **ניצול הזדמנויות עסקיות.** חשש זה יכול להתעורר בקבוצה עסקית שבה לרשות בעל השליטה עומדות מגוון חברות אשר במסגרתן ניתן יהיה לממש את ההזדמנות. חשש זה אינו מתעורר במבנה אחזקות (כמו זו של גזית) שבו יש חלוקת פעילות ברורה בין החברות בקבוצה (והסכמים המונעים תחרות).

ג. **מניעת תחרות בין חברות בקבוצה.** מניעת תחרות בין חברות בקבוצה היא דוגמא מובהקת לחשש מפני השפעה של שיקולים קבוצתיים על החלטות עסקיות, שאף אינן עולות כדי "עסקה" מבחינה משפטית. אולם, גם תופעה זו יכולה להתקיים רק בקבוצה עסקית, שבה שיקולי ניהול קבוצתי עלולים להביא בעל שליטה למנוע מתאגיד אחד בשליטתו להתחרות בתאגיד אחר, במישרין או בעקיפין.

<sup>26</sup> ר' גם: K. Bae, J. Kang and J. Kim, *Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups*, 57 J. Fin. 57 2695, 2720 (2002)

<sup>27</sup> ראו: Heitor Almeida et al., *The Structure and Formation of Business Groups: Evidence from Korean chaebols*, 99 J. FIN. ECON, 447 (2011)

שוב, גם הדוגמא של מניעת תחרות מהווה מקרה מובהק בו לא ניתן להתמודד בתופעה באמצעות המנגנונים הקיימים של זיהוי עסקאות נגועות.

ד. **Multi-market Contact**. כאמור לעיל, אחת מהסכנות הפוטנציאליות בקיומן של קבוצות עסקיות הוא החשש לפגיעה בתחרות על ידי מפגש מתחרים הפועלים בשווקים שונים. בצד הפגיעה בתחרות, תופעה זו ממחישה אף היא את החשש מפגיעה במשקיעים עקב תופעת הניהול הקבוצתי. ביסוד התופעה עומד החשש שניהולה של חברה (ויחסי הגומלין שלה עם המתחרים שלה) יושפע מן העובדה שלבעל השליטה בחברה יש פעילות עסקית גם בענף אחר. במילים אחרות, תופעה זו מעלה חשש להשפעה על החלטות ניהוליות של חברה משיקולי טובת הקבוצה העסקית אליה משתייכת החברה. ושוב, גם במקרה זה לא ניתן להתמודד עם התופעה באופן אפקטיבי בכלים הקיימים בחוק החברות לטיפול בעסקאות נגועות.

4. יש להדגיש, קשיים מסוג זה אינם מתעוררים בחברה כמו גזית, או בכל חברה אחרת שיש בה פער מסוים בין הבעלות בהון לשליטה, אך אינה מהווה חלק מקבוצה עסקית.<sup>28</sup>

א. **פעילות עסקית יחידה**. כאמור בפתח הדברים, נורסטאר אינה מנהלת פעילות עסקית עצמאית ואינה שולטת בחברות אחרות פרט לגזית. המקור היחיד (חוץ מדמי ניהול או שכר שעליהם חלות ללא ספק דרישות האישור הקבועות בחוק החברות והמחייבות את אישור בעלי מניות המיעוט) להכנסה של בעל השליטה הוא הפעילות בחברת הבת (גזית), שממנה מיוצר תזרים המזומנים עליו נסמכת גם חברת האם.

ב. **הסכמי אי תחרות**. יתר על כן, במקרה של גזית אין חשש לניצול הזדמנויות עסקיות או אחרות לנוכח העובדה כי בין גזית לנורסטאר קיים הסכם אי תחרות.

ג. **העדר חשש לניהול קבוצתי**. לאור האמור לעיל, קשה להצביע על בסיס כלשהו לחשש כי החלטות עסקיות המתקבלות בגזית ייקבעו בהתאם לשיקולים של חברות אחרות בקבוצה. זאת, על אף קיומו של פער בין השליטה לזכויות ההון של בעל השליטה בגזית.<sup>29</sup>

לפיכך, המקרה של גזית ממחיש היטב את הבעייתיות הטמונה בגישת הוועדה, אשר רואה בקיום פער, ולא בפעילות במסגרת קבוצה עסקית, את האלמנט הבלעדי המצדיק את החלת ההמלצות הדרמטיות הכלולות בדוח הוועדה.

5. לסיכום חלק זה, גם במישור הגנת המשקיעים גרידא יש הבדל בין קבוצות עסקיות לחברות מסוגה של גזית. חלק ניכר מניגודי העניינים המובנים אשר הדוח מבקש להתמודד עימם, ככל שהם קיימים, מתעוררים במסגרת קבוצה עסקית ואינם רלוונטיים לחברות אחזקות הפועלות בענף אחד בלבד.

6. יתר על כן, הניתוח בחלק זה מדגים מדוע הגדרת חברת הפער עלולה לפגוע באפקטיביות של הטיפול בבעיית הריכוזיות. ההתמקדות בקיומו של פער בלבד, תוך התעלמות מזיהוי התאגיד כחלק מקבוצה עסקית עם פיזור ענפי, עלולה לפגוע בהגנת בעלי מניות המיעוט בתאגידים

<sup>28</sup> החלק הבא יעסוק בחברות בהן קיים פער משמעותי מאד בין הזכויות ההוניות לכוח השליטה של בעל השליטה.  
<sup>29</sup> החשש היחיד מאלה המוזכרים בדו"ח נוגע לאפשרות לחלוקת דיבידנד משיקולי מינוף חברת האם. אולם, חשש זה קיים בכל חברה עם בעל שליטה.

הנמנים על קבוצות עסקיות, אך אינם מהווים "חברת פער" לאור ההגדרות הכמותיות הכלולות בטיטות ההמלצות.

#### ד. התמקדות בעצם קיומו של פער (ולא בהיקף הבעלות ההונית של בעל השליטה) שגויה

1. חלק מהכללים עליהם ממליצה הוועדה מתבססים על טענה בדבר העדר תמריץ כלכלי מספק של בעל השליטה, וזאת כביכול בשל קיומו של פער בין השליטה לבין הבעלות בהון. אולם, גם בהקשר זה גישת הוועדה להגדרת קבוצת הטיפול בעייתית. זאת, כיוון שהמבחן להחלת כללים אלה, אם בכלל, צריך להתבסס לא על עצם קיום הפער, אלא על היקף הבעלות בהון של בעל השליטה.<sup>30</sup>

2. מקצת מהכללים עליהם ממליצה הוועדה (לדוגמה בנושא אישור שכר) מוצדקים אולי בחברות בהן יש פער משמעותי מאד בין הבעלות לשליטה, כך שמבנה האחזקות הפירמידלי מקנה שליטה מוחלטת (lock on control) גם לגורם שאינו מחזיק בנתח משמעותי מהבעלות הכלכלית בתאגיד. בחברות מסוג זה ניתן לומר שהחברה נמצאת, מבחינה מהותית, בבעלות הציבור וסובלת מהבעיות המאפיינות חברות בשלטון מנהלים. לפיכך, ככל שיש הצדקה להחלת כלל מסוים על חברה בשלטון מנהלים, מוצדק להחילו גם על חברה שכזו.

3. אולם, זה לא המצב בחברות מסוגה של גזית, שבה בעל השליטה מחזיק בנתח משמעותי (גם אם פחות מ-50%) מהזכויות בהון.

4. בהקשר זה ההגדרה המוצעת לחברת פער בעייתית משני היבטים עיקריים:

א. חברה מוגדרת כחברת פער גם לבעל השליטה בעלות משמעותית בהון, כל עוד הוא מחזיק בפחות מ-50%. כך, גם חברה שבעל השליטה בה מחזיק ב-49% מהזכויות ההוניות יכולה להיחשב "חברת פער".

ב. שנית, ההגדרה המוצעת מייחסת משקל מכריע לפער גם בנסיבות בהן קשה לייחס משמעות כלכלית לקיומו. כך, אין כל הבחנה בין בעל שליטה החולש על 55% מזכויות ההצבעה, אך מחזיק ב-48% מהזכויות ההוניות לבעל שליטה החולש על 48% מזכויות ההצבעה ומהזכויות ההוניות.

5. גישה זו מתעלמת מן העובדה, כי לקיומו של בעל מניות עם השקעה משמעותית בהון התאגיד יש יתרונות עבור כלל המשקיעים בתאגיד. לבעל מניות שכזה יש הן את התמריץ להשקיע בביקוח (monitoring) על ההנהלה, ובכך למנוע את בעיות הנציג הנלוות לשלטון מנהלים, והן את היכולת לעשות כן. תובנה זו נתמכת במחקרים אמפיריים המצביעים על העובדה שלתאגידים מסוימים עם בעל מניות דומיננטי ביצועים עדיפים על אלה של תאגידים דומים ללא בעל שליטה.<sup>31</sup>

<sup>30</sup> למען הסר ספק, ישנם מחקרים אמפיריים אשר בחנו מספר השלכות לקיומו של פער מוחץ לקבוצות עסקיות. מחקרים אלה מתייחסים בעיקר לחברות עם זכויות הצבעה שונות, אשר להן מאפיינים כלכליים שונים מן המאפיינים של חברות אחזקה. מכל מקום, כיוון שדוח הוועדה לא דן במחקרים אלה לא אתיחס אליהם כאן.

<sup>31</sup> לדוגמה, מחקר שנערך בארצות הברית מצא כי הביצועים של חברות ציבוריות שבהן בעל השליטה הוא גם מייסד החברה נוטים להיות טובים יותר משל חברות דומות בבעלות מבוזרת. ראו R. C. Anderson & D. M. Reeb, *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, 58 J. FIN. 1301 (2003).

6. האינטרס של בעל מניות דומיננטי לפקח על ההנהלה נגזר בעיקר מהיקף השקעתו בהון התאגיד. על פני הדברים, העובדה שכוח ההצבעה העומד לרשות משקיע שזכה עולה על הבעלות שלו בהון לא אמורה לפגוע בתמריץ הכלכלי שלו לפקח על ההנהלה לטובת כלל המשקיעים.

7. הקושי שבייחוס משקל מכריע לעצם קיומו של פער מומחש בניתוח שלהלן.

א. **השוואה לבעל שליטה בחברה ללא פער.** לצורך הדוגמא, ניתן להשוות שני בעלי שליטה בעלי היקף דומה של בעלות בהון, 40%. בהינתן השוויון בשיעור הבעלות הכלכלית, האם ניתן לקבוע שלבעל השליטה הנהנה מזכויות הצבעה של 51% תמריצים שונים משמעותית לפקח על ההנהלה מאלה של בעל שליטה המחזיק ב-40% מזכויות ההצבעה?<sup>32</sup>

השוואה זו מתבקשת במיוחד ביחס לטיעון "ההתרחבות" העומד ביסוד חלק מהמלצותיה הדרמטיות של הוועדה. האם תמריצי ההתרחבות של בעל מניות המחזיק ב-40% מהון התאגיד ומזכויות ההצבעה בו שונים משמעותית מאלה של בעל מניות המחזיק ב-40%, אך חולש גם על 51% מזכויות ההצבעה?

ב. **השוואה לקבוצות עסקיות.** גם בהקשר זה יש חשיבות להבחנה בין חברות הפועלות בענף אחד בלבד (גם אם יש בהן פער בין הצבעה להון) לקבוצות עסקיות. במקרה של קבוצה עסקית, קיומו של הפער משמש אמת מידה נוחה לזיהוי האינטרס הכלכלי "האמיתי" של בעל השליטה, כאשר ההנחה היא שלבעל השליטה העדפה לחברות שבהן יש לו אינטרס הוני גבוה יותר. אולם, במקרה של חברה מסוגה של גזית, הדרך היחידה של בעל השליטה להשיא את רווחיו מנורסטאר היא השאת הרווחים של גזית. הפער כשלעצמו לא משנה את העובדה הזו.

8. החלת הכללים המוצעים על ידי הוועדה, בייחוד אלה הנוגעים להגברת מעורבות בעלי מניות המיעוט בהחלטות עסקיות-ניהוליות, רק על בסיס עצם קיומו של פער תפגע ללא הצדקה ביתרונות הנובעים מקיומו של בעל מניות בעל השקעה משמעותית בהון ותחליש את היכולת האפקטיבית שלו להפעיל פיקוח על ההנהלה.

9. יתר על כן, חלק מהקשיים המתוארים על ידי הוועדה חלים גם על בעלי שליטה ללא פער. גם בהקשר זה אין בסיס הגיוני להחלת המלצות הוועדה רק בשל קיומו של פער. לצורך זה, ניתן להצביע על הדוגמא הבאה, הלקוחה מדוח הוועדה.

א. **סירוב למכור שליטה.** החשש העומד ביסוד ההמלצה להענקת זכות יציאה לבעלי מניות המיעוט הוא ניגוד האינטרסים בכל הנוגע למכירת שליטה, דהיינו: סירוב של בעל שליטה בחברה פער למכור שליטה בגלל הרצון לשמור על פרמיית שליטה. בהקשר זה מפנה הוועדה למחקר של המלומדים בבצ'וק ורו.<sup>33</sup> אולם, הדוגמא המובאת במאמר זה מתייחסת לבעל שליטה המחזיק ב-60% ממניות התאגיד ללא פער בין הזכויות בהון לזכויות ההצבעה. הווה אומר: המחקר עליו מסתמך הדוח מתייחס לבעיה הקיימת בכל חברה עם בעל שליטה.

<sup>32</sup> כפי שיפורט להלן, יש הבדל בין שני המקרים בכל הנוגע לשוק השליטה.

<sup>33</sup> ראו Lucian A. Bebchuk & Mark Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 Stan. L. Rev. 775 (1999)

10. בכל מקרה, הניתוח בחלק זה מצביע על כך שההמלצות מתאימות, לכל היותר, למקרים בהם קיים פער משמעותי מאוד בין השליטה האפקטיבית של בעל השליטה לבין היקף הבעלות שלו בהון, כך שבעל השליטה אינו מחזיק בנתח משמעותי מהזכויות ההוניות בתאגיד.

## ה. פער ושוק שליטה

1. ההשוואה בחלק הקודם בין חברה עם בעל שליטה (ללא פער) לבין חברה פער (כהגדרתה בטיטת ההמלצות) מביאה למסקנה כי ההבדל העיקרי בין שני סוגי החברות מתייחס לקיומו של שוק שליטה. במילים אחרות, תופעת הפער רלוונטית רק ככל שהיא מעניקה לבעל השליטה הגנה מפני השתלטות עוינת.

2. בהקשר זה נראה שמוטב היה לבחון את הנושא, ככל שאינו נוגע לקבוצות עסקיות, במסגרת הבחינה המעמיקה עליה ממליץ הדוח בכל הנוגע לסוגיית ביצורי השליטה על רקע תנאיו המיוחדים של שוק ההון בישראל.

3. מכל מקום, גם בכל הנוגע לעידוד התפתחות של שוק שליטה, ההמלצות המובאות בדוח אינן צריכות לחול, לדעתי, על חברה מסוגה של גזית. ההגדרה המוצעת לחברת פער מבטלת את היתרונות הטמונים בקיומו של בעל מניות עם השקעה משמעותית בהון, מתעלמת מן ההשוואה לתאגידים בהם לא קיים פער, ואינה מביאה בחשבון את קיומם של מנגנונים חלופיים לפיקוח על הנהלת התאגיד, ובכלל זה שוק הדירקטורים ושוק המוצרים.

4. לפיכך, גם בכל הנוגע לעידוד התפתחותו של שוק השליטה. אני סבור שיש לבחון את החלת ההמלצות (ככל שלא מדובר בקבוצה עסקית), רק במצבים בהם קיים פער משמעותי מאוד בין השליטה האפקטיבית של בעל השליטה לבין היקף הבעלות שלו בהון, כך שבעל השליטה אינו מחזיק בנתח משמעותי מהזכויות ההוניות בתאגיד. במצבים מסוג זה התאגיד דומה, מבחינה עסקית-כלכלית, לתאגיד הנמצא בשלטון מנהלים.

5. **תחליפיות בין שוק השליטה לקיומו של בעל מניות דומיננטי.** האפשרות להתפתחותה של השתלטות עוינת מהווה אמצעי חשוב ליצירת משמעת שוק (market discipline), אשר מעניקה תמריצים להנהלה להשאת רווחי התאגיד.

6. אולם, שוק השליטה אינו מהווה יעד בפני עצמו, אלא אמצעי אחד, בין מגוון כלים אחרים, כדי לפקח על מנהלים. התועלת הכלכלית של שוק השליטה פוחתת בחשיבותה ככל שקיים בעל מניות עם בעלות משמעותית בהון, שכן הבעלות המשמעותית בהון מעניקה למשקיע הדומיננטי תמריץ דומה לפיקוח על ההנהלה. במקרה של גזית, קיומו של בעל שליטה המחזיק ב-30% מהזכויות ההוניות יוצר שחקן בעל תמריץ ברור לפעול לפיקוח על ההנהלה לטובת כלל המשקיעים. יתר על כן, כיוון שלא מדובר בקבוצה עסקית, אין חשש ששיקולים של ניהול קבוצתי (אשר פורטו בהרחבה מוקדם יותר) ישפיעו על תמריצי בעל השליטה.

7. במילים אחרות, בכל הנוגע לתמריצי הפיקוח על ההנהלה הנובעים מהחזקת מניות, יש חשיבות בעיקר להיקף ההשקעה של בעל השליטה בהון התאגיד, ולא לעצם קיומו של פער. יתר על כן, ככל שמדובר בתאגיד עם שווי שוק גבוה יותר, כך גם החזקה בשיעור נמוך יותר מהון התאגיד יכולה לספק תמריצים משמעותיים לפיקוח על ההנהלה. לדוגמה, ההיגיון מחייב שלבעל מניות המחזיק 20% בתאגיד עם שווי שוק של 2 מיליארד ₪ (עם שווי אחזקות של 400 מיליון ₪) תמריץ משמעותי הרבה יותר לפקח על הנהלת התאגיד מאשר לבעל מניות המחזיק ב-60% בתאגיד עם שווי שוק של 100 מיליון ₪ (עם שווי אחזקות של 60 מיליון ₪).

8. גם בהקשר זה יש הבדל בין בעל שליטה בקבוצה עסקית, אשר ייתכן ויש באפשרותו לפזר את הסיכונים הכרוכים בהחזקת נתח משמעותי של מניות בתאגיד בודד, לבין בעל שליטה בחברה כמו גזית.<sup>34</sup>

9. כיתר על כן, קיים ספק האם שוק השליטה אפקטיבי יותר מאשר בעלי מניות דומיננטיים, גם אם האחרונים מחזיקים בפחות מ-50% מהון התאגיד. השתלטות עוינת הינה הליך יקר, מורכב ומסובך, ואשר לכן אינו שכיח. לכן, ספק אם איום תיאורטי בהשתלטות הינו מנגנון העולה על קיומו של משקיע דומיננטי (אשר ייתכן ולא היה משקיע מלכתחילה לו נדרש היה להחזיק 50%). ושוב, גם בהקשר זה יש חשיבות לגודלו של התאגיד, כפי שבא לידי ביטוי בשווי השוק שלו.

10. למעשה, ספק זה הינו אחת מהסיבות המרכזיות לכך שהאיסור על הפלייה בזכויות הצבעה (המעודד שוק שליטה אך מרתיע יזמים שאין ביכולם להחזיק למעלה מ-50% מהמניות) לא אומץ במדינות רבות אחרות מחוץ לישראל.<sup>35</sup>

11. אולם, בכך שהיא מעניקה משקל בלעדי ומכריע לעצם קיומו של פער, ההגדרה המוצעת ל-"חברת פער" בפרק הרביעי מבטלת את היתרונות הטמונים בקיומו של משקיע דומיננטי כמתואר לעיל.

12. **השוואה לבעל מניות (ללא פער) בעל החזקה משמעותית בהון.** ההנחה המשתמעת מטיטות ההמלצות היא שעצם קיומו של פער הוא אשר שולל את קיומו של שוק שליטה אפקטיבי. אולם, גם בחברה בודדת שבה לא קיים כל פער בין הזכויות ההוניות לזכויות הצבעה של בעלי המניות, קיים ספק של ממש בדבר קיומו של שוק שליטה אפקטיבי במקרה של בעל מניות עם החזקה משמעותית בהון (וזאת, כאמור, בנוסף לספק בדבר האפקטיביות של שוק השליטה באופן כללי).

לצורך ההמחשה, נניח כי בעל שליטה בתאגיד מחזיק כ-35% מהזכויות ההוניות. במקרה שזוהי היקף הבעלות בהון, כשלעצמו, מקשה משמעותית על כל ניסיון השתלטות. בניגוד לחברה בבעלות מבוזרת, המשתלט יידרש לרכוש לכל הפחות 35% (בהנחה שבעל השליטה לא יגדיל אחזקותיו) כדי לזכות להשפעה כלשהי. יתר על כן, היקף האחזקות של בעל השליטה מקטין את "הסחורה הצפה" ובכך מקשה אף הוא על השגת הרוב הדרוש מקרב בעלי המניות.

13. **השוואה לבעל שליטה.** לניתוח בחלק זה של המסמך יש השלכה מיוחדת על ההמלצה בנוגע לזכות יציאה לבעלי מניות המיעוט. בשולי הדברים אעיר, כי גם בהקשר זה יש משקל להבחנה בין חברה מסוגה של גזית לבין חברה המהווה חלק מקבוצה עסקית.

הרציונל לכלל מוצע זה, כפי שהוא מופיע בדוח של היועץ לוועדה, הוא שבעל השליטה עלול, לנוכח ניגודי העניינים בינו לבעלי מניות המיעוט, למנוע שינויים מבניים יעילים שעניינם צמצום היקף הנכסים ("contract in size") תחת שליטתו של בעל השליטה.

14. אולם, בניגוד לקבוצה עסקית, במקרה של חברה מסוגה של גזית לא מדובר בשינוי מבני שעניינו צמצום היקף הנכסים בשליטה משותפת. כיוון שגזית מהווה את המקור הבלעדי

<sup>34</sup> ראו: Mara Faccio et al., *Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking*, REV. FIN. STUD. (forthcoming 2011)

<sup>35</sup> ראו: M. Burkart & S. Lee, *The One Share One Vote Debate: A Theoretical Perspective*, 12 REV. FIN. STUD. 1 (2008)

להכנסותיה של נורסטאר, מתן זכות יציאה לבעלי מניות המיעוט שקול לחיובו של חיים כצמן, בעל השליטה בחברה, למכור את השליטה בחברה.

15. על רקע זה, עולה השאלה מדוע, לנוכח ההגדרה המוצעת לחברת פער, אין להחיל הסדר דומה על כל חברה עם בעל שליטה. דהיינו: אם אכן לבעלי שליטה קיימת נטייה שלא למכור את השליטה גם כאשר זהו המהלך היעיל, מדוע לא לקבוע כלל גורף, מהסוג עליו ממליצה הוועדה, ביחס לכל תאגיד עם בעל השליטה. במילים אחרות, ניתוח ההשלכות של ההמלצה בנוגע לזכות היציאה של בעלי מניות המיעוט ביחס לחברה מסוגה של גזית מחריף במיוחד את הקשיים הנובעים מן ההגדרה הבעייתית לחברת פער.

16. **פעילות בשווקים תחרותיים.** היבט נוסף בעל חשיבות מיוחדת לחברות מסוגה של גזית, הפועלות בשווקים תחרותיים, הוא השפעת התחרות בשוק המוצרים (product market competition) על איכות הממשל התאגידי, ובייחוד על הצורך בנקיטת צעדים משפטיים כדי לעודד את קיומו של שוק שליטה. מחקרים מראים כי פעילות בשוק תחרותי יוצרת אף היא תמריצים לפיקוח על ההנהלה, אשר מפחיתים מהחשיבות המיוחסת לשוק השליטה כמקור ליצירת משמעת השוק.<sup>36</sup>

17. **"משמעת שוק" לפי הדין הישראלי.** ככל שההמלצות מתבססות על העדר שוק שליטה, ההגדרה המוצעת לחברת פער אינה מביאה בחשבון את קיומם בחוק החברות של מנגנונים אשר יש בכוחם לספק משמעת שוק מסוימת לבעלי שליטה.

**א. דירקטורים חיצוניים.** חוק החברות מעניק לבעלי מניות המיעוט יכולת השפעה על מינוי דירקטורים חיצוניים. יכולת השפעה זו חוזקה לאחרונה בתיקון מס' 16 לחוק החברות, ותוגבר עוד יותר אם תתקבלנה ההמלצות בנושא זה הכלולות בדוח הוועדה. מנגנון זה מאפשר לבעלי מניות המיעוט אשר אינם מרוצים מאופן ניהול התאגיד להשפיע על הרכב הדירקטוריון שלו.

**ב. אשרור הסכמי ניהול.** החוק דורש כיום כי הסדרי תגמול והסכמי ניהול עם בעלי שליטה יאושרו על ידי בעלי מניות המיעוט אחת לשלוש שנים. בעלי מניות מיעוט שאינם מרוצים מאיכות הניהול תחת שרביטו של בעל השליטה יוכלו להפעיל כוחם כדי לפגוע בתנאי העסקתו. סביר להניח שלמנגנון זה תהיה השפעה אפקטיבית בייחוד בחברה שאינה מהווה חלק מקבוצה עסקית, ואשר בה דמי הניהול או השכר מהווים אמצעי עיקרי לתגמול בעל שליטה.

## VI. מסקנות

הניתוח במסמך זה הצביע על הבעייתיות שבהגדרה המוצעת ל-"חברת פער" לפי טיוטת ההמלצות. לעניות דעתי, על הוועדה להגביל את התחולה האופרטיבית של המלצותיה לקבוצות עסקיות, וזאת במסגרת חקיקה ייעודית לטיפול בתופעה זו. חלק מההמלצות הכלולות בפרק הרביעי מתאימות אולי גם לחברות שאינן מהוות קבוצה עסקית, אך קיים בהן פער משמעותי

<sup>36</sup> ראו: Xavier Giroud & Holger M. Mueller, *Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices*, 66 J. FIN. 563 (2011); Xavier Giroud & Holger M. Mueller, *Does Corporate Governance Matter in Competitive Industries*, 95 J. FIN. ECON. 312 (2010); M. Cremers et. al., *Takeover Defenses and Competition*, 5 J. EMP. LEGAL STUD. 791 (2008)

מאד בין הבעלות לשליטה. אולם, את סוגיות הממשל התאגידי המתעוררות ביחס לחברות אחרות בהן קיים פער, אם בכלל, ניתן להשאיר לטיפול עתידי, לאחר בחינה מעמיקה ולימוד הנתונים הנוגעים לתופעה זו.

אשמח לעמוד לרשות חברי הוועדה לשאלות או הבהרות, ככל שתידרשנה. אודה גם על הזמנתי לשימוע.

בכבוד רב,



פרופסור אסף חמדני