

1.2. כתנאי להפקדת השליטה בחברות המופרטות חלות על בעל השליטה מגבלות משמעותיות מכוח היתרי השליטה שנועדו להבטיח את שמירת שליטתו והגשמתה לטובת האינטרסים החיוניים של המדינה. הסכמת בעל השליטה להכפיף עצמו למגבלות אלה והתשלום ששולם תמורת רכישת גרעין השליטה נסמכו על שמירת השליטה המלאה בידי חברת האחזקות. קביעת הוראות שתכליתן לגרוע מכוח השליטה של חברת האחזקות בחברה המופרטת, בין היתר, בדרך של העברת כוח ההכרעה בעניינים משמעותיים לידי בעלי מניות המיעוט מעמידה את החברה לישראל במלכוד לא סביר - **מחד, המלצות הועדה פוגעות בכוח השליטה של חברת האחזקות ושל בעל השליטה; ומאידך, היתרי השליטה מבקשים לשמר את השליטה**, וכן מציבים קושי משמעותי במכירת השליטה בחברות המופרטות לצד ג'.⁵

2. **החברה לישראל והחזקותיה בכלל - האומנם חברת דופליקציה?** בדיקה שערכה החברה לישראל מעלה כי היא החברה היחידה במדד ת"א 25 שעלוה להיפגע מתחולת המלצה לעניין הוצאת חברות דופליקציה מהמדד. החלה רטרואקטיבית של המלצת הועדה על חברות אחזקה קיימות במדד **תגרום נזק בלתי סביר לבעלי מניותיהן ולמחזיקי אגרות החוב** (פגיעה בסחירות ובשווי). יודגש כי **עיקר הפגיעה** תיגרם דווקא לבעלי מניות מיעוט בחברת האחזקות שיאלצו למכור את מניותיהם בהעדר סחירות במחיר המשקף את אי הסחירות. יצוין כי החברה לישראל וכל אינן מקרה טיפוסי של חברה שהנפיקה את הנכס העיקרי שלה כדי לנפח ערך באופן מלאכותי, אלא מדובר בחברת אחזקות שעיקר פעילותה הוא החזקה וניהול חברות ריאליות (כפי שציינה הועדה להבדיל⁶). יוער כי המלצות הועדה בעניין זה חורגות מסמכויות הועדה כפי שנקבעו בכתב המינוי שלה ולא נמצא כל קשר בין המלצה זו לבין מטרות הועדה.

3. **עיקרון המידתיות:** הועדה בחרה שלא לאסור על מבנה אחזקה פירמידאלי מתוך הכרה ביתרונותיו⁷. עם זאת משמעותן הפרקטית של המלצותיה הינה פירוק הפירמידות⁸ בתנאים שהינם בלתי מידתיים בעליל. לפיכך, נדרשת מידתיות של המלצות ויישומן (לרבות קביעת פרקי זמן ארוכים להתחלת יישומן⁹), על מנת שלא לגרום לשיבוש תאגידי ומשקי או לפגיעה באינטרסים קיימים: של בעל השליטה, של חברת האחזקות שהינה חברה ציבורית עצמאית, של בעלי מניות הציבור בחברת האחזקות ושל המדינה, כאמור לעיל.

4. **הגדרת "חברת הפער":** עיקרון המידתיות מחייב התמקדות במצבים הבעייתיים המובהקים שראתה הועדה לנגד עיניה. אולם, ההגדרה הנוכחית של "חברת פער" רחבה מאוד וחלה כמעט על כל חברה ציבורית המחזיקה בחברה ציבורית. לפיכך, יש מקום לשינוי משמעותי ומידתי בהגדרת "חברת פער":

4.1. **שיעור ההחזקה בחברת הפער ומיקומה בפירמידה:** במסגרת חומר הרקע של הועדה יוחסה חשיבות למבנים פירמידאליים **קיצוניים** בהם הפער בין שיעור ההחזקה בהון לבין שיעור ההחזקה בזכויות ההצבעה גדול במיוחד, וכן למבנים **מרוכי שכבות**¹⁰ ולמיקום חברת הפער בפירמידה¹¹ (בבציוק, למשל, מוצא לנכון לציין במפורש קיומם של מצבים קיצוניים: "in some cases an extreme wedge", "and sometimes a small minority")¹². החשש הפוטנציאלי שהועלה על ידי הועדה - לניצול, לחוסר יעילות, לסיכוני יתר - נמוך משמעותית (אם קיים בכלל)¹³ במקרה של חברה הממוקמת גבוה בפירמידה או כאשר שיעור ההחזקה בהון מהותי באופן מובהק. לפיכך, אין לראות כ"חברת פער"¹⁴: (1) חברה הממוקמת גבוה בפירמידה (חברת בת של חברת האחזקות) אלא רק "נכדה" לחברת האחזקות ואילך; או (2) חברה שלבעל השליטה יש בה אינטרס הוני מהותי מובהק, כגון שיעור החזקה בשרשור של 20% ומעלה (המשקף אינטרס מהותי מובהק).

4.2. **שליטה משותפת ב"חברת פער":** יש לגרוע מהגדרת חברת פער חברה הנשלטת בשליטה משותפת רק מכוח הסכם הצבעה בין בעלי מניות שאינם קשורים (דוגמת בזן בה יש שליטה משותפת של שתי חברות ציבוריות

⁵ יודגש כי אין זה סביר כי המדינה תחזיק את החבל בשני קצותיו ותחיל שני הסדרים שונים של מגבלות על אותה חברה.

⁶ ראה בעמוד 120 לטיטות ההמלצות.

⁷ כחלק מהיתרונות שצוינו במסגרת טיטות ההמלצות של הועדה ניתן להדגיש את היתרונות בדבר המוניטין של חברת האחזקות בעלת השליטה ב"חברת הפער", וכן את המומחיות הניהולית של חברת האחזקות והאפשרות ליצירת סינרגיה בין אחזקותיה. בנוסף יש לשים דגש מיוחד על הראייה ארוכת הטווח של בעל השליטה (כפי שמובא גם בעמ' 190 לטיטות ההמלצות).

⁸ ראה מאמר של פרופ' שרון חנס: "בוהירות עם הפירמידה" שפורסם באתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל אביב ביום 23.10.2011. <http://www7.tau.ac.il/blogs/law/2011/10/23/328>

⁹ מן הראוי כי תחולה הדרגתית של ההוראות הנוגעות למבנה פירמידאלי תיקבע לא רק ביחס להוראות הנוגעות למנגנון רכישה/מכירה כפויה בהצעת רכש.

¹⁰ בעמ' 8 לתמלול דיוני הועדה מתייחס פרופ' בן בסט לחשיבות כמות השכבות בפירמידה <http://www.mof.gov.il/Pages/CompetitivenessCommittee.aspx> בנוסף, יש להתמקד בבעיות שזוהו מבחינה אמפירית על ידי הועדה, היינו בעיית הריכוזיות בענף התקשורת והפיננסיים. כמו כן יש להתמקד בחשש התיעול, החשש המרכזי שהועלה בהקשר של מבנה החזקה פירמידאלי, חשש שמטופל היטב כבר כיום במסגרת הוראות הדין החלות על אישור עסקאות בעלי עניין (במיוחד לאור תיקון מספר 16 לחוק החברות).

¹¹ עמ' 236, 240, 244. בנוסף, במחקר של בנק ישראל, אשר היווה חומר רקע עליו התבססה הועדה, ניתן ביטוי מיוחד למבנה פירמידאלי קיצוני (ר' בעמוד 271). כמו כן באותו מחקר נמצא כי "ערכן של החברות המסונפות גבוה יותר כאשר המרווח בין השליטה לבין ההשקעה בהון נמוך יותר – סימן ל"בעיית סוכן" מצומצמת יותר" (עמ' 280). כך גם בעבודת המחקר שנעשתה במשרד האוצר והיוותה חומר רקע עליו התבססה הועדה נמצאה חשיבות גדולה למיקומן של חברות בתחתית הפירמידה (ר' עמוד 289).

¹² בעל השליטה לא ייקח סיכוני יתר מקום שמדובר על השקעה אסטרטגית בשיעור הוני של 20% ומעלה. האנלוגיה לאופציות למנהלים (שהוצגה בעמ' 129 לטיולות ההמלצות), הניתנות חנם, המביאות לסיכוני יתר אינה רלבנטית במצב החזקה זה.

¹³ פרופ' עמרי ידלין במאמרו מיום 7.11.11 ב"גלובס" מציין כי מתחייב שינוי בהגדרה של חברת פער אשר תצמצם את החברות עליהן חלה לחברות בהן שיעורי ההחזקה המשורשרים בהון נמוכים במיוחד. <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000695285>

- נפרדות מכוח הסכם הצבעה). החשש שבמקרה כאמור אחד השולטים ינצל את החברה לטובתו האישית אינו סביר ומרוחק, שכן שומר הסף מפני "תיעול" יהא בעל המניות האחר השותף בשליטה.
- 4.3 **שליטה מבוצרת**: בהעדר המלצה פרטנית ביחס למהותה של שליטה מבוצרת אשר בגינה תיחשב חברה ל"חברת פער" נוצר קושי בהתייחסות שלמה להמלצות הועדה.
- 4.4 **חברות זרות**: יש להבהיר כי ההמלצות לא יחולו על חברות זרות וכן על חברות ישראליות שמרבית פעילותן הינה מחוץ לישראל כגון כ"ל (ואינן שחקן רלבנטי לתחרותיות במשק הישראלי)¹⁵ או שנסחרות מחוץ לישראל.
- 4.5 **חברות מופרטות**: לאור ייחודיותן של חברות מופרטות, כמפורט לעיל, יש לקבוע כי הן לא תוגדרנה כחברות פער. קל וחומר, כי אין לראות במנגנוני הבטחת השליטה בחברות אלה, שנקבעו על ידי המדינה במסגרת הפרטות, כיוצרים "שליטה מבוצרת" בגינה תוגדרנה החברות המופרטות כ"חברות פער".
5. **רכישה/מכירה כפויה במקרה של הצעת רכש מלאה**: המלצות הועדה כוללות מנגנון חדשני וגולמי (הנעדר תקדימים מהם ניתן ללמוד) שהיבטיו והשלכותיו, שעשויות להיות קיצוניות, לא נדונו באופן ממצה ע"י הועדה (מצבים של מעין BMBY נוטים להסתבך). רכישה/מכירה כפויה הינם צעדים קיצוניים, אשר דורשים מידתיות ואיזון מתאים.¹⁶
- 5.1 מכירה/רכישה כפויה הינה צעד הפוגע בעיקר בזכות הקניין של חברת האחזקות (המוחזקת בידי בעל השליטה ובעלי מניות מהציבור). מידתיות הפגיעה בקניין מבוססת לכאורה על הוגנות המנגנון כלפי בעל השליטה הרשאי לבחור האם לרכוש או למכור. אולם, עשויים להיות מצבים בהם חברת האחזקות, שהינה גורם אוטונומי, אינה יכולה לרכוש את הציבור או למכור את חלקה, מבחינה כספית (בעיית נזילות), או בשל מניעה הסכמית (שעבודים, הסכמי מימון, לרבות הסכמים עם תניות שינוי שליטה) או מניעה חוקית. במצבים אלו אין הדדיות בין האלטרנטיבות העומדות בפני חברת האחזקות (מכירת השליטה או רכישת המיעוט). **בהעדר הדדיות "אמיתית" אין הצדקה לפגיעה בקניינו של בעל השליטה ובקניינה של חברת האחזקות**. כך למשל במקרה שקיים שעבוד על מניות חברת הפער, תימצא חברת האחזקות במלכוד - מחד היא מנועה מלמכור את מניותיה, ומאידך אין באפשרותה לממן את רכישת מניות המיעוט¹⁷. מלכוד זה עלול גם להשפיע על קבלת הלוואות מבנקים (אשר הסתמכו על היכולת של חברת האחזקות להימנע ממכירה אשר לא מכסה את יתרת החוב).
- 5.2 לחברת האחזקות עשויים להיות שיקולים אסטרטגיים ארוכי טווח לטובת כלל בעלי מניותיה בגינם לא תיענה להצעת הרכש, שאינם קשורים לבעל השליטה, בעוד שבעלי מניות המיעוט בחברת פער עשויים להיענות להצעה משיקולי השקעה קצרי טווח ובשל היותם מושפעים ממגמות שוק. בנוסף, אין למיעוט כלים מתאימים לבחינת כדאיות המחיר המוצע, כמו במקרה בו למציע שיקולי סינרגיה עם חברת הפער המצדיק מחיר גבוה יותר.
- 5.3 המנגנון המוצע עשוי לאפשר לגורמים אופורטוניסטים להביא את חברת האחזקות השולטת למצב בלתי אפשרי תוך איום בהצעת הרכש (כך למשל, עשוי לעודד הצעות רכש "פיקטיביות" רק לשם קבלת תמורה כנגד חזרה של המציע מההצעה). בנוסף, אפשרות לצאת בהצעות רכש (חוזרות ונשנות) עשויה לשבש את מהלך חיי החברה, לגרום לתנודתיות במחיר המניה ולפגיעה במשקיעים. כמו כן, המנגנון המוצע מעניק בידי המיעוט בחברת הפער כוח סחטני כלפי חברת האחזקות, אף אם אין ברצונם לקבל את הצעת הרכש.
- 5.4 המנגנון המוצע מעניק בידי בעלי מניות מיעוט בחברת הפער **כלי ליצירת שוק למניותיהם בתקופות שפל**. בתקופה של ירידות בשווקים לבעל מניות מיעוט עשוי להיות אינטרס ליזום הצעת רכש בתנאים מינימליים (10% מעל מחיר השוק) מתוך הנחה ודאית שבעל השליטה יתנגד (ובצדק) להצעת הרכש, ובשל כך יאלץ לרכוש את מניותיו במחיר העולה על שווי השוק של המניות באותה עת.
- 5.5 במקרה של הצעת רכש, יש לאפשר לחברת האחזקות את הזכות הבסיסית להתגונן על ידי הבאת משקיע אחר שירכוש את המיעוט ("אביר לב"). בנוסף, יש לאפשר לחברת הפער עצמה (לבדה או עם אחרים) לרכוש את המיעוט. שתי החלופות דלעיל מעניקות למיעוט זכות "אקזיט". בכדי לאפשר רכישות כאמור, יש להקפיד את הליכי הצעת הרכש למשך תקופה שתאפשר היערכות (קבלת מימון והיתרים).
- 5.6 הקריטריון של הצעת הרכש (10% מעל מחיר השוק) **הינו שרירותי ואינו מידתי** (מאפשר השתלטות בנזיד עדישים או השתלטות של גורמים אורבים/ספקולנטים תוך ניצול מגמות שוק חולפות). מחיר השוק ראוי שייקבע בהתבסס על מחיר מנייה ממוצע במשך תקופה "מייצגת" ממושכת או מחיר אחרון, לפי הגבוה, בתוספת 10%, תוך אפשרות לתקיפת המחיר כדי להגן על השווי ההוגן (בדומה לסעד הערכה). במקרה בו מניות חברת האחזקות בחברת הפער משועבדות, ראוי כי המחיר לא יפחת מיתרת החוב על המניות המשועבדות.¹⁸
- 5.7 המנגנון המוצע אינו מתמודד עם תרחישים שעשויים להביא לתוצאות בלתי סבירות, למשל הצעת רכש שאינה במזומן (אלא במניות סחירות או בנכס אחר). הצעת רכש כאמור אינה מאפשרת לחברת האחזקות לצאת

¹⁵ הועדה בחרה לציין עובדה זו ביחס לטבע (ראה הערת שוליים בעמ' 79).

¹⁶ במתכונתו הנוכחית של חוק החברות נדרש רוב של 95% מהניצעים בהצעת רכש מלאה על מנת להגיע למכירה כפויה, אשר גם לאחריה עומד בפני הניצעים סעד הערכה.

¹⁷ כך למשל, במקרה בו מניות חברת האחזקות משועבדות לטובת הבנק ומחיר הצעת הרכש הינו נמוך מיתרת החוב על המניות המשועבדות, בעל השליטה נמצא במלכוד לא סביר - מחד, אין באפשרותו למכור את המניות המשועבדות שכן תמורת המכירה לא תכסה את יתרת החוב. מאידך, כיצד יממן בעל השליטה את הרכישה הכפויה של מניות המיעוט? כל אלה עלולים להוות שיקול בידי גורמים מממנים בבואם לאשר אשראי לחברת האחזקות.

¹⁸ כאמור לעיל, במידה ומחיר ההצעה אינו מכסה את יתרת החוב על מניות המשועבדות חברת האחזקות מנועה למעשה מלמכור את החזקותיה. במצב זה מופרת ההדדיות שבמנגנון ולא עומדת לחברת האחזקות אפשרות בחירה אמיתית שתאזן את הפגיעה בקניינה.

- בהצעה אקוויולנטית. בנוסף, במקרה זה קיים קושי למדוד את הקריטריון של 10% מעל שווי שוק וקושי להשוות בין מזומן לתמורה בעין.
- 5.8 החשש מהשתלטות עשוי להרתיע את חברת האחזקות מלהשקיע השקעות לטווח ארוך בחברת הפער, וכן עשוי לגרום לחברת האחזקות לשמור מזומנים ללא שימוש למקרה של השתלטות, באופן שעשוי לפגוע בבעלי מניותיה ובהתפתחותה של חברת האחזקות והחברות המוחזקות על ידה.
- 5.9 יש להבהיר כי תנאי להפעלתו של מנגנון המכירה/רכישה כפוייה הינו כי הצעת הרכש של מגיש הצעת הרכש תהא תקפה לפי כל דין וכי התקבלו כל ההיתרים הדרושים לרכישת כל מניות חברת הפער¹⁹.
- 5.10 יש להבהיר כי תיתכן תקופת 7 השנים במהלכה לא יחול מנגנון המכירה/רכישה גם במקרה של שינוי שליטה בחברת פער (ולא רק ממועד הנפקתה).²⁰
- 5.11 המנגנון המוצע עשוי לעורר **בעיות חשבונאיות** אשר יש לתת את הדעת ביחס אליהן באופן יסודי.
6. **קבלת החלטות עסקיות "משמעותיות" ברוב מיוחד של המיעוט:** המלצות הועדה משנות סדרי עולם ביחס לאופן בו מתקבלות החלטות עסקיות בחברה, ביחס לאחריות המוטלת בגין קבלת החלטות כאמור, ומכבידות על קבלתן. העדר הגדרות ברורות למונח "היקף משמעותי" או "רכישת פעילות משמעותית" מקשה על התייחסות סבירה להמלצות.
- 6.1 בגיוס חוב המשקיעים המוסדיים עומדים בניגוד עניינים מובהק (בכובעם כבעלי חוב או עקב אחזקות צולבות)²¹, בעוד שלבעל השליטה בדרך כלל אין ניגוד עניינים (במיוחד בשיעור החזקה מהותי). כמו כן, בגיוס חוב המשקיעים המוסדיים נגועים בניגוד עניינים אינהרנטי מעצם היותם מתחרים על עסקאות החוב. עובדה זו עלולה להותיר את ההכרעה בעניינים מהותיים בידי מיעוט קטן מחמת ניגוד עניינים של המשקיעים המוסדיים.
- 6.2 עשוי להיווצר פער בין הון לשליטה בידי משקיע (שאינו קשור לבעל השליטה) המחזיק למשל ב-20% ממניות חברת הפער²², באופן המקנה לו בנסיבות מסוימות הכרעה בלעדית (שליטה נגטיבית) בעניינים מהותיים אשר יובאו לאישור האסיפה. יצוין כי מחיר רכישת 20% בשוק אינו כולל פרמיה בגין יכולת הכרעה כאמור.
- 6.3 קיים בהמלצה אלמנט משמעותי הנוגס מהיכולת של חברת האחזקות לכוון את פעילות התאגיד ומעניק יכולת כאמור, ואף "שליטה נגטיבית", לבעלי מניות המיעוט (במיוחד עם אפשרותם לתאם הצבעות). בפנינו אפוא יצירת "בעלי שליטה" מסוג מיוחד כאשר אין כל הוראות המסדירות את אחריותם ואופן קבלת ההחלטות על ידם. אין זה סביר למסור כוח הכרעה משמעותי ללא הטלת אחריות בגין הפעלת כוח זה.
- 6.4 בעלי מניות המיעוט בחברת האחזקות משקיעים בחברת האחזקות מתוך אמון ביכולות הניהול והשליטה שלה בחברת הפער ומתוך הבעת אמון בראייה האסטרטגית של חברה זו. שלילת יכולת ההכרעה של חברת האחזקות בנושאים משמעותיים בחברת הפער עשויה לפגוע בבעלי מניות המיעוט בה. נוצר אפוא חוסר איזון בולט בין ההגנה על המיעוט בחברת הפער לעומת הפגיעה במיעוט בחברת האחזקות.
- 6.5 בעלי מניות המיעוט שוקלים בדרך כלל שיקולים שונים (בדרך כלל שיקולים קצרי טווח) מהשיקולים של חברת האחזקות (קל וחומר כשיעור ההחזקה מהותי), דבר אשר עלול להשפיע על קבלת החלטות אסטרטגיות ארוכות טווח עבור חברת הפער (החשש מתחזק עם אפשרות המוסדיים לתאם הצבעות). במקרה בו למשל מובאת עסקת מימון לצורך השקעה ארוכת טווח בתחום שאינו כלכלי, כגון עמידה בחוקי איכות סביבה, המיעוט עשוי להתנגד בשל **ראייה קצרת טווח נטולת אחריות** בהעדר תשואה בטווח הקרוב (בעוד שנושאי המשרה בחברה ממשיכים לשאת באחריות לפי דין).
- 6.6 נחזור ונציין את אשר פורט בסעיף 1 לעיל כי בחברות מופרטות העברת סמכות שליטה למיעוט הינה בניגוד לכוונת הדין והיתרי השליטה שניתנו ביחס לאחזקה בחברות אלה.
- 6.7 העברת כוח ההכרעה בהחלטות עסקיות משמעותיות לידי בעלי מניות המיעוט תיצור הכבדה על ביצוע עסקאות באופן שיפגע במהלך העסקים הרגיל של חברת הפער, באפשרותה לנצל הזדמנויות עסקיות, בהתפתחותה וביכולתה להיטיב עם בעלי מניותיה. מוכר פוטנציאלי/משקיע פוטנציאלי/מלווה פוטנציאלי, שהם צדדים שלישיים, יירתעו מהכפפת העסקה לחוסר הוודאות, לפרסום פרטים מלאים על העסקה בטרם עת וללוחות הזמנים הכרוכים באסיפת בעלי מניות²³. יודגש כי אישור כאמור עשוי לסכל לחלוטין אפשרות של החברה להשתתף למשל במכרזים או בסיטואציות תחרותיות דומות.

¹⁹ בנוסף לתנאים הקבועים בחוק החברות ביחס להצעת רכש מלאה.

²⁰ כשם שלא מעוניינים להעמיד בחשיפה חברות מיד לאחר הנפקתן, כך גם אין להעמיד את בעל השליטה החדש בחשיפה לאובדן השליטה אלא לאחר תקופה ראויה בה תינתן לו אפשרות לממש שליטתו בחברה.

²¹ בשנים האחרונות הביעה רשות ניירות ערך את עמדתה לפיה משקיעים מוסדיים עשויים להיחשב נגועים בהצבעות באסיפה הכללית שלא מחמת קשרים עם בעל השליטה אלא כנובע מעניין אישי עצמאי שלהם, כגון כתוצאה מאחזקה במניות בחברת האחזקות ובאגרות חוב בחברת בת.

²² המחזיק אף יכול להחזיק ב-20% בשרשרת באמצעות פירמידה.

²³ בבציוק מתייחס להתנגדות להמלצה זו על בסיס ההכבדה הנוצרת עקב הרחבת המקרים בהם יידרש אישור אסיפה כללית לביצוע פעולות של החברה (ר' עמ' 241). יצוין כי המלצות הועדה מרחיבות את המקרים מעבר לדוגמה שהובאה על ידי בבציוק לעניין אישור האסיפה להקצאת מניות החברה בשיעור העולה על 20%

- 6.8 הצורך באישור האסיפה ברוב מיוחד תוך מתן גילוי נרחב לפרטי עסקה טרם השלמתה עלול לפגוע בכושר התחרות של חברת הפער ובהתמודדותה במסגרת הפרקטיקות העסקיות הנהוגות בעולם, כל זאת תוך סיכון של העברת הזדמנויות עסקיות למתחרים.
- 6.9 הכפפת עסקאות מימון לאישור האסיפה ברוב מיוחד (מקום שעד כה לא נדרש אישור כאמור) מעמידה בסיכון עסקאות מחזור אשראי, ובכך עלולה להביא לפגיעה קשה בחברה ואף למשבר פיננסי.
- 6.10 לבעלי מניות המיעוט אין את המידע הדרוש או את המומחיות הדרושה להכריע בהחלטות אלה. העברת ההכרעה לידיהם עלולה לפגוע בטובתה של חברת הפער וכנובע מכך במיעוט עצמו.²⁴

7. **נושאים נוספים:**

- 7.1 **מתן אפשרות לגופים מוסדיים לתאם הצבעתם:** עניין זה יוצר בעיה חמורה במישור אחר: **פגיעה בתחרותיות** בין הגופים המוסדיים, יצירת **בעיית ריכוזיות** והרחבת הבעיה הנובעת משליטה של תאגידים פיננסיים בתאגידים ריאליים (בניגוד לעמדת הועדה) ו**ניגוד עניינים** בין הגופים המוסדיים לבין עצמם. כ-30-40% מהיקף הנכסים המנוהלים ע"י המוסדיים (בהיקף מאות מיליארדי ש"ח) מושקעים בנכסים ריאליים. הענקת שליטה (נגטיבית)²⁵ למוסדיים בגופים ריאליים סותרת את המלצות ועדת ברודט שעוגנו בחקיקה המונעות מתאגיד בנקאי להחזיק מעל 20% בתאגיד ריאלי, וכן מגבלות דומות שהוחלו מכוח ועדת בכר. תיאום הצבעות בין הגופים המוסדיים עשוי ליצור ריכוזיות של המוסדיים עצמם אשר אינה מוסדרת, ו**נוגדת עקרונות יסוד שכבר נקבעו וישמו הלכה למעשה במשק**. בהמלצות אין התייחסות לפגיעה אפשרית בתחרות בין הגופים המוסדיים שהינם מתחרים ישירים. במסגרת התחרות בין המוסדיים על כספי העמיתים והשגת תשואה, המוסדיים עושים מאמץ לבדל עצמם ונמנעים מלפרסם את שיעורי ההשקעה שלהם בתאגידים ריאליים. תיאום עמדות עלול לפגום במאמץ התחרותי. בעוד שחברת האחזקות הינה חברה ציבורית חשופה לעיני כל, כוח הכרעה בנושאים משמעותיים יועבר בהתאם להמלצות לגופים שונים ששקיפותם ביחס להשקעותיהם אינה מלאה.
- 7.2 **הצבעה לפי שיעור החזקה משורשר בהון:** המשמעות היא פגיעה קניינית בזכויות הצבעה קיימות של חברת האחזקות. אין זה סביר כי פגיעה כאמור תיעשה שלא על בסיס תקדימים רלבנטיים ודוגמאות להסדר כאמור במדינות אחרות. חברת האחזקות הינה חברה ציבורית, ישות משפטית בפני עצמה עם ועדת ביקורת, דירקטוריון עצמאי (שעצמאותו חוזקה בתיקון מס' 16), וכו'. ההצעה "משקיפה" (מרימה מסך) את חברת האחזקות, ומתעלמת מזכויותיהם של בעלי המניות מהציבור בחברת האחזקות. זכויות הצבעה מותאמות לשיעור ההחזקה המשורשר בהון עלולות להביא לאובדן השליטה בפועל (קל וחומר אם המוסדיים יכולים לתאם עמדות).
- 7.3 **הנפקת חברות פרטיות:** המגבלות על חברות פער עשויות לפגום באינטרס עסקי טבעי של חברה ציבורית להנפיק לציבור השקעות פרטיות שבבעלותה עם הגעתן לבשלות (ועל ידי כך גם להציף ערך לחברת האחזקות ובעלי מניותיה). כמו כן, יש לתת את הדעת לכך שבשל המגבלות אשר יחולו על חברות פער, תיווצר העדפה ברורה למימון פעילות בדרך של גיוס חוב ולא בדרך של גיוס הון, באופן אשר ישפיע על התפתחותן של שוק ההון הישראלי.
- 7.4 **אפקטיביות הרגולציה קיימת:** תיקון מס' 16 לחוק החברות שנכנס לתוקף לאחרונה מחזק עקרונות רבים אותם הועדה מעוניינת לקדם (עצמאות הדירקטוריון וועדת הביקורת, רוב מחמיר לעסקאות בעלי עניין, הוראות ממשל תאגיד). זאת, בנוסף להמלצות ועדת חמדני בעניין השתתפות הגופים המוסדיים. כפי שציינה הועדה, הרגולציה האמורה עדיין בתחילת דרכה²⁶ ועם הטמעתה אין מקום להכבדה והסדרים חדשניים ביחס לחברות פער. בהקשר זה נציין את המעורבות וההשפעה הרבים של המוסדיים באישור שיפוי ופטור לנושאי משרה שהובאו לאספות כלליות בחברות רבות בעקבות תיקון מס' 16. המלצות הועדה אינן בגדר "עוד תיקון חקיקה" אלא משנות שנים של פרקטיקה, חקיקה, פסיקה וממשל תאגידי בחברות ציבוריות (שתהפוכנה לחברות פער), ופונות אל הבלתי נודע.
- 7.5 **תקופת מעבר ותמריצים:** שינוי מעמיק וחדשני בסדר הגודל עליו המליצה הועדה טעון פרק זמן ארוך לתחולה (של מספר שנים), גם על רקע השאיפה למנוע מהלכים חדים אשר יש קושי לצפות את תוצאותיהם. כמו כן, המלצות הועדה אומנם לא אוסרות מבנה פירמידאלי אך למעשה מעקרות כל אינטרס במבנה כאמור, ולכן מן הראוי להעניק תמריצים והטבות מס לביצוע שינויי מבנה לקיפול מבנים אלה.²⁷

בכבוד רב,

צבי אפרת, עו"ד

פנחס רובין, עו"ד

²⁴ בהתאם לדעת המיעוט שצוינה בועדה ביחס להמלצה זו העברת סמכויות לקבלת החלטות מהותיות ממנהלים ובעלי שליטה לבעלי מניות המיעוט אשר אינן בעלי הידע והמיומנות הנדרשים עלולה לפגוע מהותית בפעילותן של חברות ציבוריות לרעת בעלי מניות המיעוט עצמם (ר' עמ' 104). כך גם בבצוק מצייני עניין זה כחסרון אפשרי (ר' עמ' 241), אך מניח כי בעלי מניות המיעוט מודעים לכך.

²⁵ הגדרת "שליטה" עפ"י חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) כוללת גם יכולת למנוע קבלת החלטות עסקית ("שליטה נגטיבית").

²⁶ ראו בעמודים 92 ו-94 לטיטות ההמלצות.

²⁷ בבצוק אף מצייני שינויי מבנה כדבר חיובי מצייף ערך שוויוני. ראה בעמוד 237 לטיטות ההמלצות.