

27 בנובמבר, 2011

לכבוד

**באמצעות דוא"ל**

**כב' הועדה להגברת התחרותיות במשק**

ג.א.נ.,

**הנדון: עמדת החברה לישראל בע"מ לטיוטת המלצות הועדה להגברת התחרותיות במשק ("ועדת הריכוזיות")**

בשם החברה לישראל בע"מ ("החברה לישראל") הרינו מתכבדים להגיש הרחבות ותוספות לעיקרי העמדה של החברה לישראל לטיוטת המלצות ועדת הריכוזיות אשר הוגשו לוועדה ביום 13.11.2011. כפי שצוין במסמך עיקרי העמדה מבקשת החברה לישראל לממש את זכותה לשימוע בפני הועדה.

החברה לישראל מבקשת להפנות את חברי הועדה לגילויי הדעת ולמאמרים שפורסמו באחרונה על ידי אנשי אקדמיה וגורמים בכירים במשק, המנתחים את הקשיים והכשלים המהותיים המתעוררים בעקבות נוסחון הנוכחי של טיוטת המלצות הועדה ומתריעים מפני הסיכונים הטמונים למשק הישראלי באימוץ המלצותיה (יצוין כי לוחות הזמנים הצפויים שהותוו על ידי הועדה לא אפשרו עריכת חוות דעת משפטיות, כלכליות או חשבונאיות להצגה בפני הועדה).

אין חולק כי השינויים שמבקשת הועדה לקדם הינם שינויים מהותיים ביותר אשר אם ייושמו על פי הנוסח הנוכחי של המלצות הועדה תהא להם השפעה מרחיקת לכת על חברות רבות הפועלות בארץ ובעולם, ואף על השוק הישראלי בכללותו. החברה לישראל סמוכה כי הועדה, בהיותה ועדה מקצועית, לא תמהר לגבש המלצות סופיות בטרם שתקיים דיון מעמיק בהשלכות האפשריות של כל אחת מהמלצות הועדה, ולא תושפע מאווירה ציבורית כזו או אחרת.

**תמצית מנהלים:**

☒ על בסיס חששות בלבד, שאינם מגובים בנזק אמפירי מוכח, קבעה הועדה המלצות שעשויות להביא לפגיעה ממשית, מיידיית ולא מידתית בזכויות הקניין של החברה לישראל ושל כלל בעלי מניותיה.

☒ בהמלצות הועדה יש משום פגיעה מהותית בעקרונות יסוד במשפט הישראלי - זכות הקניין ועיקרון המידתיות.

☒ המלצות הועדה מתמקדות בבעיית הנציג בחברות ציבוריות ובנורמות של ממשל תאגידי, שאינן מיוחדות ל"קבוצות עסקיות", ואשר מטופלות כיום במסגרת רגולציה קיימת מקיפה. פרופ' עמיר ליכט מציין לעניין ההסדר המשפטי הקיים בישראל כי "התשתית המשפטית בישראל להתמודדות עם שימוש לרעה בכוח של בעלי שליטה נמצאת היום במצב טוב, ואפילו טוב מאוד בהשוואה בינלאומית, בפרט לאחר תיקון 16 לחוק החברות".<sup>1</sup>

☒ חלק ניכר מהמלצות הועדה נסמכות על תמצית חוות דעתו של פרופ' אריה בבצ'וק. בשנת 2007 גיבש פרופ' בבצ'וק חוות דעת ביחס לשוק האמריקאי, במסגרתה הציע להכניס שינויים מרחיקי לכת במבנה התאגידי של חברות ציבוריות בארה"ב כדי לפתור את "בעיית הנציג" המאפיינת את השוק האמריקאי. עמדתו והמלצותיו של פרופ' בבצ'וק נדחו בארה"ב, וזכו לביקורת. ספק אם השוק הישראלי מתאים לאימוץ נורמות חדשניות ללא תימוכין וללא דיון מספק בהשלכות האפשריות.

☒ הועדה בחרה לא לאסור על מבנה החזקה פירמידאלי מתוך הכרה ביתרונותיו.<sup>2</sup> עם זאת, משמעותן הפרקטית של המלצותיה היא פירוק הפירמידות<sup>3</sup> בתנאים בלתי מידתיים בעליל וביצוע "ניסוי תאגידי" בשוק הישראלי. יפים לעניין זה דברי נגיד בנק ישראל, פרופ' סטנלי פישה בראיון מיום 28.5.2010: "צריך לטפל בנושא הריכוזיות בזהירות ובתבונה...לא כל דבר שמתאים לכלכלת אמריקה מתאים וראוי להעתיק לכלכלת ישראל".<sup>4</sup>

☒ ההגדרה של "חברת פער" הינה רחבה, שרירותית ואינה מידתית. רף החזקה הוני נמוך מ-50% לוכד ברשתות חברות רבות, כאשר החששות שהובעו על ידי הועדה כלל אינם רלבנטיים עבורן. בעניין זה ציין פרופ' עמרי ידלון בגילוי דעת שפרסם כי "ללא תשתית תיאורטית או אמפירית חזקה, שתצדיק דף כלשהו [ובכלל זה רף ה-50% - הח"מ], קשה מאוד להצדיק את המהפכה שהוועדה קוראת לחולל ביותר משליש מן החברות הציבוריות. וככל שהכללים שעליהם תמליץ הוועדה לגבי חברות פער הם אגוסיביים יותר, כך גם קיימת הצדקה לכך שההגדרה של חברת פער תהא "רכה" יותר".<sup>5</sup> [ההדגשה אינה במקור]

פנחס רובין  
מוראל מטלון  
צבי אפרת  
ג'ק סמית  
דפנה טלגם  
איל מרום  
גורי סביר  
עופר צור  
איתי גפן  
איל רז  
איר הרצל  
חיים פרדלנד  
ליאור פורת  
ירון אלכאי  
שרון ורקר-שגיא  
עדי גלי הינה  
אילת אלקון מ-טל  
אלי אליה  
שלמה כהן  
דניאל פסרמן  
גיל גרידי  
נועם רונן  
גבי כהן  
ד"ר צבי גבאי  
דבירמין וולטר  
אילת עינב-ריפשוטין  
מאיה צברי  
ירם ערד  
מאיר לוי  
איר שילוני  
כפיר יזגר  
ארי פריד  
אורלי טננבאום  
תימור בלן  
עידן גזי  
אבירם הדול  
עדי בן-חור-ספרוני  
אבנר פינקלשטיין  
ראני מ. חגאי-חיא  
אלדד צברי  
שירי שני  
ענבל אביעד  
הגר אלון  
אילן יונס  
מיכאל אילון  
עומר פורז  
שגית אוחנה-לבנה  
דנה גרובר  
מירית בר-  
הופמן  
עדי אוסובסקי  
נורית טראוריק  
ליאור רלי  
תמר כהן  
הראל שחם  
איתי אצקוביץ  
דפנה מילבץ-  
בכרך  
עדי נחמיאס-תנינה  
ישראל ספיר  
טל קרני  
אקרון שטבהולץ-  
נבנת  
שרית סלופסקי-  
רחמים  
יועד כוכבי  
מירב כהן-חשן  
איתי משיח  
ענבל רביד-ברנר  
יונתן פוסטרן  
גיא קרן  
עופר פלישר  
רונית רוזנשטיין-  
בראל  
מאיה הופטמן  
שלמה אביעד זידר  
אסף אטבטי  
עידו נפתלי  
אסף פרוסק  
אדם צאקיר  
יואב קרמר  
יהונתן ראף  
יהונתן זרבי  
הילה אדלשטיין  
ענת אדלשטיין  
רות אשונה  
שרון זושני  
דניאל לסי  
משה קריגר  
עמית גלברד  
טיגיסט ביליין  
ליאור ברן  
יונתן הינה גלי  
מעין מלמד  
רוני צ'פניק  
אנה קופרמן  
נטע גולדשטיין  
סיון הוידה  
אורי הלר  
יוליה זלבסקי  
רויטל עופר  
אמרי קוזק  
עמית קרן  
אריאל רואמי  
ליאור שחר  
אריאל דיינוס

1 "ועצת אחיותופל", פרופ' עמיר ליכט. האתר לממשל תאגידי של אוניברסיטת תל אביב <http://www7.tau.ac.il/blogs/law/2011/11/21/574>.

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

3 ראה מאמר של פרופ' שרון חנס: "בזהירות 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>.

4 מתוך ראיון לסבר פלוצקר וגד ליאור ב"ידיעות אחרונות" מיום 28.5.2010.

5 פרופ' עמרי ידלון "גבולות הפער בין הון לשלטון בחברה ציבורית", אתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל אביב <http://www7.tau.ac.il/blogs/law/2011/11/07/404>.

- ☒ על ההגדרה של "חברת פער" להתמקד במבנים פירמידאליים קיצוניים בהם הפער בין שיעור ההחזקה בהון לבין שיעור ההחזקה בזכויות ההצבעה גדול במיוחד, וכן במבנים **מרובי שכבות**<sup>6</sup> ובמיקום נמוך בפירמידה.
- ☒ יש להוציא מתחולת ההגדרה של חברת פער חברות מופרטות, אשר למדינה אינטרס חיוני בהן. התכלית שבבסיס היתרי המדינה שניתנו במסגרת ההפרטה להפקיד את השליטה המלאה בחברות אלה בידי בעל שליטה מוגדר ומאושר מראש אינה מתיישבת עם המלצות הועדה להחליש את שליטתו, תוך העברת שליטה אפקטיבית בנושאים משמעותיים לאחרים שלא קיבלו היתר מהמדינה.
- ☒ החלה רטרואקטיבית של המלצת הועדה בעניין "חברות דופליקציה" על חברות אחזקה קיימות במדד תגרום נזק בלתי סביר. עיקר הפגיעה תיגרם דווקא לבעלי מניות מיעוט (ובניהם משקיעים מוסדיים) שיאלצו למכור את מניותיהם בהעדר סחירות במחיר המשקף את אי הסחירות.
- ☒ מנגנון רכישה/מכירה כפויה בהצעת רכש של צד ג' מבוסס על הוגנות לכאורה כלפי בעל השליטה בחברת הפער הרשאי לבחור אם למכור החזקותיו או לרכוש את הציבור בתנאים זהים. אולם, לעיתים חברת החזקות השולטת בחברת הפער אינה יכולה לרכוש את מניות הציבור או למכור את מניותיה (למשל, עקב הסכמי מימון או שעבוד על המניות). בהעדר הדדיות ואפשרות בחירה אמיתית אין הצדקה לכפות פגיעה קניינית בחברת החזקות.
- ☒ הקריטריון של הצעת הרכש (10% מעל מחיר השוק) הינו שרירותי, אינו מידתי ועלול לאפשר השתלטות בנוזד עדישים או השתלטות של גורמים אורבים/ספקולנטים, תוך ניצול מגמות שוק חולפות.
- ☒ ההמלצה לעניין אישור שכר בכירים בחברת פער מנטרלת דה פקטו את הדירקטוריון מהחלטה על מינוי המנכ"ל, חותרת תחת עקרונות בסיס בדיני החברות וסמכויות האורגנים, וגורעת מאחד מהפרמטרים המובהקים של שליטה (למשל כאינדיקטור לאיחוד חברה נשלטת בדוחות כספיים).<sup>7</sup> כמו כן, היא מעמידה את חברת הפער בנחיתות מול חברות אחרות ומסכלת את יכולתה לאתר ולגייס כוח אדם איכותי.
- ☒ המלצת הועדה לעניין אישור המיעוט לעסקאות משמעותיות (שאינן נגועות בחשש לניגוד עניינים) משנה סדרי עולם ביחס לאופן בו מתקבלות החלטות עסקיות בחברה, מכבידה על ניהולן התקין של חברות הפער ועשויה לפגוע בכושר התחרות שלהן. פרופ' עמיר ליכט ציין בעניין זה כי "אין דרך מתונה לתאר את ההמלצה המסוימת הזו זולת ערעור מוחלט של עקרונות יסוד בדיני תאגידים וממשל תאגידי".<sup>8</sup> [ההדגשה אינה במקור]
- ☒ בהתאם לדעת המיעוט שהוצגה בוועדה, לבעלי מניות המיעוט אין את הידע, הכישורים והמוטיבציה לקבל החלטות אסטרטגיות עבור החברה. כמו כן, הענקת כוח הכרעה בנושאים אסטרטגיים בידי בעלי מניות מיעוט, המונעים משיקולים קצרי טווח, עלולה לפגוע בטובת החברה בטווח הארוך.
- ☒ אין הצדקה להפקעת כוח ההכרעה של הדירקטוריון בעניינים אסטרטגיים מקום שלא קיים ניגוד עניינים של בעל השליטה. הדין הקיים מטפל היטב במקרים בהם קיים חשש ממשי לניגוד עניינים של בעל השליטה.
- ☒ העברת כוח ההחלטה בנושאים אסטרטגיים למיעוט מעניקה בידי "שליטה נגטיבית" מבלי שתועבר אחריות מוגברת בצידה. אין זה סביר למסור כוח הכרעה משמעותי למיעוט ללא הטלת אחריות בגין הפעלתו.
- ☒ בעלי מניות מיעוט עשויים להימצא בניגוד עניינים בעת קבלת החלטות עסקיות אסטרטגיות, למשל המוסדיים בהחלטות על גיוס חוב או מתחרה של חברת הפער שהינו בעל מניות מיעוט בה.
- ☒ המלצת הועדה לעניין תיאום הצבעות בין משקיעים מוסדיים יוצרת "בעיית ריכוזיות" בקרב המוסדיים, בעצם הענקת שליטה נגטיבית למוסדיים בגופים ריאליים. הועדה לא דנה בפגיעה אפשרית בתחרות בין המוסדיים.
- ☒ בטרם נבחנה לאורך זמן השפעתו של תיקון מס' 16 לחוק החברות ומידת תרומתו לצמצום החשש מפני "תיעול" ובעיית הנציג, כמו גם השפעת המלצותיה של ועדת חמדני לעניין מעורבות המוסדיים, אין מקום להמליץ על קביעת הסדרי ממשל תאגידי חדשניים ומחמירים ביחס לחברות הפער.
- ☒ יש מקום להגביל את תחולת ההמלצות (בשינויים מתאימים, מידתיים ורלוונטיים) לחברות פער חדשות בלבד. למצער, יש לקבוע הוראות תחולה אשר יאפשרו תקופה סבירה של מספר שנים להטמעת המלצות הועדה.
- ☒ המלצות הועדה יוצרות תמריץ להנפקה של חברות ישראליות בבורסות זרות מחוץ לישראל ובכך עשויות להביא לפגיעה חמורה בהתפתחותן של חברות ציבוריות חדשות בשוק ההון הישראלי.
- ☒ הטלת מגבלות על חברות פער ציבוריות עשויה ליצור העדפה ברורה למימון פעילות בדרך של גיוס חוב ולא בדרך של גיוס הון, באופן אשר ישפיע על התפתחותן של שוק ההון הישראלי.

<sup>6</sup> בעמ' 8 לתמלול דיוני הועדה מתייחס פרופ' בן בסט לחשיבות כמות השכבות בפירמידה <http://www.mof.gov.il/Pages/CompetitivenessCommittee.aspx>

<sup>7</sup> ראו לעניין זה מאמרו של ר"ח שלומי שוב, מומחה ל-IFRS, סגן דיקאן (חשבונאות) בבית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי בהרצליה <http://www.themarket.com/markets/ifrs/1.1556159>

<sup>8</sup> ראו מאמרו של פרופ' עמיר ליכט, הערת שוליים 1 לעיל.

עמדת החברה לישראל לטיטות המלצות ועדת הריכוזיות

1. כללי

1.1. כבר בראשית הדברים, יודגש כי בנוסף לחריגה המהותית מעקרונות מקובלים ומיושמים בדיני החברות ולערעור "כללי המשחק" בשוק ההון הישראלי, על השלכותיהם החמורות, כפי שיפורט וינומק בנייר זה להלן, יש בהמלצות הועדה משום פגיעה מהותית בשני עקרונות יסוד במשפט הישראלי - זכות הקניין ועיקרון המידתיות. בהמשך נייר זה, תוך התייחסות להמלצות השונות של הועדה, נפנה את תשומת הלב לפגיעה המהותית בשני עקרונות יסוד אלה הנובעת מהמלצות הועדה.

1.2. **זכות הקניין הינה זכות יסוד הזוכה להגנה חוקתית בישראל** מכוח סעיף 3 לחוק יסוד: כבוד האדם וחירותו. ברי, כי מניות והזכויות הצמודות להן הינן קניינין של בעליהן. גם השליטה, כשלעצמה, הנובעת מההחזקה באגד מניות, הינה נכס מבחינה מעשית וכלכלית לכל דבר ועניין<sup>9</sup>, והפרמיה המשולמת בגין השליטה מוכרת בדין הישראלי.<sup>10</sup> לא ניתן להפריז בחשיבותה של זכות הקניין ובזיהירות הנדרשת עת באים לפגוע בזכות זו. מבלי להתיימר למצות בנייר זה את הדיון בסוגיה חשובה ועקרונית זו, נסתפק בשלב זה בהפניה לדבריו של השופט (בדימוס) מישאל חשין בפסק הדין בעניין רעא 7112/93 צודלר בתיה ו- 18 אחי נ' שרה יוסף פ"ד מח(5) 550: "זכות הקניין הינה מן הזכויות בעלות העוצמה הרבה ביותר, והרי היא מעין זכות יסוד טבעית שהטילה עוגן במיתחם החוקתי אף הוא. וכלשון סעיף 3 לחוק-יסוד: כבוד האדם וחירותו: 'אין פוגעים בקנינו של אדם'".

1.3. **עיקרון המידתיות, שהינו עיקרון יסוד במשפט הישראלי המעוגן גם בחוקי היסוד, מהווה תנאי מקדמי לכל פגיעה בזכויות יסוד ולכל החלטה שלטונית.** אין אנו מתיימרים למצות בנייר זה את מלוא רוחב היריעה ביחס לעיקרון יסוד זה, ונסתפק בשלב זה בהפניה לדבריהם של כב' הנשיא (בדימוס) ברק והשופט קדמי, המשקפת את פסיקתו הברורה של בית הדין הגבוה לצדק בעניין זה:

*"תנאי הוא לחוקתיות פגיעתו של חוק בזכות אדם חוקתית, כי הפגיעה בזכות הינה "במידה שאינה עולה על הנדרש". זהו תנאי של מידתיות. זהו "מבחן המינון" (השופט א' גולדברג בפרשת בנק המזרחי המאוחד, עמ' 574). אין די בכך שהתכלית היא ראויה. יש להגשימה באמצעים ראויים. אלה נבחנים במסגרתה של המידתיות..."* [מתוך דברי כב' הנשיא ברק בבג"צ 6427/02 התנועה לאיכות השלטון בישראל נ' הכנסת - ההדגשה אינה במקור]

*"עילת המידתיות קובעת כי האמצעים השלטוניים צריכים להתאים להגשמת המטרה, ולא מעבר למה שנדרש לשם הגשמתה של המטרה. עקרון המידתיות נועד להגן על הפרט מפני השלטון. הוא נועד למנוע פגיעה יתרה בחירותו של היחיד. הוא קובע כי האמצעי השלטוני צריך להיגזר בקפידה כדי להלוט את הגשמתה של התכלית. בכך בא לידי ביטוי עקרון שלטון החוק וחוקיות השלטון."* [מתוך דברי כב' השופט קדמי בבג"צ 3477/95 בן-עטייה ואחי נ' שר החינוך, התרבות והספורט - ההדגשה אינה במקור]

1.4. **המלצות הועדה גורפות ופוגעניות במספר רב של מישורים ובכללם במעמדה הייחודי של החברה לישראל ובזכויות הקניין שלה ושל כלל בעלי מניותיה המוגנות על פי דין.** פגיעה זו הינה ללא הצדקה עניינית לאור הפרקטיקה הנהוגה בחברה לישראל והתנהלותה במהלך כל השנים כחברת החזקות המשקיעה את עיקר משאביה בחברות מוחזקות או במיזמים חדשים בהתאם לאסטרטגייה העסקית שלה. העניינים עליהם מבקשת הועדה כביכול להגן אינם נוגעים לחברה לישראל ואף אינם עולים מהמחקרים האמפיריים עליהם לכאורה מסתמכת הועדה, אך בשל הלשון הרחבה של ההמלצות עלולה החברה לישראל להילכד ברשתן (שלא לצורך). הנזק אשר עלול להיגרם לחברה לישראל ולכלל בעלי מניותיה כתוצאה מיישום המלצות הועדה הן במישור של

<sup>9</sup> ראו למשל, "דיני תאגידיים למנהלים" מאת דר' הדרה בן מור הוצאת האוניברסיטה הפתוחה בעמ' 242 - "ההיבט הקנייני של השליטה".  
<sup>10</sup> למשל, כדברי כב' השופט דניאל קרן בת"צ 26809-01-11 דב כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ: " ... והדין הישראלי הכיר במפורש באינטרס העודף של בעל שליטה ובלגיטימיות של תשלום פרמיית שליטה."

החברה לישראל עצמה, הן במישור של החברות הציבוריות שבשליטתה והן במישור של החברות הפרטיות שבהחזקתה, עלול להיות משמעותי ביותר, עם תוצאות מרחיקות לכת למשק הישראלי ולתדמיתו בעיני שווקים וגורמים בינלאומיים.

1.5 הועדה מצביעה על חששות (או ספק לחששות) בעניינים שונים מבלי שיש בדוח עצמו הוכחות לנזק אמפירי קיים. על בסיס חששות תיאורטיים קבעה הועדה המלצות שעשויות להביא לפגיעה ממשית, מיידיית ולא מידתית בזכויות הקניין של החברה לישראל וכלל בעלי מניותיה, וזאת מבלי להציע כל פיצוי בגין הנזק שייגרם עקב כך.

1.6 טיטוטת ההמלצות ביחס למבנה פירמידאלי משנה סדרי עולם תאגידי מן היסוד ומהווה שינוי מהותי של עקרונות בסיסיים בדיני החברות, כאשר ספק אם השוק הישראלי הוא המתאים למהפכות (גם במובן של הפיכת הפירמידה על ראשה) ו"ניסויים תאגידיים". נורמות הבסיס עליהם מושתתים שוק ההון ודיני התאגידים בישראל התפתחו באופן עקבי במשך שנים, עקב בצד אגודל, תוך איזון עדין וראוי בין התיאוריה המשפטית למציאות העסקית ובין חקיקה ופסיקה ישראלית מקורית לבין "ייבוא" ביקורתי ומושכל של נורמות משפטיות מהמשפט המשווה. המלצות הועדה גורמות להפרה וערעור של האיזון העדין הקיים בשוק ההון הישראלי ומבקשות לכפות על שוק ההון הישראלי מהפכה ונורמות מרחיקות לכת אשר כמכלול אין להן אח ורע בעולם.

1.7 אין בהמלצות הועדה תימוכין כי התועלת שביישום ההמלצות לא תעלה על הנזק שעלול להיגרם לשוק ההון הישראלי כתוצאה מיישומן. בהקשר זה ראו למשל, התייחסותם של כלכלני בנק לאומי לישראל בע"מ להשפעות הנובעות ממסקנות ועדת הריכוזיות כסיכון ייחודי לשוק המקומי.<sup>11</sup>

1.8 מתעורר ספק באשר לקשר הרציונאלי בין הבעיות הפוטנציאליות שהיוו בסיס לעבודת הועדה לבין הפתרונות המוצעים על ידה, שחלקם הגדול כלל אינו עוסק בנושאים של תחרות, כי אם מרחיב בצורה ניכרת ולא מבוססת הוראות הנוגעות לחשש "התיעול" ולבעיית הנציג, שאינם מיוחדים ל"קבוצות עסקיות", ואשר מוסדרים כבר כיום ברגולציה מקיפה, אשר רק באחרונה עברה עדכון וחיזוק משמעותיים במסגרת תיקון 16 לחוק החברות.

1.9 הועדה בחרה שלא לאסור על מבנה אחזקה פירמידאלי תוך שהיא אינה מתעלמת מיתרונותיו.<sup>12</sup> עם זאת, משמעותן הפרקטית של המלצותיה הינה הרצון לפירוק הפירמידות<sup>13</sup> בתנאים שהינם בלתי מידתיים בעליל. לפיכך, נדרשת מידתיות של ההמלצות ויישומן, על מנת שלא לגרום לשיבוש תאגידי ומשקי ולפגיעה באינטרסים קיימים: של בעל השליטה, של חברת ההחזקות שהינה חברה ציבורית עצמאית, של בעלי מניות הציבור בחברת ההחזקות, ושל המדינה עצמה. חלק מהמלצות הועדה אינן עונות על דרישת המידתיות והתאמת האמצעי למטרה.

כך למשל פרסמה לשכת רואי החשבון בישראל עמדתה לפיה "הועדה מציעה כלים ותרופות שחלקם נראים חריפים מדי או שעשויות להיות להם השפעות לוואי בלתי רצויות, שייטכן אף כי נזקיהן יעלו על תועלתן".<sup>14</sup>  
[ההדגשה אינה במקור]

<sup>11</sup> דה מרקר מיום 23.9.2011 <http://www.themarket.com/markets/1.1481709>

<sup>12</sup> כחלק מהיתרונות שצוינו במסגרת טיטוטת ההמלצות של הועדה ניתן להדגיש את היתרונות בדבר המוניטין של חברת ההחזקות בעלת השליטה ב"חברת הפער", וכן את המומחיות הניהולית של חברת ההחזקות והאפשרות ליצירת סינרגיה בין החזקותיה. בנוסף יש לשים דגש מיוחד על הראייה ארוכת הטווח של בעל השליטה (כפי שמובא גם בעמ' 190 לטיטוטת ההמלצות).

<sup>13</sup> ראו מאמרו של פרופ' שרון חנס, הערת שוליים 3 לעיל.

<sup>14</sup> אתר לשכת רואי חשבון בישראל, 15.11.2011 <http://icpas.org.il/news/newsitem.asp?id=1149>

1.10. שינוי דרמטי של "כללי המשחק" בשוק ההון הישראלי עלול להביא לערעור היציבות של שוק ההון בישראל ולתוצאות מרחיקות לכת למשק הישראלי. יובהר, כי בהיבטים מסוימים השוק הישראלי מתבסס, בין היתר, על קיומו של בעל שליטה אפקטיבי ויציב בחברות ציבוריות כבסיס ליציבותן (כך למשל בעסקאות מימון מקובל לקבוע תניות שינוי שליטה שנועדו להבטיח את המשך השליטה של בעל השליטה הקיים בחברה; גם בהיתרי המדינה שניתנו ביחס לחברות מופרטות נקבעו הוראות שנועדו להבטיח את שליטתו של בעל השליטה בהן). בנוסף, יישום טיוטת המלצות הועדה במתכונתן הנוכחית עלול לפגוע בתדמיתו של שוק ההון הישראלי בעיני שווקים וגורמים בינלאומיים, ובכך לפגוע בנכונותם של משקיעים זרים להשקיע בישראל.

1.11. המגבלות על חברות פער עלולות לפגום באינטרס עסקי טבעי של חברה ציבורית להנפיק לציבור בישראל השקעות פרטיות שבבעלותה עם הגעתן לבשלות, ועל ידי כך גם להציף ערך לחברת ההחזקות ובעלי מניותיה (לרבות בעלי המניות מהמיעוט). בנוסף, עשויות המלצות לדחוף את חברת ההחזקות להנפיק את החברות המוחזקות על ידן כחברות זרות בבורסות זרות מחוץ לישראל. התוצאה עשויה להיות פגיעה בהתפתחותן של חברות ציבוריות חדשות בשוק ההון הישראלי.

1.12. הטלת מגבלות על חברות פער ציבוריות עשויה ליצור העדפה ברורה למימון פעילות בדרך של גיוס חוב ולא בדרך של גיוס הון, באופן אשר ישפיע על התפתחותן של שוק ההון הישראלי.

1.13. חלק ניכר מהמלצות הועדה נסמכות על תמצית חוות דעתו של פרופ' אריה בבצ'וק, מלומד דיני תאגידיים. יצוין כי בשנת 2007 גיבש פרופ' בבצ'וק חוות דעת ביחס לשוק האמריקאי, במסגרתה הציע להכניס שינויים מרחיקי לכת במבנה התאגידי של חברות ציבוריות בארה"ב על מנת לפתור את בעיית "שלטון המנהלים" הקיים בחברות ציבוריות בארה"ב באמצעות חיזוק כוחם של בעלי המניות עצמם. יודגש, כי עמדתו והמלצותיו של פרופ' בבצ'וק נדחו על הסף בארה"ב, לא יושמו בשוק האמריקאי וזכו לביקורת חריפה ביותר בארה"ב מצד גורמים בכירים באקדמיה ובשוק ההון האמריקאי. הביקורת המרכזית שנמתחה על פרופ' בבצ'וק בארה"ב התמקדה בכך שהצעתו של בבצ'וק מבקשת למעשה להפיל את המסגרת היסודית של דיני החברות הקיימים ולעצב מחדש את דיני החברות של דלאוור.<sup>15</sup> עוד הודגש בביקורת שנמתחה על פרופ' בבצ'וק כי הוא נכשל בהרמת הנטל המוטל עליו להצדיק את הרפורמה המהפכנית שהוא מציע, וכי גישתו לפיה שליטת בעלי המניות בחברה ציבורית מועילה לבעלי המניות מהווה "מיתוס" שאינו מוכח ואשר סותר מחקרים אמפיריים שנערכו בארה"ב.<sup>16</sup> עוד יודגש, כי המלצות הועדה אף מרחיקות לכת מגישתו של פרופ' בבצ'וק (כך למשל, תשומת הלב לפער בין ההגדרה הרחבה של חברת פער, שאומצה על ידי הועדה, לבין "שיעורי החזקה הקטנים" אליהם מתייחס פרופ' בבצ'וק כפי שיובהר להלן).

1.14. המלצות הועדה מבקשות להחליש את כוחו של בעל השליטה אך מכוונות למעשה כנגד חברת ההחזקות הציבורית המחזיקה בחברת הפער. התוצאה הינה כי פגיעה בבעל השליטה<sup>17</sup> הינה באופן אינהרנטי ואפריורי פגיעה גם בקניינה של חברת ההחזקות וגם בקניינם של בעלי מניות מן הציבור, אשר גם "על גבם" ניתנת כביכול הגנה למיעוט בחברת הפער. פגיעה כאמור יוצרת העדפה אפלייתית של ציבור מיעוט אחד לעומת ציבור מיעוט אחר. העדפה כאמור מתמיהה, בלתי ברורה ואינה מידתית בעליל.

<sup>15</sup> Lynn A. Stout, The Mythical Benefits of Shareholder Control, 93 Virginia Law Review. 789 (2007). המאמר פורסם בתגובה למאמרו של בבצ'וק - Lucian A. Bebchuk, The Myth of the Shareholder Franchise, 93, Va. L. Rev. 675 (2007).

<sup>16</sup> ראו בעניין זה Martin Lipton and William Savitt, The Many Myths of Lucian Bebchuk, 93 Virginia Law Review. 733 (2007). המאמר פורסם בתגובה למאמרו של בבצ'וק - Lucian A. Bebchuk, The Myth of the Shareholder Franchise, 93, Va. L. Rev. 675 (2007).

<sup>17</sup> יובהר כי לשם הנוחות, בחרנו להתייחס לבעל השליטה כ"יחיד", לחברה שבשליטתו "חברת ההחזקות" ולחברות בשליטתה "חברות פער" או "חברות בנות".

1.15. החברה לישראל מבקשת להפנות את חברי הועדה לגילויי הדעת ולמאמרים שפורסמו באחרונה על ידי מומחים בינלאומיים, אנשי אקדמיה וגורמים בכירים במשק, המנתחים את **הקשיים והכשלים המהותיים** המתעוררים בעקבות נוסחון הנוכחי של טיוטת המלצות הועדה ומתריעים מפני **הסיכונים הטמונים למשק הישראלי באימוץ המלצות אלה**. על רגולציה חדשה להתבסס על מסד עובדתי ונתונים אמפיריים מפורשים וברורים ובעת ניסוחה ויישומה יש להקפיד על זהירות ושמרנות על מנת למנוע טלטלות מיותרות במשק הישראלי.

יפים לעניין זה דבריו של נגיד בנק ישראל, פרופ' סטנלי פישר, בראיון מיום 28.5.2010: **"צריך לטפל בנושא הריכוזיות בזהירות ובתבונה ... לא כל דבר שמתאים לכלכלת אמריקה מתאים וראוי להעתיק לכלכלת ישראל..."**<sup>18</sup>.

## 2. בידולה וייחודיותה של החברה לישראל נוכח שליטתה בחברות מופרטות

2.1. החברה לישראל רכשה מהמדינה את השליטה בחברות מופרטות (כיל, בזן וצים)<sup>19</sup>. במסגרת הליכי ההפרטה הקפידה המדינה לוודא כי השליטה בחברות המופרטות תופקד ותיוותר בידי "בעל בית" מוגדר, שזהותו תאושר מראש, ואשר יהא בכוחו להבטיח את האינטרסים החיוניים של המדינה בחברות אלה.<sup>20</sup> החלת המלצות הועדה על החברות המופרטות הנ"ל אינה מתיישבת עם התכלית שעמדה בבסיס הליך ההפרטה להבטיח כי השליטה בחברות אלה תהא בכל עת בידי הגורם שאושר על ידי המדינה. העברת היכולת לכוון את פעילות החברה המופרטת **בנושאים "משמעותיים"** לבעלי מניות מיעוט שזהותם אינה קבועה וידועה, ואשר אינם מורשים להפעיל שליטה בחברה מופרטת, **סותרת הן את כוונת המחוקק והן את המחויבות שהוטלה על החברה לישראל להפעיל את שליטתה המלאה על החברות המופרטות שבהחזקתה.**

2.2. בנוסף, המנגנון המוצע של רכישה/מכירה כפויה במסגרת הצעת רכש חושף את החברה המופרטת להשתלטות חיצונית.<sup>21</sup> הגדרת חברות מופרטות שבהן למדינה אינטרס חיוני כ"חברות פער" תותיר בידי החברה לישראל שליטה "נכה". **לכן, מן הראוי לגרוע חברות מופרטות בהן קיים למדינה אינטרס חיוני מההגדרה של "חברת פער".**

2.3. כתנאי להפקדת השליטה בחברות המופרטות חלות על בעל השליטה מגבלות משמעותיות מכוח היתרי השליטה שנועדו להבטיח את שמירת שליטתו. זאת, בין היתר, משום הרצון להפקיד בידי גורם אחראי, מוכר וידוע את השמירה על האינטרסים החיוניים של המדינה. הסכמת בעל השליטה בעת רכישת מניות השליטה מהמדינה להכפיף עצמו למגבלות אלה, והתשלום ששולם תמורת רכישת גרעין השליטה, נסמכו על שמירת השליטה המלאה בידי חברת ההחזקות. קביעת הוראות שתכליתן לגרוע מכוח השליטה של חברת ההחזקות 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 ההחזקות ושל בעל השליטה; ומאידך, היתרי השליטה מבקשים לשמר את השליטה, ובנוסף מציבים קושי משמעותי במכירת השליטה בחברות המופרטות לצד ג'.**<sup>22</sup> העברת השליטה האפקטיבית לידי המיעוט בעניינים "משמעותיים" מותירה את האחריות על בעל השליטה בחברת ההחזקות מכוח היתרי השליטה בעוד שהכוח

<sup>18</sup> ראו ראיון שהעניק נגיד בנק ישראל, הערת שוליים 4 לעיל.

<sup>19</sup> יצוין כי צים הינה חברה פרטית ועל כן לא תהווה "חברת פער" כל עוד הינה פרטית.

<sup>20</sup> כך למשל: בהסכם רכישת מניות כיל התחייבה החברה לישראל לקחת על עצמה את כל החובות של בעל השליטה על פי דין; בהיתר השליטה בכלל נקבע שבעלי השליטה בחברה לישראל יחזיקו בשליטה בכלל באמצעות החברה לישראל; בהיתר השליטה בבזן נקבע שהשליטה בבזן תופעל על פי שיקול דעתה הבלעדי והמוחלט של החברה לישראל.

<sup>21</sup> בהקשר זה, ברי כי תנאי מקדמי להפעלת מנגנון מכירה/רכישה כפויה בהצעת רכש (בנוסף לתנאים הקבועים בחוק החברות ביחס לקבלת הצעת רכש מלאה) הינו כי התקבלו בידי המציע כל ההיתרים לרכישת השליטה בחברה הפער המופרטת וכן התקבל היתר להעברת השליטה בחברה זו. אי קבלת ההיתרים על ידי המציע טרם הצעת הרכש למעשה מותירה את חברת ההחזקות (בהעדר אפשרות למכור את אחזקותיה בחברת הפער למציע) רק עם האפשרות לרכוש את בעלי מניות המיעוט במקרה של הצעת רכש. לפיכך, נדרשת קביעה מפורשת ביחס לקבלת ההיתרים כתנאי לתקפותה של הצעת רכש.

<sup>22</sup> יודגש כי אין זה סביר כי המדינה תחזיק את החבל בשני קצותיו ותחיל שני הסדרים שונים של מגבלות על אותה חברה.

לפעול בעניינים אלה יילקח מהם ויועבר לבעלי מניות אחרים שלא קיבלו היתר.

### 3. המלצה 1 - הגדרת "חברת הפער":

#### 3.1. שיעור ההחזקה בחברת הפער ומיקומה בפירמידה:

ההגדרה שהציעה הועדה ל"חברת פער" הינה **הגדרה רחבה ביותר**, אשר חלה כמעט על כל חברה ציבורית המחזיקה בחברה ציבורית אחרת. רף ההחזקה של 50% שנקבע בהגדרת חברת פער הינו **רף שרירותי ולא מידתי אשר אין לו תימוכין**. מהי ההצדקה לקביעת הרף השרירותי של החזקה עקיפה של 50%? מדוע רף זה מהווה את האיזון הראוי בין עלויות הנציג הקיימות לכאורה בחברות ציבוריות לבין העלויות הכבדות הנובעות מהחלת המלצות הועדה על כשליש מהחברות הציבוריות בישראל? שאלות אלה לא נדונו על ידי הועדה.

בגילוי דעת<sup>23</sup> התייחס פרופ' עמרי ידלין להעדר ביסוס לקביעת רף ההחזקה של 50% כרף הכניסה להגדרה של חברת פער: "איתור אחוז ההחזקות האופטימלי של בעל השליטה מחייב למצוא את נקודת האיזון בין עלויות הסוכן לבין התועלת שצומחת מכך שכוח ההכרעה מופקד בידי מי שהציבור בוטח בשיקול דעתו ואין שום דרך תיאורטית להוכיח שנקודת האיזון האופטימלית הזו עומדת דווקא על 50%". [ההדגשה אינה במקור]

ההגדרה הרחבה מובילה לכך שכ-37% מכלל החברות הציבוריות בישראל יוגדרו כחברת פער<sup>24</sup>. אם אכן 37% מהחברות הציבוריות בישראל מהוות קרקע פוריה לניצול וסיכון יתר שיש בהם כדי להצדיק את הגדרתן כחברת פער והכפפתן למגבלות מתמירות מהסוג שהומלץ על ידי הועדה, ניתן היה להניח כי יקל על הועדה להניח תשתית עובדתית מקיפה לקיומו של אותו ניצול וסיכון יתר בשוק ההון הישראלי. ברם, **תשתית עובדתית לקיומו של עושק מוגבר של המיעוט בחברות פרימידיאליות לא הונחה כלל**.

יודגש, כי הרף הגבוה שקבעה הועדה לצורך הגדרת חברת פער חורג מהתשתית התיאורטית עליה נסמכת הועדה הדנה במקרים קיצוניים של מבנה החזקה פירמידיאלי. במסגרת חומר הרקע **יוחסה חשיבות למבנים פירמידיאליים קיצוניים** בהם הפער בין שיעור החזקה בהון לבין שיעור החזקה בזכויות ההצבעה גדול במיוחד, וכן למבנים **מרובי שכבות**<sup>25</sup> ולמיקום חברת הפער בפירמידה<sup>26</sup> (בבצ'וק, למשל, מוצא לנכון לציין במפורש קיומם של מצבים קיצוניים: "in some cases an extreme wedge", "sometimes a small minority")<sup>27</sup>. ואולם, **ההגדרה הרחבה של חברת פער אינה מתייחסת לאותם מקרים קיצוניים אלא לקשת מקרים רחבה בהרבה**. יודגש, כי ההגדרה הרחבה של "חברת פער" אינה עולה בקנה אחד עם עיקרון המידתיות (כפי שצוין לעיל), המחייב התמקדות במצבים בעייתיים וקיצוניים של מבנה החזקה פירמידיאלי.

החשש הפוטנציאלי שהועלה על ידי הועדה - לניצול, לחוסר יעילות, לסיכונים יתר - נמוך משמעותית (אם קיים בכלל)<sup>28</sup> במקרה של חברת בת הממוקמת גבוה בפירמידה או כאשר שיעור החזקה של בעל השליטה בהון חברת הבת הינו שיעור החזקה מהותי. מסקנה זו עולה בקנה אחד הן עם התשתית התיאורטית עליה נסמכה הועדה (המתריעה על בעיה הקיימת במקרים קיצוניים) והן עם המצב העובדתי במשק בישראל.

<sup>23</sup> ראו מאמרו של פרופ' עמרי ידלין, הערת שוליים 5 לעיל.

<sup>24</sup> ראו מאמרה של מירב ארלוזורוב, "הגבלת הפירמידות בדרך הנכונה", אתר "דה מרקר", 21.11.2011 <http://www.themarket.com/markets/1.1571327>; וכן מאמרו של פרופ' ידלין, הערת שוליים 5 לעיל, שם צוין כי הנתון האמור מבוסס על מחקרה של ד"ר גיתית גור-גרשגורן שהוצג בפני ועדת הריכוזיות.

<sup>25</sup> בעמ' 8 לתמלול דיוני הועדה מתייחס פרופ' בן בסט לחשיבות כמות השכבות בפירמידה <http://www.mof.gov.il/Pages/CompetitivenessCommittee.aspx> כמו כן יש להתמקד בחשש התייעול, החשש המרכזי שהועלה בהקשר של מבנה החזקה פירמידיאלי, חשש שמטופל היטב כבר כיום במסגרת הוראות הדין החלות על אישור עסקאות בעלי עניין (במיוחד לאור תיקון מספר 16 לחוק החברות).

<sup>26</sup> עמ' 236, 240, 244. בנוסף, במחקר של בנק ישראל, אשר היווה חומר רקע עליו התבססה הועדה, ניתן ביטוי מיוחד למבנה פירמידיאלי 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).

<sup>28</sup> בעל השליטה לא ייקח סיכונים יתר מקום שמדובר על השקעה אסטרטגית בשיעור הוני של 20% ומעלה. האנלוגיה לאופציות למנהלים (שהוצגה בעמ' 129 לטייטת ההמלצות), הניתנות חנם, המביאות לסיכונים יתר אינה רלבנטית במצב החזקה זה.

**פרופ' ידלין** בגילוי דעתו מתייחס אף הוא לעניין זה בהשוואה לשוק האמריקאי: "לשם השוואה, בשוק האמריקני, כאשר מדובר על הבעייתיות בכך שההנהלה מבצרת את השליטה שלה כשהיא מחזיקה *small fraction* בלבד מן החברה, מתייחסים בדרך-כלל לקבוצת ניהול המחזיקה אחוזים בודדים בלבד מן הזכויות הרכושיות בחברה".

בסיכום דבריו מציין פרופ' ידלין כי "ללא תשתית תיאורטית או אמפירית חזקה, שתצדיק רף כלשהו, קשה מאוד להצדיק את המהפכה שהוועדה קוראת לחולל ביותר משליש מן החברות הציבוריות. וככל שהכללים שעליהם תמליץ הוועדה לגבי חברות פער הם אגרסיביים יותר, כך גם קיימת הצדקה לכך שההגדרה של חברת פער תהא "רכה" יותר... דרך אחת לריכוך ההגדרה של חברת פער היא על-ידי הצבת רף נמוך מ-50%...".  
[ההדגשה אינה במקור]<sup>29</sup>

לאור האמור, וככל שיימצא בסיס ליצירת מודל של "חברת פער" במסגרת סמכויות הוועדה, יש מקום לשנות את ההגדרה המוצעת לחברת פער, ולקבוע במסגרתה כי אין לראות כ"חברת פער"<sup>30</sup>: (1) חברה הממוקמת גבוה בפירמידה (חברת בת של חברת ההחזקות) אלא רק "נכדה" לחברת ההחזקות ואילך; או (2) חברה שלבעל השליטה יש בה אינטרס הוני מהותי מובהק, כגון שיעור החזקה בשרשור של 20% ומעלה (המשקף אינטרס מהותי מובהק).

בנוסף לאמור לעיל, יש לגרוע מההגדרה של תחולת פער חברות מופרטות וכן חברות זרות וחברות שעיקר פעילותן מחוץ לישראל, וזאת מהסיבות והנימוקים המפורטים להלן, וכן להוסיף הבהרות להגדרת "שליטה" לצורך ההגדרה של "חברת פער", כמפורט להלן.

### 3.2. חברות מופרטות:

לאור ייחודיותן של החברות המופרטות המוחזקות בידי החברה לישראל (כמפורט בסעיף 2 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".

### 3.3. חברות זרות וחברות ישראליות שעיקר פעילותן מחוץ לישראל:

יש להבהיר כי ההמלצות לא יחולו על חברות זרות וכן על חברות ישראליות שמרבית פעילותן הינה מחוץ לישראל (כגון כ"ל, שהינה חברת ייצוא רב לאומית ואינה שחקן רלבנטי לתחרותיות במשק הישראלי)<sup>31</sup> או חברות שנסחרות מחוץ לישראל.

### 3.4. 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 נפרדות מכוח הסכם הצבעה). החשש שבמקרה כאמור אחד השולטים ינצל את החברה לטובתו האישית אינו סביר ומרוחק, שכן שומר הסף מפני "תיעול" היא בעל המניות האחר השותף בשליטה.

### 3.5. שליטה מבוצרת:

בהעדר המלצה פרטנית ביחס למהותה של שליטה מבוצרת אשר בגינה תיחשב חברה ל"חברת פער" נוצר קושי בהתייחסות שלמה להמלצות הוועדה.

<sup>29</sup> ראו מאמרו של פרופ' עמרי ידלין, הערת שוליים 5 לעיל.

<sup>30</sup> 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 המשורשים בהן נמוכים במיוחד. <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000695285>

<sup>31</sup> הוועדה בחרה לציין עובדה זו ביחס לטבע (ראה הערת שוליים בעמ' 79).

#### 4. המלצה 2 - הוצאת "פעילות כפולה" ממדדים ("חברות דופליקציה")

- 4.1. בדיקה שערכה החברה לישראל מעלה כי כנראה היא החברה היחידה במדד ת"א 25 שעלולה להיפגע מתחולת המלצה לעניין הוצאת חברות דופליקציה מהמדד.
- 4.2. החלה רטרואקטיבית של המלצת הועדה על חברות אחזקה קיימות במדד **תגרום נזק בלתי סביר לבעלי מניותיהן ולמחזיקי אגרות החוב** (פגיעה בסחירות ובשוויון). יודגש כי **עיקר הפגיעה תיגרם דווקא לבעלי מניות מיעוט** בחברת ההחזקות שיאלצו למכור את מניותיהם בהעדר סחירות במחיר המשקף את אי הסחירות. סביר כי בעלי השליטה, שאינם משקיעים פיננסים אלא משקיעים אסטרטגיים לטווח ארוך, לא ימחרו למכור את אחזקותיהם.
- 4.3. החברה לישראל וکیل הינן חברות עצמאיות ונפרדות, שלכל אחת מהן פעילות נפרדת ועצמאית. לא מדובר במקרה טיפוסי של חברה שהנפיקה נכס עיקרי שלה כדי לנפח ערך באופן מלאכותי<sup>32</sup>. החברה לישראל הינה חברת החזקות שעיקר פעילותה הוא החזקה וניהול חברות ריאליות, המחזיקה בפורטפוליו נרחב וחובק עולם הכולל השקעות במגוון תחומים ובכללם משאבי טבע, תשתיות, ספנות ו-Clean-Tec באמצעות חברות שחלק ניכר מהן פועלות מחוץ לישראל או שהינן חברות זרות.
- 4.4. כהערת אגב יצוין כי ההתבססות על פרמטר של רווח תפעולי מובילה לנטרול ההשפעה של השקעות ארוכות טווח שאינן מניבות רווחים בשנותיהן הראשונות או של השקעות בעלות רווחיות נמוכה יחסית, ועשויה להגדיר חברת החזקות כחברת דופליקציה גם כאשר לחברת החזקות פורטפוליו ופעילות משמעותיים נוספים.
- 4.5. דומה שהמלצות הועדה בעניין זה אינן נופלות לגדר סמכויות הועדה כפי שנקבעו בכתב המינוי שלה ואין בנמצא קשר ישיר בין המלצה זו לבין מטרת הועדה. מכל מקום, כאמור, אין לקבוע תחולה רטרואקטיבית של המלצה זו.

#### 5. המלצה 4 - מגבלות על יצירת חברת פער חדשה

- 5.1. המשמעות של הטלת חובת הצעת רכש ליתר בעלי מניות בעת רכישת גרעין שליטה של חברה ציבורית שתהפוך לחברת פער הינה **התייקרות מהותית של רכישת גרעין שליטה בחברה ציבורית** (לאור החובה לרכוש 100% ממניות החברה), באופן שיביא לצמצום השוק לשליטה בישראל ו**יסכל עסקאות יעילות**. העברת גרעין השליטה לבעלים אחרים עשויה בנסיבות מסוימות להיטיב עם החברה שגרעין השליטה בה נרכש ועם כלל בעלי מניותיה, ועל כן המלצה המסכלת בפועל ובאופן גורף עסקאות כאמור באשר הן עשויה לפגוע בטובתם של בעלי מניות החברה שגרעין השליטה בה נרכש.
- 5.2. בגילוי דעת של פרופ' שרון חנס הוא מציין כי לדעתו אומנם קיים יתרון מסוים להמלצה זו, "ואולם לצד היתרון האמור יש כאן גם חסרון. **רכישה כפויה שכזאת מורידה את האינטרס לבצע גם עסקאות יעילות** (והספרות המשפטית דנה בכך; את המאמר המרכזי בתחום כתב מורי ורבי, פרופ' בבצ'וק מהרווארד...). **משמעות הדבר היא שהמלצה החדשה יהיה גם מחיר ועלות בהכשלת עסקאות טובות, שבהן אמורים לעבור נכסים כלכליים לידי מי שיוכלו לנצל אותם טוב יותר. אני ממליץ אפוא לנסות להקל את החיסרון האמור...**"<sup>33</sup>
- [ההדגשה אינה במקור]
- 5.3. בנוסף, בחברות נסחרות רבות מחיקת מניות החברה מהמסחר והפיכתן לחברה פרטית עשויה להשפיע על הסדרי המימון הקיימים (ואף מהווה עילה להעמדה לפירעון מיידי של החוב). במקרה כאמור, החובה לצאת

<sup>32</sup> ראה בעמוד 120 לטיטות ההמלצות.

<sup>33</sup> ראו מאמרו של פרופ' שרון חנס, הערת שוליים 3 לעיל.

בהצעת רכש מייקרת אף יותר את מחיר שינוי השליטה והופכת את שינוי השליטה למהלך שאינו יעיל ומשתלם כלכלית.

#### 6. המלצה 5 - "זכות יציאה לבעלי המניות" באמצעות מנגנון רכישה/מכירה כפויה במקרה של הצעת רכש מלאה

המלצה זו מהווה 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.<sup>34</sup>

6.1 פגיעה לא מידתית בקניינו של בעל השליטה ובקניינה של חברת ההחזקות: מכירה/רכישה כפויה הינה צעד הפוגע בעיקר בזכות הקניין של חברת ההחזקות (המוחזקת בידי בעל השליטה ובעלי מניות מהציבור). מידתיות הפגיעה בקניין מבוססת לכאורה על הוגנות המנגנון כלפי בעל השליטה הרשאי לבחור האם לרכוש או למכור את מניותיו בחברת הפער. אולם, עשויים להיות מצבים בהם חברת ההחזקות, 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 ההחזקות (מכירת השליטה או רכישת המיעוט). **בהעדר הדדיות "אמיתית" אין כל הצדקה לפגיעה בקניינו של בעל השליטה ובקניינה של חברת ההחזקות**. כך למשל, במקרה בו מניות החברה 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, אין באפשרותו לממן את הרכישה הכפויה של מניות המיעוט. מלכוד זה עלול גם להשפיע על שיקוליהם של גורמים מממנים (בנקים ואחרים) בעת קבלת ההחלטה על העמדת מימון לחברת ההחזקות (אשר הסתמכו על היכולת של חברת ההחזקות להימנע ממכירה אשר לא מכסה את יתרת החוב).

6.2 התנגדות לגיטימית של בעל השליטה להצעת הרכש: **לחברת ההחזקות עשויים להיות שיקולים אסטרטגיים ארוכי טווח לטובת החברה וכלל בעלי מניותיה בגינם לא תיענה להצעת הרכש**, שהינם שיקולים עסקיים לגיטימיים שהינם נפרדים ואינם קשורים לבעל השליטה. לעומת זאת, בעלי מניות המיעוט בחברת פער עשויים להיענות להצעה משיקולים שאינם לטובת החברה וכלל בעלי המניות, אלא שיקולי השקעה פרסונליים קצרי טווח או בשל 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.

6.3 רף שרירותי ולא מידתי להפעלת מנגנון הכפייה של הצעת הרכש: הקריטריון של הצעת הרכש (10% מעל מחיר השוק) **הינו שרירותי, אינו מידתי ועלול לאפשר השתלטות בנזיד עדשים או השתלטות של גורמים אורבים/ספקולנטים תוך ניצול מגמות שוק חולפות**. מבלי לגרוע כהוא זה מהנימוקים המפורטים בסעיף זה על כל סעיפי המשנה בו כנגד המלצה הנדונה בו, הרי שאם וככל שתיושם המלצה זו, ראוי כי מחיר השוק ייקבע **בהתבסס על מחיר מנייה ממוצע במשך תקופה "מייצגת" ממושכת או מחיר אחרון, לפי הגבוה, בתוספת 10%**. זאת, לצד מתן אפשרות לכל בעלי המניות, ובכללם בעל השליטה, לתקוף את הוגנות המחיר המוצע ולדרוש **סעד הערכה** שיבטיח כי המחיר המוצע משקף את **שוויין ההוגן** של המניות (כאמור לעיל לעיתים לחברת ההחזקות אין אפשרות מעשית לרכוש את הציבור ולכן יש לאפשר לו ליהנות מסעד הערכה). במקרה בו המניות שמחזיקה חברת ההחזקות בחברת הפער משועבדות, ראוי כי **המחיר לא יפחת מיתרת החוב על המניות המשועבדות**, שכן במידה ומחיר הצעת הרכש אינו מכסה את יתרת החוב על המניות המשועבדות

<sup>34</sup> במתכונתו הנוכחית של חוק החברות נדרשת הסכמה של לפחות 95% מההון המונפק להצעת רכש מלאה והסכמה של לפחות מחצית מבעלי המניות שאין להם עניין אישי על מנת להגיע למכירה כפויה, אשר גם לאחריה עומד בפני הניצעים שהתנגדו להצעה סעד הערכה.

חברת ההחזקות מנועה למעשה מלמכור את החזקותיה (במצב זה מופרת ההדדיות שבמנגנון ולא עומדת לחברת ההחזקות אפשרות בחירה אמיתית שתאזן את הפגיעה בקניינה).

תשומת הלב בהקשר זה להמלצתם של פרופ' קמר ופרופ' חנס ביחס לצורך בהוספת שסתומי הגנה "מפני רכישות המנצלות לרעה מצוקה זמנית של החברה או חולשה של שוק ההון כשבעל השליטה נעדר אמצעים לרכוש את מניות המיעוט. נסיבות כאלה עלולות לאלץ את בעל השליטה למכור את מניותיו במחיר נמוך. שסתום הגנה אפשרי הינו הוספת התנאי שבעל השליטה יחויב להציע לרכוש את מניות המיעוט רק אם מחיר הצעת הרכש שדחה גבוה מהמחיר הממוצע של מניות החברה ב-12 החודשים הקודמים להצעה." <sup>35</sup> [מקור].

כמו כן, פרופ' קמר וחנס מצביעים על כך שאין מקום להפליה מבחינת פרמיית השליטה שניתן לדרוש בחברה "רגילה" לעומת "חברת פער", ועל כן מציעים להעלות את הרף להפעלת מנגנון הכפייה (גם כדי לפתור את הבעיה הנזכרת לעיל) ל-20% מעל מחיר השוק, בהתחשב בפרמיית השליטה הממוצעת המקובלת בישראל.<sup>36</sup>

6.4 ניצול אופורטוניסטי וסחטני של מנגנון הצעת הרכש: המנגנון המוצע עשוי לאפשר לגורמים אופורטוניסטים להביא את חברת ההחזקות 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 ההחזקות**, אף אם אין ברצונם לקבל את הצעת הרכש.

6.5 כלי ליצירת שוק למניות המיעוט בתקופות שפל: 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.

6.6 חלופות "אקזיט" אחרות לבעלי מניות המיעוט: במקרה של הצעת רכש, יש לאפשר לחברת ההחזקות את הזכות הבסיסית להתגונן על ידי הבאת משקיע אחר שירכוש את המיעוט ("אביר לבן"). 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 להקפיא את הליכי הצעת הרכש למשך תקופה שתאפשר היערכות (קבלת מימון והיתרים).

6.7 המנגנון אינו מתמודד עם הצעות רכש מורכבות שאינן במזומן: המנגנון המוצע אינו מתמודד עם תרחישים מורכבים שעשויים להביא לתוצאות בלתי סבירות, למשל הצעת רכש שאינה במזומן (אלא במניות סחירות או בנכס אחר). הצעת רכש כאמור אינה מאפשרת לחברת ההחזקות לצאת בהצעה אקווילנטית. בנוסף, במקרה זה קיים קושי למדוד את הקריטריון של 10% מעל שווי שוק וקושי להשוות בין מזומן לתמורה בעין.

6.8 תמריץ שלילי לביצוע השקעות ו"שמירה על כסף": החשש מהשתלטות עשוי להרתיע את חברת ההחזקות מלהשקיע השקעות לטווח ארוך בחברת הפער. כמו כן, עשוי חשש זה לגרום לחברת ההחזקות לשמור מזומנים ללא שימוש למקרה של השתלטות, באופן שעשוי לפגוע בבעלי מניותיה ובהתפתחותה של חברת ההחזקות והחברות המוחזקות על ידה.

<sup>35</sup> "הערות על המלצות הביניים של ועדת הריכוזיות", פרופ' אהוד קמר ושרון חנס. פורסם באתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל אביב <http://www7.tau.ac.il/blogs/law/2011/11/08/433/#more-433>

<sup>36</sup> ראו מאמרם של פרופ' אהוד קמר ופרופ' שרון חנס, הערת שוליים 35 לעיל.

6.9. תנאים מוקדמים לכפיית הצעת הרכש: 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 הפער.<sup>37</sup>

6.10. הוראת המעבר: יש להבהיר כי תינתן תקופת 7 השנים במהלכה לא יחול מנגנון המכירה/רכישה גם במקרה של שינוי שליטה בחברת פער (ולא רק ממועד הנפקתה). 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.

## 7. המלצה 7 - תגמול בכירים ב"חברה פער"

7.1. פגיעה ביכולת חברת הפער לגייס כוח אדם איכותי: הכפפת אישור תנאי העסקת נושאי משרה בכירים לאישור אסיפה כללית, המחייבת פרסום של תנאי ההעסקה לפני אישורה, עשויה לסכל את יכולתה של חברת הפער לאתר ולגייס כוח אדם איכותי. בנוסף, מטבע הדברים, לעיתים קרובות המשא ומתן לגיוסו של נושא משרה בכיר לחברה נעשה בתקופה בה נושא המשרה נמצא במקום עבודתו הקודם. ברי, כי פרסום קיומו של המשא ומתן ותנאי ההעסקה המוצעים עוד בטרם כניסתו של נושא המשרה הבכיר לתפקידו מנוגדת למציאות העסקית ניהולית הקיימת ועלולה להגביל או לסכל את יכולתה של חברת הפער לגייס כוח אדם איכותי. אין כל מקום ליצור הבחנה בעניין זה בין הנהוג והמקובל בחברות ציבוריות אחרות, ויודגש כי הבחנה זו מעמידה את חברת הפער בעמדת נחיתות מול חברות אחרות.

7.2. נטרול הדירקטוריון ופגיעה בשליטה: נטרול דה פקטו של דירקטוריון החברה מסמכות ההחלטה הנתונה בידי מכוח הדין בכל הנוגע למינוי המנכ"ל (לא ניתן להתעלם מהקשר בין מינוי המנכ"ל ואישור תנאי העסקתו) חותר תחת עיקרון בסיסי בדיני החברות וסמכויות האורגנים, ואף גורע מאחד מהפרמטרים המובהקים של שליטה (למשל כאינדיקטור לאיחוד חברה נשלטת בדוחות כספיים).<sup>38</sup>

## 8. המלצה 9 - קבלת החלטות עסקיות "משמעותיות" ברוב מיוחד של המיעוט

המלצת הועדה משנה סדרי עולם ביחס לאופן בו מתקבלות החלטות עסקיות בחברה, מכבידה על ניהולן התקין של חברות הפער ועשויה לפגוע בתוצאותיהן העסקיות. בנוסף המלצות הועדה מעקרות את הרציונאל העומד מאחורי הדין הקיים בישראל הכורך את סמכויות הניהול בחובות אמון וזהירות אישיות של בעלי כוח הניהול.

בגילוי דעת<sup>39</sup> שפרסם פרופ' עמיר ליכט ציין ביחס להמלצה לדרוש את אישור המיעוט לשלושה סוגי עסקאות מקום שאין מדובר בעסקה הנגועה בחשש לניגוד עניינים כי "אין דרך מתונה לתאר את ההמלצה המסוימת הזו זולת ערעור מוחלט של עקרונות יסוד בדיני תאגידים וממשל תאגידי. שלוש העסקאות הנקובות בהמלצה מהוות במהותן החלטות אסטרטגיות ממדרגה ראשונה". [ההדגשה אינה במקור]

8.1. פגיעה בניהול התקין של חברת הפער והעמדתה בנחיתות מול חברות אחרות: 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/משקיע/מלווה פוטנציאליים, שהם צדדים שלישיים, יירתעו מהכפפת העסקה לחוסר הוודאות, לפרסום פרטים מלאים על העסקה בטרם עת, ללוחות הזמנים הכרוכים באסיפת בעלי מניות ולהכפפת ההחלטה

<sup>37</sup> בנוסף לתנאים הקבועים בחוק החברות ביחס להצעת רכש מלאה.

<sup>38</sup> ראו לעניין זה מאמרו של רו"ח שלומי שוב, הערת שוליים 7.

<sup>39</sup> ראו מאמרו של פרופ' עמיר ליכט, הערת שוליים 1 לעיל.

לשיקול דעתו של מיעוט לא ידוע.<sup>40</sup>

הצורך באישור האסיפה ברוב מיוחד עלול לפגוע בכושר התחרות של חברת הפער ובהתמודדותה במסגרת הפרקטיקה העסקית הנהוגה בעולם, כל זאת תוך סיכון של העברת הזדמנויות עסקיות למתחרים. הצורך בזימון אסיפה כללית מחייב את החברה לגילוי נרחב לפרטי עסקה טרם השלמתה, וזאת באופן המנוגד לפרקטיקה העסקית המקובלת המחייבת הקפדה על סודיות בשלבי גיבוש העסקה (כך למשל התחייבות לסודיות כלפי הצד השני לעסקה מהווה תנאי הכרחי לתחילתו ולהתנהלותו של משא ומתן לעסקה מהותית). המלצה זו עשויה לסכל לחלוטין את האפשרות של חברת הפער להשתתף למשל במכרזים או בסיטואציות תחרותיות דומות. בנוסף, "פער הזמנים" הממושך הנדרש לשם אישור עסקה מהותית באסיפה הכללית של החברה עשוי לטרפד את יכולת חברת הפער לנצל הזדמנויות עסקיות ולהתאים עצמה לתנאי השוק המשתנים, באופן המעמיד אותה בעמדת נחיתות מול חברות אחרות (במיוחד בעסקאות שתנאיהן נגזרים מתנאי שוק דינמיים, דוגמת עסקאות מימון או עסקאות במכרז).

8.2. העברת כוח ההחלטה למיעוט פוגעת בטובתה של חברת הפער וכנובע מכך במיעוט עצמו: טובתם של בעלי מניות המיעוט עצמם הינה בהענקת מושכות ניהול החברה לידי הדירקטוריון והנהלת החברה מתוך אמון בכישוריהם ויכולתם הניהולית ("אדישות רציונאלית" של בעלי המניות)<sup>41</sup>. הפקעת סמכות ההחלטה בנושאים עסקיים גרידא (דוגמת מימון ורכישת נכסים) מידי הדירקטוריון והנהלת החברה והעברתם לידי בעלי המניות אינה משרתת את טובתם של בעלי המניות, ומחייבת אותם לקבלת החלטות בנושאים בהם אין להם את המידע הדרוש או את המומחיות הדרושה להכרעה נכונה ומקצועית בהם. יודגש, כי עמדה זו אף עלתה בדעת המיעוט שצוינה בועדה ביחס להמלצה זו, במסגרתה צוין כי העברת סמכויות לקבלת החלטות מהותיות ממנהלים לבעלי מניות המיעוט אשר אינם בעלי הידע והמיומנות הנדרשים עלולה לפגוע מהותית בפעילותן של חברות ציבוריות לרעת בעלי מניות המיעוט עצמם.<sup>42</sup> גם פרופ' בבצ'וק עצמו עומד על חיסרון זה במסגרת חוות דעתו<sup>43</sup>.

יצוין כי הביקורות המרכזיות על גישתו של בבצ'וק בארה"ב התמקדו בכך שטענתו של בבצ'וק לפיה שליטת בעלי המניות בחברה ציבורית מועילה לבעלי המניות מהווה "מיתוס" שאינו מוכח וכי מחקרים אמפיריים שנערכו בארה"ב העלו כי בעלי המניות עצמם נוטים להעדיף חברות עם שליטה חזקה של הדירקטוריון<sup>44</sup>.

עוד יצוין, כי המלצה זו אינה עולה בקנה אחד עם המציאות העסקית בה למשקיעים המוסדיים אין עניין במעורבות יתר בקבלות החלטות בחברות ציבוריות. בהקשר זה מצוין פרופ' ליכט כי "משקיע מוסדי טיפוסי שאיננו קרן גידור.. נוקט גיוון בהשקעות שלו. במילים אחרות, אין לו כישורים, ידע, משאבים ובעיקר לא מוטיבציה לנתח באופן מלא את האסטרטגיה של כל חברה וחברה בתיק ההשקעות שלו."<sup>45</sup>

8.3. הפקעת כוח ההחלטה מהדירקטוריון הופכת את הפירמידה התאגידית: הענקת כוח ההחלטה בנושאים עסקיים אסטרטגיים לבעלי המניות חותרת תחת ההפרדה הבסיסית בין בעלות לשליטה העומדת בבסיס ההתאגדות כתובה<sup>46</sup>. הכלכלה המודרנית הוכיחה כי התאגדות כחברה הינה צורת התאגדות יעילה יותר מצורות התאגדות אחרות של שיתוף בנכסים בהם נותרת שליטה בניהול היומיומי של התאגיד לכל בעלי הזכויות בו, וזאת דווקא

<sup>40</sup> בבצ'וק 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 בבצ'וק לעניין אישור האסיפה להקצאת מניות החברה בשיעור העולה על 20%.

<sup>41</sup> ראו לעניין זה פרופ' זוהר גושן, "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים", ספר זיכרון לגואליטרו פרוקציה חיבורי משפט (תשנ"ז), 239 (1997).

<sup>42</sup> ר' עמ' 104 להמלצות הועדה.

<sup>43</sup> ראו ע' 241.

<sup>44</sup> ראו מאמר התגובה למאמרו של בבצ'וק מאת Lynn A. Stout, הערת שוליים 12 לעיל.

<sup>45</sup> ראו מאמרו של פרופ' עמיר ליכט, הערת שוליים 1 לעיל.

<sup>46</sup> ההפרדה בין בעלות לשליטה הינה מונח בסיס בדיני התאגידים. ראו אירית חביב סגל "דיני חברות", 167, (2007).

בשל הפרדה בין הבעלות לשליטה ונכונותם של בעלי המניות להעניק את מושכות הניהול של החברה להנהלה ולדירקטוריון החברה. **משמעות המלצה היא "הליכה שנות אור אחורה" בהתפתחות החשיבה התאגידית המודרנית.**

פרופ' עמיר ליכט מציין בהקשר זה כי **"החלטות אסטרטגיות נתונות באופן מוחלט לסמכות הדירקטוריון. זו תכלית קיומו, לצד ניטור ההנהלה, והדבר מעוגן בחוק החברות כמו גם בעקרונות ממשל תאגידי של ה-OECD. הפקעת סמכות זו מן הדירקטוריון מרוקנת אותו מכל תוכן ממשי... דירקטוריון סביר, שיש בו תמהיל טוב של אנשי פנים ואנשי חוץ בעלי כישורים רלבנטיים, הוא המסגרת הנכונה והיחידה להנחיית ההנהלה המעשית במישור האסטרטגי."**<sup>47</sup> [ההדגשה אינה במקור]

8.4 **ראייה קצרת טווח של בעלי מניות המיעוט:** בעלי מניות המיעוט הינם לעיתים קרובות "משקיעים פיננסיים" השוקלים שיקולים שונים (בדרך כלל שיקולים קצרי טווח) מהשיקולים של חברת ההחזקות שהינה משקיע אסטרטגי (קל וחומר כששיעור 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).

8.5 **פער בין סמכות וכוח החלטה לבין אחריות משפטית:** ההמלצה נוגסת ביכולת חברת ההחזקות לכוון את פעילות התאגיד ומעניקה 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 החלטות על ידם. **אין זה סביר למסור כוח הכרעה משמעותי ללא הטלת אחריות בגין הפעלת כוח זה.** על הנהלת החברה, דירקטוריון החברה (ובעל השליטה המכהן כנושא משרה) בחברה מוטלות חובות זהירות ואמון מוגברות, ובנסיבות מסוימות אף אחריות אזרחית ופלילית בדבר פעילותה התקינה של החברה ועמידתה בהוראות הדין בשל היותם אורגנים של החברה. **העברת כוח הכרעה בעניינים עסקיים מהותיים לידי בעלי מניות המיעוט מעמידה את הנהלת החברה, הדירקטוריון ואת בעל השליטה במלכוד לא סביר - מחד הופקעו מהם שיקול הדעת העסקי וכוח הכרעה בנושאים מהותיים, ומאידך הם ממשיכים לשאת באחריות על פי דין.** בה בעת, על בעלי מניות המיעוט - להם מציעה הועדה להעביר את כוח ההכרעה ביחס להחלטות משמעותיות בחברה - לא מוטלות חובות אמון וזהירות מוגברות דומות אלו החלות על נושאי המשרה בחברה, ובוודאי שלא מוטלת עליהם אחריות אישית (עד כדי הטלת אחריות פלילית ואזרחית) בדבר מחדלי החברה, ויובהר כי קיים קושי מעשי בהטלת אחריות אישית כאמור על בעלי מניות המיעוט בחברה ציבורית בהיותם מפוזרים ובלתי מזוהים.

8.6 **העדר הצדקה עניינית להפקעת כוח ההכרעה מנושאי המשרה בחברה ומבעל השליטה:** הפקעת כוח ההחלטה מידי דירקטוריון החברה, הנהלת החברה ובעלי מניות בחברה עשויה להיות מוצדקת באותם מקומות בהם קיים חשש מניגוד עניינים בין נושאי המשרה בחברה או בין בעל השליטה בחברה לבין טובת החברה. הפתרון לבעיית ניגוד עניינים זו מוסדר בדין הישראלי בהוראות הדין המפורטות הנוגעות לעסקאות עם בעלי עניין. על בסיס גישה לא מבוססת מבקשת הועדה להחיל את הוראות הדין העוסקות בעסקאות עם בעלי עניין באופן גורף על עסקאות מהותיות, וזאת מבלי להידרש באופן רציני לשאלת קיומו של ניגוד עניינים באותן עסקאות. **בהעדר ניגוד עניינים מוכח של הדירקטורים בחברה או של בעל השליטה בחברה, אין מקום להפקעה הגורפת של כוח ההחלטה מידי דירקטוריון החברה (שהינו הגורם המקצועי והמוסמך לקבלת החלטות עסקיות, דוגמת**

<sup>47</sup> ראו מאמרו של פרופ' עמיר ליכט, הערת שוליים 1 לעיל.

עסקאות מימון), והעברתו לבעלי מניות המיעוט בחברה.

ראו בהקשר זה גם את פרסומם של פרופ' אהוד קמר ופרופ' שרון חנס (לרבות מכתבם לחברי הועדה מיום 7.11.2011), במסגרתו טענו כי "איננו חושבים שיש מקום להעמיד החלטות על רכישות משמעותיות לאישור המיעוט רק על סמך החשש שבעל השליטה בחברת פער ייטה לרכישות מיותרות... גם בחברת פער מחזיק בעל השליטה יותר מניות מכל בעל מניות אחר, והחשש שיבזבז כספים רק כדי לחלוש על האימפריה אינו מספיק כדי למסור את ההחלטה בידי בעלי מניות המיעוט. **בנסיבות אלה, דרישת האישור של המיעוט תהווה פגיעה מיותרת ביכולת חברת הפער להתחרות בחברות אחרות על הזדמנויות עסקיות**".<sup>48</sup> [ההדגשה אינה במקור]

כמו כן, תשומת הלב לתוצאות האמפיריות של המחקר שערך פרופ' קמר במסגרתו נבחנו מספר רב של עסקאות רכישת חברות על ידי חברות ציבוריות בארה"ב, ולא נמצאו הבדלים מובהקים מבחינה סטטיסטית בתנאים של עסקאות רכישה שהובאו לאישור בעלי המניות לבין עסקאות רכישה שלא הובאו לאישור בעלי המניות. מסקנתו של פרופ' קמר על בסיס מחקר אמפירי זה הינה כי בעלי המניות בחברות הציבוריות הינם אדישים לתנאי העסקה, והבאתה לאישור אסיפת בעלי המניות הובילה לעיכוב ולייקור העסקה ולא לשיפור תנאי מבחינת בעלי המניות.<sup>49</sup>

**פרופ' ליכט** מתייחס ליכולת ההשפעה של בעל השליטה על החלטות אסטרטגיות בחברה ומציין כי אף על פי כן "כל עוד לא מתעורר חשש לניגוד עניינים - וכאמור, ההמלצה חלה במפורש על מצבים ללא חשש כזה - אין סיבה טובה לשלול מבעל השליטה את האפשרות להשפיע על מהלך ענייני התאגיד, דהיינו לשלוט... לבעל השליטה תמריץ כלכלי בריא ומוטיבציה מספיקה להיכנס למיזמים עסקיים שניבו רווח לחברה ומוניטינג טובים לה וגם לו". [ההדגשה אינה במקור] הדבר מנוגד בעיקרו ל"כלל אי ההתערבות" (בעניינים המסורים לדירקטוריון) הנוהג בדיני החברות.

המלצות הועדה מבקשות "להכתים" את כל העסקאות המהותיות של החברה, באשר הן, כעסקאות בהן לבעל השליטה יש עניין אישי, מבלי לבחון את הנסיבות הספציפיות של אותן עסקאות, ולמעשה "כופה" על בעל השליטה עניין אישי באותן עסקאות. **קביעת "חזקה חלוטה" של עניין אישי וכפייתו על בעל השליטה אינה עולה בקנה אחד עם הגדרת עניין אישי בחוק**, שכן עניין אישי מעצם טבעו הינו תלוי נסיבות ומתקיים במקרה בו יש חשש להסתת שיקול דעתו של נושא המשרה/בעל המניות מטובתה של החברה לאור אינטרס אישי אחר המתנגש עם האינטרס של החברה. יצוין, כי באותם מקרים מסוימים ונקודתיים בהם אכן קיים ניגוד עניינים מוכח כאמור, הרי שדי בהוראות הדין הקיימות המסדירות עניין זה (במיוחד לאחר תיקון מס' 16 לחוק החברות). בנוסף, וכפי שיובהר להלן, דווקא בעלי מניות המיעוט ובראשם המשקיעים המוסדיים הם שעשויים לעמוד בניגוד עניינים בעסקאות מהותיות של החברה, בדגש על עסקאות מימון.

8.7. ניגוד עניינים של המשקיעים המוסדיים: בגיוס חוב המשקיעים המוסדיים עומדים בניגוד עניינים מובהק (בכובעם כבעלי חוב או עקב החזקות צולבות)<sup>50</sup>, 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.

<sup>48</sup> ראו מאמרם של פרופ' אהוד קמר ופרופ' שרון חנס, הערת שוליים 41 לעיל.

<sup>49</sup> ראו מאמרם של פרופ' אהוד קמר ופרופ' שרון חנס, הערת שוליים 41 לעיל.

<sup>50</sup> 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 החזקות ובאגרות חוב בחברת בת.

8.8. הענקת כוח לבעלי מניות הנמצאים בניגוד אינטרסים עם החברה: יצוין כי הענקת כוח ההכרעה לידי בעלי מניות המיעוט עשוי להביא לפגיעה חמורה בטובתה של החברה מקום בו קיים בעל מניות מיעוט שהינו מתחרה של החברה. במקרה כאמור יוענק למתחרה יתרון משמעותי כלפי חברת הפער וכוח מעשי לסכל את הניהול התקין של חברת הפער ולמנוע מחברת הפער את היכולת להתקשר בעסקאות מהותיות החיוניות לעסקיה. העברת כוח ההכרעה בעסקאות מהותיות לידי בעלי מניות המיעוט עשויה לחזק במידה רבה את ניגוד העניינים האפשרי בין בעלי מניות המיעוט לבין החברה ובכך לפגוע בטובתה של חברת הפער.

8.9. הענקת "כוח יתר" לבעל מניות מיעוט "גדול": העברת כוח ההחלטה לבעלי מניות המיעוט מעניקה לבעל מניות מיעוט מהותי (שאינו קשור לבעל השליטה), המחזיק למשל ב-20% ממניות חברת הפער,<sup>51</sup> בנסיבות מסוימות, את כוח ההכרעה הבלעדי ("שליטה נגטיבית") בעניינים מהותיים אשר יובאו לאישור האסיפה. המלצת הוועדה מובילה הלכה למעשה להיווצרות פער משמעותי בין הון השליטה של בעל מניות מיעוט מהותי אשר השקעתו ההונית במניות המיעוט נמוכה מכוח ההצבעה שלו בפועל, המעניק לו שליטה נגטיבית דה פקטו בנסיבות מסוימות. בנוסף, יצוין כי מחיר רכישת 20% בשוק אינו כולל פרמיה בגין יכולת הכרעה כאמור.

8.10. פגיעה בבעלי מניות המיעוט בחברת החזקות: בעלי מניות המיעוט בחברת החזקות משקיעים בחברת החזקות מתוך אמון ביכולות הניהול והשליטה שלה בחברת הפער ומתוך הבעת אמון בראייה האסטרטגית של חברה זו. שלילת יכולת ההכרעה של חברת החזקות 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 החזקות.

8.11. התנגשות עם היתרי השליטה בחברות מופרטות: כאמור בסעיף 2 לעיל, בחברות מופרטות העברת סמכות שליטה למיעוט עומדת בסתירה לכוונת הדין והיתרי השליטה שניתנו ביחס לאחזקה בחברות אלה.

8.12. סיכון למשבר אשראי: 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.

8.13. העדר הגדרה ברורה למונח "עסקה משמעותית": יוער כי העדר הגדרות ברורות למונח "היקף משמעותי" או "רכישת פעילות משמעותית" מקשה על התייחסות סבירה להמלצות הוועדה, כאשר שימוש ב"מונחי שסתום" ערטילאיים צפוי להקשות על יישום ההמלצות ועל הניהול היומיומי של חברות ציבוריות בישראל.

## 9. המלצה 12 - הגברת מעורבותם של המשקיעים המוסדיים - תיאום הצבעות

עניין זה יוצר בעיה במישור אחר: פגיעה בתחרותיות בין הגופים המוסדיים, יצירת בעיית ריכוזיות והרחבת הבעיה הנובעת משליטה של תאגידים פיננסיים בתאגידים ריאליים (בניגוד לעמדת הוועדה) וניגוד עניינים בין הגופים המוסדיים לבין עצמם:

9.1. בעיית הריכוזיות של המשקיעים המוסדיים: כ-30-40% מהיקף הנכסים המנוהלים ע"י המוסדיים (בהיקף מאות מיליארדי ש"ח) מושקעים בנכסים ריאליים. הענקת שליטה (נגטיבית)<sup>52</sup> 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. כך גם ועדת הריכוזיות עצמה מבקשת ליצור הפרדה בין אחזקות ריאליות לבין אחזקות פיננסיות. תיאום הצבעות בין הגופים המוסדיים עשוי ליצור ריכוזיות של המוסדיים עצמם, כ"מחזיקים ביחד", אשר אינה מוסדרת, ונוגדת עקרונות יסוד שכבר נקבעו ויושמו הלכה למעשה במשק.

<sup>51</sup> המחזיק אף יכול להחזיק ב-20% בשרשור באמצעות פירמידה.

<sup>52</sup> הגדרת "שליטה" עפ"י חוק הבנקאות (רישוי), תשמ"א-1981 ועפ"י חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), תשמ"א-1981, כוללת גם יכולת למנוע קבלת החלטות עסקית ("שליטה נגטיבית").

9.2. פגיעה בתחרות בין המוסדיים: 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 לפגוע במאמץ התחרותי. בעוד שחברת ההחזקות הינה חברה ציבורית חשופה לעיני כל, כוח הכרעה בנושאים משמעותיים יועבר בהתאם להמלצות לגופים שונים ששקיפותם ביחס להשקעותיהם אינה מלאה. כמו כן, הועדה לא נתנה דעתה על האופן בו יש להגביל את שיתוף הפעולה והתיאום בין המשקיעים המוסדיים.

9.3. ניגוד עניינים: כאמור לעיל, בגיוס חוב המשקיעים המוסדיים עומדים בניגוד עניינים מובהק (בכובעם כבעלי חוב, עקב החזקות צולבות בחברות ציבוריות שונות, ומעצם היותם מתחרים על עסקאות החוב). עובדה זו עלולה להותיר את ההכרעה בעניינים מהותיים בידי מיעוט קטן מחמת ניגוד עניינים של המשקיעים המוסדיים.

## 10. הצעה 16 - הגבלת כוחו של בעל שליטה באסיפה הכללית

10.1. המשמעות של הצעה זו הינה פגיעה קניינית בזכויות הצבעה קיימות של חברת ההחזקות. אין זה סביר כי פגיעה כאמור תיעשה שלא על בסיס תקדימים רלבנטיים ודוגמאות להסדר כאמור במדינות אחרות. זכויות הצבעה מותאמות לשיעור ההחזקה המשורשר בהן עלולות להביא לאובדן השליטה בפועל של חברת ההחזקות (קל וחומר אם המוסדיים יכולים לתאם עמדות).

10.2. יודגש, כי חברת ההחזקות הינה חברה ציבורית, ישות משפטית בפני עצמה עם ועדת ביקורת, דירקטוריון עצמאי (שעצמאותו חוזקה בתיקון מס' 16), וכו'. ההצעה "משקיפה" (מרימה מסך) את חברת ההחזקות, מתעלמת מזכויותיהם של בעלי המניות מהציבור בחברת ההחזקות ויוצרת העדפה מתמיהה, בלתי ברורה ובלתי מידתית בעליל של ציבור בעלי מניות חברת הפער למול ציבור בעלי המניות של חברת ההחזקות, אשר גם "על גבם" ניתנת כביכול הגנה למיעוט בחברת הפער.

10.3. החלטה בדבר אופן ההצבעה באסיפות כלליות של חברת פער מתקבלת בדירקטוריון חברת ההחזקות. על פי הוראות חוק החברות במקרה בו לבעל השליטה יש עניין אישי בקבלת החלטה בחברת הפער מנועים בעלי השליטה ודירקטורים שיש להם עניין אישי בהחלטה בשל זיקתם לבעל השליטה ליטול חלק בדיון ובהצבעה. משכך, הדין הקיים כבר מטפל בחשש "התיעול" לפיו בעל השליטה יפעיל את שליטתו בחברת הפער לקבלת החלטות שיש בהן עניין אישי. כפי שצוין בהרחבה בסעיף 8 לעיל, בהעדר ניגוד עניינים מוכח של בעל השליטה או הדירקטורים בחברת ההחזקות, אין הצדקה עניינית לניטרול או לצמצום כוח ההצבעה של חברת ההחזקות בחברת הפער. ההצעה הנדונה, בדומה להמלצה מס' 9, הינה החלטה המשנה סדרי עולם ביחס לאופן בו מתקבלות החלטות בחברה ומעקרת את הבסיס התאגידי הקיים, ומעוררת את אותם קשיים וכשלים חמורים שצוינו בתגובתנו בסעיף 8 לעיל.

10.4. כמו כן, על הועדה לתת את הדעת לסוגיות חשבונאיות שעשויות להתעורר עקב המלצה זו בעיקר נוכח האפשרות של המוסדיים לתאם הצבעות באסיפה הכללית.<sup>53</sup>

## 11. תחולת ההמלצות ואופן יישומן

11.1. תחולה פרוספקטיבית ו/או תקופת מעבר ממושכת: בנוסף לבעיית העדר מידתיות בתוכן של ההמלצות כאמור, יש לוודא כי היישום של אותן ההמלצות אשר יאומצו בפועל ייעשה באופן סביר ומידתי. מאחר והמלצות הועדה מערערות את הבסיס הקיים של שוק ההון בישראל, ראוי שתהיה להמלצות הועדה תחולה פרוספקטיבית ביחס לחברות פער "חדשות" בלבד. תחולה פרוספקטיבית של המלצות הועדה על חברות חדשות בלבד עשויה להפחית את הפגיעה בזכויות קניין קיימות ומוגנות ולצמצם את העלויות המשמעותיות

<sup>53</sup> ראו מאמרו של רו"ח שלומי שוב, הערת שוליים 7 לעיל.

**הכרוכות בשינוי "כללי המשחק" בדיעבד** אשר עשוי להוביל לחוסר אמון וחוסר וודאות ביציבות המערכת המשפטית, לבריחת משקיעים לאפיקי השקעה מחוץ לישראל ולביצוע מהלכים חדים ושינויים מהירים במבנה השוק להם יהיו תוצאות מרחיקות לכת. כמו כן, לעלויות שינוי "כללי המשחק" בדיעבד יש להוסיף את העלויות הכרוכות בפיצוי הנדרש בגין פגיעה בזכויות הקניין המוגנות של בעלי המניות המחזיקים בשליטה בחברות הפער.

מבלי לגרוע מן האמור לעיל, אם וככל שתיקבע תחולה רטרואקטיבית של המלצות הועדה על חברות ציבוריות קיימות, הרי שיש לקבוע פרקי זמן ארוכים של מספר שנים להתחלת יישומן של אותן המלצות שיאומצו בפועל, בכדי לאפשר היערכות נאותה של המשק הישראלי ולמנוע מהלכים חדים אשר יש קושי לצפות את תוצאותיהם.

11.2. תחולה דיספוזיטיבית: בנוסף, לאור הפגיעה הפוטנציאלית בחברת הפער עצמה (בדגש על פגיעה בכושר התחרותיות שלה עם חברות אחרות שאינן כפופות למגבלות אלה) יש לקבוע תחולה דיספוזיטיבית להמלצות הועדה **ולאפשר לבעלי מניות בחברת הפער את הבחירה שלא להכפיף את החברה למגבלות המוצעות על חברת פער** (במסגרת החלטה מיוחדת של אסיפה כללית של בעלי מניותיה). העובדה כי גם חברות הצפויות להיות מוגדרות כחברות פער הביעו התנגדות נחרצת להמלצות הועדה משקפות את החשש של חברות הפער עצמן מפני הפגיעה בהן בעקבות ההמלצות ומחזקת את הצורך לאפשר לבעלי מניות של חברת הפער לקבל החלטה מודעת ומושכלת שלא להחיל עליהם את המלצות הועדה.

11.3. תמריצים: המלצות הועדה אומנם לא אוסרות מבנה פירמידאלי אך למעשה פוגעות פגיעה מהותית באינטרס וברציונל העסקי של השארית מבנה כאמור. לכן, אם וככל שהמחוקק יבחר לאמץ מגמה של עידוד "פירוק" המבנה הפירמידאלי, מן הראוי הוא להעניק תמריצים והטבות מס לביצוע שינויי מבנה ולקיפול מבנים אלה<sup>54</sup>.

## 12. העדר התייחסות לאפקטיביות הרגולציה קיימת

12.1. 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 תאגידי). דיני התאגידיים הקיימים בישראל מייחסים חשיבות רבה לבעיית הנציג בחברות ציבוריות ולהגבלת כוחו של בעל השליטה בחברות ציבוריות. יודגש, כי ההגנה הקיימת בשיטת המשפט הישראלית על בעלי מניות המיעוט במסגרת ההסדרים של עסקאות בעלי עניין הינה הגנה חזקה במיוחד, לאורה נחשבת ישראל כאחת המדינות בעלות הרגולציה החזקה ביותר להפחתת "בעיית הנציג", ודברים אלו נכונים על אחת כמה וכמה לאחר תיקון מס' 16 אשר נכנס לתוקף באחרונה.

**פרופ' ליכט** ציין לעניין ההסדר המשפטי הקיים כי **"התשתית המשפטית בישראל להתמודדות עם שימוש לרעה בכוח של בעלי שליטה נמצאת היום במצב טוב, ואפילו טוב מאוד בהשוואה בינלאומית, בפרט לאחר תיקון 16 לחוק החברות"**.<sup>55</sup> [ההדגשה אינה במקור]

12.2. על אף האמור מצאה הועדה לנכון להתמקד בהמלצותיה בהחלת הוראות נוספות וחריפות הנוגעות להצרת כוחו של בעל השליטה בחברות ציבוריות, ולהמליץ, כבר בשלב זה - לפני השלמת הטמעתה של הרגולציה החדשה במסגרת תיקון מס' 16 לחוק החברות - להחיל ביחס לחברות פער הוראות ממשל תאגידי מחמירות יותר מאלו הקבועות ברגולציה המקיפה הקיימת, אשר עברה זה עתה עדכון משמעותי ביותר במסגרת תיקון מס' 16 לחוק החברות. זאת, מבלי לבחון לעומק את אפקטיביות ההגנה הקיימת בדין הישראלי ואת הצורך המעשי בהחלתן של מגבלות נוספות על חברות פער.

<sup>54</sup> בבצ'וק אף מציין שינויי מבנה כדבר חיובי מציף ערך שוויוני. ראה בעמוד 237 לטיטות ההמלצות.  
<sup>55</sup> מאמרו של פרופ' עמיר ליכט, הערת שוליים 1 לעיל.

12.3. אף הועדה עצמה ציינה כי הרגולציה האמורה, כמו גם המלצות ועדת חמדני בעניין השתתפות הגופים המוסדיים, נמצאת עדיין בתחילת דרכה<sup>56</sup>. כבר בשלב ראשוני זה ניתן לציין כי ניכרת השפעתה של החקיקה החדשה בעניין זה, הבאה לידי ביטוי בתקופות ההתקשרות המותרות בעסקאות עם בעלי שליטה ובמעורבות וההשפעה של המשקיעים המוסדיים באישור שיפוי ופטור לנושאי משרה שהובאו לדיון באסיפות כלליות בחברות רבות בעקבות תיקון מס' 16.

12.4. נראה, כי בשלב הנוכחי, בטרם נבחנה לאורך זמן השפעתו של תיקון מס' 16 לחוק החברות ומידת תרומתו לצמצום החשש מפני "תיעול" ובעיית הנציג בחברות הציבוריות, אין מקום להמליץ על קביעת הסדרי ממשל תאגידי מיוחדים לחברות הפער, שהינם מחמירים בהרבה מהסדרי הממשל התאגידי החדשים והמחמירים אשר חוקקו רק באחרונה ביחס לכל חברות הציבוריות. יודגש, כי המלצות הועדה אינן בגדר "עוד תיקון חקיקה" הממשיך את תיקון מס' 16, אלא משנות שנים של פרקטיקה, חקיקה, פסיקה וממשל תאגידי בחברות ציבוריות (שתהפוכנה לחברות פער), ופונות אל הבלתי נודע.


### 13. בעיות חשבונאיות

13.1. המלצות עשויות לעורר בעיות חשבונאיות אשר יש לתת את הדעת ביחס אליהן באופן יסודי. כך, בין היתר, מנגנון הרכישה הכפויה של המיעוט במקרה של הצעת רכש מעורר סוגיה חשבונאית בשל קיומה של "אופציית Put" לרכישת החזקות הציבור. בנוסף, הפגיעה בשליטה בפועל עשויה לעורר סוגיות הנוגעות לאיחוד הדוחות הכספיים של חברות הפער בדוחותיה של חברת ההחזקות, בין היתר, כתוצאה מהמלצות הועדה בעניין אישור שכר בכירים בחברת פער, קבלת החלטות עסקיות משמעותיות וזכויות הצבעה לפי זכויות ההחזקה בהן.<sup>57</sup>

14. למען הסדר הטוב, יובהר כי אין באמור בנייר עמדה זה כדי למצות את מלוא טענותיה של החברה לישראל ביחס להמלצות ועדת הריכוזיות, לרבות המלצות אשר לא נדונו בנייר עמדה זה. כמו כן, אין בהתייחסות הכלולה במסמך זה כדי להוות ויתור על זכותה של החברה לישראל להביא את עמדותיה המלאות. החברה לישראל שומרת לה את הזכות להעלות טענות נוספות ביחס להמלצות הועדה ו/או אופן התנהלותה של הועדה (לרבות התייחסות להמלצות הועדה בתחומים אחרים אשר לא נדונו בנייר עמדה זה), וכן להוסיף על טענות קיימות שהועלו על ידה.

  
צבי אפרת, עו"ד

בכבוד רב,

  
27.11.11  
פנחס רובין, עו"ד

<sup>56</sup> ראו בעמודים 92 ו-94 לטיוטת ההמלצות.

<sup>57</sup> ראו הערת שוליים 7 לעיל.