

משלטון הרוב לשלטון מנהלים בעקבות המלצות "ועדת הריכוזיות"

מאת

פרופ' יוסף גרוס*

1. מבוא

בהופעה מרשימה ויוצאת דופן של ראש הממשלה, נגיד בנק ישראל ושר האוצר, פורסמה במהלך אוקטובר 2011 טיוטת המלצות הביניים של ועדת הריכוזיות, או בשמה הרשמי "הוועדה להגברת התחרותיות במשק" (בראשותו של מנכ"ל משרד האוצר לשעבר, מר חיים שני),¹ העוסקת בניתוח בעיות הריכוזיות במשק. הדוח מרשים בהיקפו ובניתוחיו וגם במספר הנושאים בהם הוא מטפל. כמדומני שלקבלת פנים כזו לטיוטה ראשונית של דוח ביניים של ועדה ציבורית לא זכתה ועדה כלשהי מאז ומעולם, עובדה המצביעה על חשיבות הנושא ועל הצורך למצוא פתרונות סבירים לבעיות ולהשלכות הנובעות מהריכוזיות הגבוהה במשק הישראלי.

הוועדה מונתה לבחון את מבנה המשק ואת השפעתו על התחרותיות, על היציבות הפיננסית ועל היעילות הכלכלית. הוועדה נתבקשה להמליץ על הדרכים להגברת התחרות במשק והתרכזוה בשלושה נושאים: (1) שליטה במבנה הפירמידאלי; (2) ההפרדה בין החזקות ריאליות לפיננסיות; (3) תנאים להקצאת נכסים ציבוריים. אנו נתרכז בנושא הראשון, לו מוקדש חלק נכבד מההמלצות והשלכותיו על החברות הציבוריות ולא רק על חברות פער (כפי שיוסבר בהמשך), הינן משמעותיות. הדוח מתמקד בכללי ממשל תאגידי חדשים הבאים להגביל את חופש התמרון של בעלי השליטה במבנה הפירמידאלי של חברות. רוב ההמלצות מתייחסות למודל חדש הנקרא "חברות פער" ומיעוטן מתייחסות לכלל החברות במשק.

ההמלצות מבקשות להסדיר את ההשלכות של מבנה הקונצרן ("אשכול חברות"), וזאת במסגרת חוק החברות. בדיוני ועדת ברק, שקדמו לחקיקת חוק החברות, הוצע לקבוע, כי בסעיף "תכלית החברה" יוכלו הדירקטורים לבחון גם שיקולים של טובת

* יוסף גרוס, פרופ' מן המניין (אמריטוס) בפקולטות לניהול ולמשפטים באוניברסיטת תל-אביב. כיהן כחבר ועדת ברק אשר המליצה על ניסוחו של חוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות"). הכותב מבקש להודות לאיתן וולף-הולץ על סיועו בהכנת המאמר ולד"ר שמואל בורנשטיין על הערותיו. לשם הגילוי הנאות, משרד גרוס, קלינהנדלר, חודק, הלוי, גרינברג ושות' מייצג חברות שיש להן עניין בנושאי דוח הוועדה. לכותב אין קשר לייצוג זה.

1. מצגת המלצות הוועדה ניתנת לצפייה באתר משרד האוצר בכתובת:
www.chamber.org.il/images/Files/14172/100.pdf.

הקונצרן כולו והמלצה זו נכללה כחלק מהצעת החוק, אולם הושמטה מהנוסח הסופי של החוק במהלך הדיונים בכנסת.²

האם הכוונה היא, כי טובת התאגיד הבודד היא למעשה הצלחת הקונצרן כולו, או שמא על התאגיד להעדיף את עניין הקבוצה, רק כאשר הוא אחד מני מספר אפשרויות לקבלת החלטה בחברה, אשר התאגיד עצמו אדיש להן?

הראייה הרחבת עולה בקנה אחד עם הוראת סעיף 10 לנוהל בנקאי תקין, ולפיה מוטל על הדירקטוריון לקבוע הנחיות כלליות לגבי מבנה הממשל התאגידי בתאגידים נשלטים, על מנת לתרום לפיקוח יעיל על הקבוצה, וכן לקבוע מנגנוני פיקוח ובקרה על תאגידים נשלטים. בנוסף לאמור, מוטל על הדירקטוריון של תאגיד נשלט להתחשב בהנחיות הכוללות של הקבוצה, שנקבעו על ידי דירקטוריון התאגיד הבנקאי השולט (החברה-האם), "ככל שהם מתיישבים עם טובתו של התאגיד הנשלט ועם הוראת סעיף 11 לחוק החברות".³

2. מגבלות על "גוף פיננסי משמעותי" בהחזקות ריאליות

2.1 הגדרות

המלצה עיקרית בנושא התחרות, אם כי מוגבלת בהיקפה, הינה הטלת מגבלה על שליטה או החזקה ב"גוף פיננסי משמעותי", על ידי "תאגיד ריאלי משמעותי". "תאגיד פיננסי משמעותי" מוגדר במסגרת ההמלצות כתאגיד (בנק, בית השקעות, חברת ביטוח) המנהל נכסים⁴ מעל 50 מיליארד ש"ח; "תאגיד ריאלי משמעותי" מוגדר כתאגיד שפדיון המכירות השנתי שלו בישראל עולה על 8 מיליארד ש"ח, או שמאזן הנכסים שלו הוא למעלה מ-20 מיליארד ש"ח. שר האוצר ונגיד בנק ישראל, לאחר התייעצות עם יושב ראש רשות ניירות ערך, יוסמכו לעדכן את הסכומים והשיעורים, וניתן להניח, כי סכומים אלו וכן דוחות החברה ייבחנו מדי פעם ויותאמו לשינויים הכלכליים.

2. בהתאם להמלצות ועדת באזל משנת 2009, קבע המפקח על הבנקים, במסגרת הוראות ניהול בנקאי תקין (מספר 301), מספר הוראות אשר מחייבות את הדירקטוריון לנקוט ראייה רחבה יותר של טובת החברה. כך, בסעיף 6(א) להוראה נקבע: "... על דירקטוריון של תאגיד נשלט להתחשב ביעדי האסטרטגיה הכוללת של הקבוצה, שנקבעו על ידי דירקטוריון התאגיד הבנקאי השולט, ככל שהם מתיישבים עם טובתו של התאגיד הנשלט ועם הוראת סעיף 11 לחוק החברות".
 3. לשם האנקדוטה אציין, כי ליוזיאתי את דיוני ועדת החוקה, חוק ומשפט בכנסת בעת הדיון בהצעת החוק. כאשר נדון נושא הקונצרן, שאל נציג משרד המשפטים מהי ההגדרה של "אשכול חברות". להפתעתי אמר יו"ר הוועדה, כי בהעדר הגדרה ברורה, הוא ממליץ למחוק את הסעיף כולו, וכך, ללא דיון ומתוך רצון לסיים במהירות את ישיבת הוועדה, נמחק הסעיף מהחוק.
 4. בדיוני ועדת החוקה, חוק ומשפט בכנסת בעניין תיקון 16 לחוק החברות (ייעול הממשל התאגידי), ביקשו נציגי האוצר להכיר במסגרת התיקון לחוק, כי דירקטוריון תאגיד בנקאי יוכל להתחשב בטובתו של הקונצרן כולו, להבדיל מעניינה של החברה הבודדת. הצעה זו נדחתה בידי משרד המשפטים ולא נתקבלה בתיקון לחוק.
4. לרבות נכסים המנוהלים על ידי התאגיד הפיננסי עבור גופים פיננסיים אחרים.

2.2 השלכות

קיימות בעיות במבנה המשק בישראל, המורכב ממספר מצומצם של קבוצות עסקיות גדולות הפועלות בתחומים רבים. אם אותם שחקנים מתחרים במספר ענפי משק שונים במקביל, הרי שכל אחד מהם ישאף למקסם את הרווח הכולל שלו על פני הענפים האחרים, וייהנה מתחרות בענף ספציפי, וזאת במיוחד בקבוצות עסקיות המשלבות גוף פיננסי (בנק, קרן פנסיה) החשוף לענפים רבים במשק. לכך השלכה על מקור המידע העסקי, הן על מתחרים והן על לקוחות וספקים של המתחרים.

לאור ממצאים אלה חוששת הוועדה מהבאות:

- א. הקצאת מקורות לא יעילה;
- ב. ניגודי עניינים;
- ג. קשר בין איתנות המוסד הפיננסי ויציבות הקבוצה העסקית;
- ד. חסימת אשראי ממתחרים;
- ה. העדר הפרדה בין לווים למלווים גדולים.

2.3 מגבלות

ההגבלות שמבקשת הוועדה בהקשר להחזקות בתאגידים הני"ל הן:

- א. השולט בתאגיד בנקאי משמעותי, שהוא "גוף פיננסי משמעותי", לא יוכל להחזיק גם ב"תאגיד ריאלי משמעותי" וגם ב"תאגיד פיננסי משמעותי". אחוז ההחזקה ב"תאגיד פיננסי משמעותי", שמעליו נאסר על השולט ב"תאגיד ריאלי משמעותי" להחזיק, ייקבע בעתיד על ידי הרגולטורים בתנאי ששיעור ההחזקה המירבי לא יעלה על 10% (ב"גוף פיננסי משמעותי" ללא גרעין שליטה - שיעור החזקה מקסימלי של 5%) מאמצעי השליטה;
- ב. ייאסר על כהונה מקבילה בדירקטוריון של חברות פיננסיות וחברות ריאליות וזאת גם בגופים שלא יידרשו לבצע את ההפרדה. המלצה זו תאלץ שורה של קרוב ל-30 דירקטורים מכהנים להתפטר ותגביל בעתיד את האפשרויות למינוים;
- ג. כדירקטור ב"גוף פיננסי משמעותי" לא יכהן אדם השולט ב"תאגיד ריאלי משמעותי", קרובו או שותפו, או בעל זיקה לשולט או לנושא משרה ב"תאגיד ריאלי משמעותי";
- ד. יוטלו מגבלות על שליטה בגוף פיננסי משמעותי שהוא תאגיד בנקאי, גם בתאגיד "פיננסי משמעותי" אחר שאינו תאגיד בנקאי.

2.4 יישום

נראה כי הקבוצות העונות למבחני ההפרדה המומלצים הינן מעטות ביותר (אי.די.בי; קבוצת דלק; קבוצת בינו צדיק), ויישומן ככל - שתתקבלנה - צפוי להתבצע רק בתוך ארבע שנים. הדבר מוצדק לאור הקושי במציאת רוכשים להשקעות גדולות. מדובר בפגיעה רטרואקטיבית בגופים שקיבלו בעבר רישיון לפעילות הפיננסית האמורה ועתה יידרשו למכור את השקעתם. לא יהא זה קל למכור פעילות כה גדולה, ובמיוחד כאשר מחד משקיעים זרים יחששו מההוראות החדשות המומלצות והשינויים התכופים בחקיקה בישראל, ומאידך - המשקיעים הישראליים שיידרשו למכור את השקעתם ידירו השקעותיהם מישראל וירעו בשדות זרים. לעומת האמור לעיל, מרבית ההמלצות האחרות המתייחסות לשורה נכבדה של חברות ציבוריות כמפורט בהמשך, תקבלנה תוקף עם החקיקה בכנסת, והן מתייחסות לרבדים רבים במשק הישראלי ומעוררות שורה של בעיות וקשיי ביצוע. אף כי הוועדה מונתה טרם החלה המחאה החברתית (אפקט שדרות רוטשילד), הרי נראה כי המלצותיה קיבלו רוח גבית מהמחאה וניתן להניח, כי רוח גבית זו תניע גם את חברי הכנסת בבואם להצביע על אימוץ ההמלצות.

2.5 שטף החקיקה

לא נוכל שלא להתייחס בפתח הדברים למצב בו ההמלצות הרבות והמשמעותיות במבנה העסקים בישראל נופלות בתקופה בה עוד לא יבש הדיו ועוד טרם עכלו החברות את שטף החקיקה, מרחיקת-הלכת, של החודשים האחרונים, כדוגמת תיקונים 16⁵ ו-17⁶ לחוק החברות וחוק האכיפה המינהלית⁷ ואת שטף הוועדות שהוקמו בשנים האחרונות בנושא התאגידים. החברות הציבוריות תצטרכנה להתמודד פעם נוספת עם שורה של מגבלות וחובות על דרך פעילותן השוטפת, תוך צמצום שיקול הדעת של הדירקטוריונים והתערבות בעלי מניות המיעוט באופן ניהול החברות הציבוריות. אין הצדקה להתעלם מההתפתחות העצומה בנושא הממשל התאגידי בעשור האחרון, הן במסגרת חוק החברות החדש מ-1999 והן ב-17 התיקונים שנעשו בו מאז, ועשרות התיקונים וההוראות בחוק ניירות ערך, השמים דגש רב על עקרונות ממשל תאגידי מתקדמים.

-
5. חוק החברות (תיקון מס' 16) (ייעול הממשל התאגידי), התשע"א-2011, אתר תאגידים: www.taagidim.co.il
6. חוק החברות (תיקון מס' 17) (ממשל תאגידי בחברות איגרות חוב), התשע"א-2011, אתר תאגידים: www.taagidim.co.il
7. חוק ניירות ערך (תיקון מס' 45) (ייעול האכיפה ברשות ניירות ערך), התשע"א-2011, אתר תאגידים: www.taagidim.co.il. לסקירה וביקורת ראו יוסף גרוס ואיתן וולף-הולץ "טובה האכיפה הפנימית מהאכיפה המינהלית" תאגידים ח/3 (אוגוסט 2011), עמוד 89.

3. מהי "חברת פער" הכפופה למגבלות?

3.1 מבחן היישום

למצעד החברות, דהיינו חברה פרטית, חברה מדווחת, חברה פרטית שהנפיקה אג"ח וחברה ציבורית, תיווסף חברה בעלת מאפיין חדש: "חברת פער".

הוועדה קובעת, כי חברת פער תוגדר כדלהלן:

- (1) בחברה יש בעל שליטה, כהגדרתו בחוק ניירות ערך;⁸
- (2) שיעור אחזקותיו של בעל השליטה בהון החברה אינו עולה על 50%;⁹
- (3) שיעור אחזקותיו של בעל השליטה בזכויות ההצבעה בחברה עולה על שיעור אחזקותיו בהון החברה בדרך של החזקת זכויות הוניות דרך חברה ציבורית אחרת (מבנה פירמידאלי);
- (4) מקרים נוספים של שליטה מבוצרת, שיוגדרו בחוק.¹⁰

ההתייחסות הינה לחברה ציבורית הנשלטת בידי בעל שליטה מרכזי באמצעות שורה של חברות החזקה השולטות האחת בשניה בשרשרת החזקות (מבנה תאגידי אשר זכה לכינוי מבנה פירמידאלי), כאשר לבעל השליטה המרכזי אינטרס פיננסי קטן יותר בחברת הפער לעומת חלקו בהון לאור שרשרת החזקות. כל חברה בשרשרת שולטת בחברה שמתחתיה, אך אינה מחזיקה ב-100% מההון שבה. לאור הגדרה זו, ייכללו ברשימת חברות הפער קבוצות גדולות במשק, כ-40% מהחברות הנסחרות במדד 25 בבורסה בתל-אביב (10 מתוך 25)¹¹ ו-32% מהחברות הנסחרות במדד תל-אביב 100.

המבנה האמור, מקנה ל"בעל השליטה" שליטה בכוח ההצבעה באופן ישיר רק בחברה העומדת בראש השרשרת, ואילו בעקיפין יש לו השפעה ושליטה אפקטיבית גם במדרג החברות היורד שבשרשרת, וזאת על אף שככל שהשרשרת מתרחבת, כך חלקו הריאלי בהון החברה שבמורד השרשרת קטן, אך נשאר בעל שליטה אפקטיבית בזכויות ההצבעה. לא מדובר דווקא במבנה של פירמידה של

8. "שליטה" מוגדרת בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 כ: "היכולת לכוון את פעילות התאגיד, למעט יכולת הנובעת רק ממילוי תפקיד דירקטור או משרה אחרת בתאגיד, וחזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי השליטה בתאגיד" - ראו להלן פסקה 4.

9. פרופ' עמרי ידלין, בראיון לידיעות אחרונות (11.11.2011) ציין, כי "הרף שנקבע בוועדה להצרת צעדיו של בעל השליטה - אחזקה של פחות מ-50% מהון החברה - לא נכון ולא מציאותי, הוא יכניס הרבה חברות טובות למערבולת ניהולית ותאגידית מיותרת".

10. בהמלצות הביניים של ועדת הריכוזיות, ניתן לעיין בכתובת: www.mof.gov.il/Lists/List26/Attachments/291/2011-1111.pdf, עמ' 9 לדוח.

11. אבנר, בזק, בז"ן, גזית, גלוב, דסק"ש, דלק קידוחים, כ"ל, מכתשים-אגן, סלקום, פרטנר.

חברות וההתייחסות הינה גם לחברה-בת ציבורית של חברה ציבורית אחרת, השולטת בה מכוח זכויות ההצבעה.¹²

המבנה הפירמידאלי מאפשר השתלטות על כמה חברות עם פחות הון וכתוצאה מכך נוצרת ריכוזיות של חלק מהקבוצות העסקיות תחת אותה שליטה. מכאן, שחלק משמעותי מהמלצות הוועדה מתמקד באופן ניהולן של חברות פער ובצמצום כוחו של בעל השליטה לאור המחשבה, כי אינטרס בעל השליטה במורד של החברות שבשרשרת עלול להיות שונה מאינטרס החברות הציבוריות עליהן הוא שולט במעלה הפירמידה.

3.2 החשש מחברות פער

מהו החשש מ"חברות פער"? הוועדה, בפרק המבוא, אינה סומכת יתדותיה על מחקר אמפירי, אלא מונה רשימה של חסרונות העלולים להיגרם מעצם קיומן של קבוצות עסקיות ברמת המשק, ואלה כוללים, לדעתה, בין השאר, פגיעה בתחרות וביציבות המשקית, הקצאה לא יעילה של משאבים, החרפת הסיכון המערכתי, ריכוז כוח כלכלי רב וקבלת החלטות בידי מעטים, עושק של ציבור המשקיעים, תמרוץ שלילי לחדשנות ועיכוב התפתחותם של שווקים ומוסדות. חסרונות אלה באים לידי ביטוי ביחס ישיר לגודלן של הקבוצות ולמורכבותן. אכן, זו רשימה מרשימה של חסרונות, שיש בה כשלעצמה כדי להרתיע את המוחקק ולמעשה כל אדם. אמנם זו רשימה מרתיעה, אך על רשימה תיאורטית, כל עוד לא הוכח קיומו של נזק מהותי במציאות, לא ניתן לבנות תילים של מגבלות בחוק, שהטלתן עלולה להיות מסוכנת לא פחות.¹³ ואכן, פרופ' סטיב פריידן, מומחה לממשל תאגידי ולדיני חברות באוניברסיטת ייל בארה"ב,¹⁴ "מזהיר מפני הפיכת ישראל למקרה מבחן עגום במיוחד של פגיעה רעה העשויה לגרום לסערה רגולטורית. מה שנראה על הנייר כשינויים יצירתיים ומקוריים בממשל תאגידי באוניברסיטה יכול בחיים האמיתיים להיות קיצוני מדי, משום שאין מדינה בעולם שניסתה אי פעם את השיטות הללו".

12. ראו בהרחבה אסף חמדני "ריכוזיות השליטה בישראל: היבטים משפטיים" מחקר מדיניות 78 - המכון הישראלי לדמוקרטיה (2009). ניתן לעיין בכתובת: www.idi.org.il/PublicationsCatalog/Documents/PP_78/PP_78.pdf
עוד ראו: קונסטנטין קוסנקו "התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק" מחלקת המחקר בבנק ישראל (2008). ניתן לעיין בכתובת: www.bankisrael.gov.il/deptdata/mehkar/papers/dp0802h.pdf
13. סבר פלוצקר, העורך הכלכלי של ידיעות אחרונות (11.11.2011) כותב: "חלק אחר הוא נבואת זעם: המילה "עלול" מופיעה בפרק הזה של דוח וועדת התחרותיות יותר מ-100 פעמים; מילים דומות הצופות פני עתיד, כמו "פוטנציאל", "סיכון" ו"יכולת" מופיעות אף הן כמעט בכל משפט שני. נראה בעליל שהוועדה לא יכלה או לא רצתה להביא דוגמאות מוחשיות ואמפיריות להוכחת טענותיה. אף שעמד לרשותה הניסיון שהצטבר במשבר הפיננסי, היא העדיפה להתמקד בסיכונים משוערים. בכך הלכה, לדעת המומחים שראיינתי, רחוק מדי וחזק מדי".
14. ראיון למעריב (9.11.2011).

הוועדה אכן אינה מתעלמת¹⁵ מעדויות בעולם המלמדות, כי במקרים מסוימים, לקבוצות עסקיות עשוי להיות תפקיד חשוב בצמיחתם הכלכלית של משקים, בפרט בשלבים מוקדמים של התפתחותם,¹⁶ וכי יתרון הבולט של קבוצות עסקיות בא לידי ביטוי בכך שהן מאפשרות למשקים להתגבר על מוסדות חסרים החיוניים להתפתחות הכלכלית. במקרה שהמערכת הפיננסית במשק מסוים אינה מפותחת דיה, הקצאת אשראי והון בתוך הקבוצה העסקית עשויה לשפר את הקצאת המשאבים. בכוחן של קבוצות עסקיות גם "לתת מענה לחסרים משקיים בתחומים של הכשרה מקצועית וגיוס כוח אדם, מערכת משפט ואכיפת חוזים בפרט, פיתוח טכנולוגי ועוד".¹⁷ המתקפה על בעלי השליטה כעושיקי הציבור עושה עוול להם ולציבור, ואסור להיתפס לסיסמאות ולהכללות.

3.3 תרומת חברות פער ליציבות

אין להתעלם מכך, שבצד הסכנות האפשריות, קיימים יתרונות רבים למבנה הפירמידאלי, העולים לפעמים על החשש מפני חסרונות, כגון: גיבוי בין החברות בקבוצה בעת הצורך (ונוכחנו בכך במשבר הכלכלי הנוכחי), העברת ידע כלכלי, פיננסי ומשפטי בין החברות, ניצול קשרים עסקיים בישראל ובעולם, חיסכון ניהולי ניכר, יעילות כלכלית, מחשוב קבוצתי, פתיחות לתחומים חדשים, התאמה לרגולציה המתרחבת, הטמעת כללים אתיים ואימוץ מערכות אכיפה פנימית בתוך מרכיבי הקבוצה, סיוע ניהולי לחברה בקבוצה הנקלעת למצוקה, חיסכון בביטוח במסגרת קבוצתית, וכן יתרונות לגודל הקבוצה, המעניקה לחברות השונות בה גיבוי בעת משבר,¹⁸ מקנה אפשרויות פיתוח, אפיקי התרחבות והשקעות חדשות.

3.4 הפרדה בין זכויות הצבעה לזכויות בהון

המבנה הפירמידאלי שכיח מאד בעולם. הוא נוצר במהלך התפתחות חיי הפירמה מתוך שורה של שיקולים עסקיים לגיטימיים ולא דווקא כדי ליצור שליטה מוגברת בבעלות מופחתת. התוצאה הבלתי נמנעת הינה יצירת פער בין זכויות ההצבעה לזכויות הבעלות, וחשש זה יכול להיות פתח לניצול לרעה של

-
15. המלצות דוח הוועדה, פרק 1.
16. Khanna and Yafeh, Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?, *XLV Journal OF BUSINESS LITERATURE* 331-372 (2007).
17. ראו ה"ש 15 לעיל.
18. כך למשל, בחודש נובמבר 2011, העבירה קבוצת דלק לבעלת השליטה בגדות כימיקלים סכום של 50 מיליון ש"ח כדי לאפשר לגדות לפרוע ריבית על אג"ח שהנפיקה. ח"כ רוני בראון (שר האוצר לשעבר), אומר בראיון לידעיות אחרונות (11.11.2011) "הנחה נוספת שהוועדה הניחה ללא בדיקה היא שקבוצות עסקיות גדולות... הפירמידות מסכנות את יציבות הכלכלה, אלא שבמשבר האחרון גילו רוב הקבוצות הללו עמידה יחסית איתנה ולא סיכנו את המשק. דווקא הימצאותן בבעלות אחת וניהולם ביד אחת חיזק את כושר ההישרדות שלהן. הוועדה התעלמה מהמציאות האמפירית".

הפער האמור. אולם, לפער זה עשויים להיות יתרונות רבים העולים על החששות. לפני שנים, כאשר כיהנתי במשך שנים רבות כיועץ משפטי של חברת דיסקונט השקעות (אשר הפכה כיום לחלק מקבוצת אי.די.בי.), דאגו בעלי השליטה (משפחת רקנאטי), כי חברה בה השקיעה הקבוצה, אף אם בחלק הוני קטן, תקבל את כל הסיוע והגיבוי של הקבוצה ולא תגיע למצב של חדלות פירעון. הציבור העדיף את שליטת משפחת רקנאטי מכיוון ששם מבטחו בקבוצת השליטה, כאשר למשפחת רקנאטי, בדומה לחברות רבות במשק באותה תקופה, הובטחה השליטה במסגרת סוגי מניות שונים, הבאים לשמר את השליטה עם גיוסי הון עתידיים - מבנה שנאסר לאחר מכן בתיקון לחוק ניירות ערך.¹⁹

אגב דיון בנקודה זו, ישראל היא, כמדומני, אחד המקומות הבודדים בעולם שאימץ בחקיקה מגבלה, כאמור, האוסרת הפרדה בין זכויות הצבעה לזכויות בהון ובדיבידנד. הפרדה זו אינה מקובלת אף בארה"ב, וקיימת בהסדר וולונטרי במספר מקרים על פי דרישת החתמים ו/או הבורסה בה יירשמו ניירות הערך למסחר.

3.5 הפרדה בין זכויות הצבעה לזכויות בהון - המודל האמריקני

בחודש נובמבר 2011 הנפיקה חברת גרופון בארה"ב 30 מיליון מניות. על פי הדיווח, מייסדי החברה קבעו, כי כל מניה מסוג B שמחזיק כל אחד ממייסדיה תקנה לו 150 קולות בעוד שמניה הנרכשת בהנפקה (מניות A) מקנה לבעליה קול אחד בלבד. שוק ההון בארה"ב מכנה מניות אלה בשם Super Voting Shares.

גרופון, כדוגמת יזמים אחרים בעת האחרונה, בייחוד בעולם האינטרנט, מבקשת שלא לאבד את השליטה על תהליך קבלת ההחלטות בחברות שהיא יזמה והקימה, כאשר גורמים אחרים מתחרים, עוינים, סחטנים וכיוצא"ב מבקשים לפעמים לנצל את הדמוקרטיה בשוק ההון לתועלתם האישית. התוצאה היא, כי לשלושת מייסדי גרופון יש 35.9% מההון ו-59.9% מזכויות הצבעה; לשלוש קרנות הון סיכון שהשקיעו בעבר בגרופון יש 26.6% מההון ו-16.6% מזכויות הצבעה.²⁰ גם קרנות הון סיכון שהשקיעו טרום הנפקה הסכימו לקבל זכויות הצבעה מוקטנות יותר מאשר זכויות בהון. ה-וול-סטריט ג'ורנל המדווח על כך, מצייין כי "מבנה שליטה שמורכב משני סוגי מניות ונוטה לטובת מניות המייסדים, אינו יוצא דופן בארה"ב, אך המקרה של גרופון חריג ויוצר סטנדרט חדש".

19. תיקון מס' 11 משנת 1990 בקביעת הוראות סעיף 46ב, לפיו "בהון החברה יהיה סוג מניות אחד בלבד".
20. גלובס, 31.10.11 לפי פירוט בול סטריט ג'ורנל.

חברת זינגה, ענקית משחקי הרשתות החברתיות, עומדת להנפיק מניותיה לפי שווי של 20 מיליארד דולר והיא קבעה, כי כל מניה מסוג B שבידי המייסד, מארק פינקוס, תעניק לו 70 קולות, דהיינו, בעלות של 16% מהון החברה ו-38.5% מזכויות ההצבעה. למארק צוקרברג, מייסד ומנכ"ל פייסבוק, המתעתד להנפיק בקרוב את החברה, מובטחות מניות המקנות לו 10 קולות לעומת החזקות הציבור. כך גם עשו מייסדי גוגל, לארי פייג' וסרגי ברין, ריב הופמן מייסד ויו"ר linkedin וריצ'ארד ברטון, מייסד ויו"ר Zillow. יזמים אלה אינם רוצים שגוף אחר ישתלט עליהם ויורה להם, כיצד לנהל עסק אשר הוקם על ידם ושווה עשרות מיליארדי דולרים, ושיקוליו יהיו שונים משיקולי המייסדים, אשר אינם רוצים בהשתלטות גופים שלא תמיד מזדהים עם טובת החברה.

שוק ההון בארה"ב מוכן להסכין עם דרך זו, שכן הוא מעוניין (ולפעמים אף דורש), כי היזמים ימשיכו לנווט את החברות שיזמו, כך שלא יהפכו לטרף להשתלטויות עוינות.

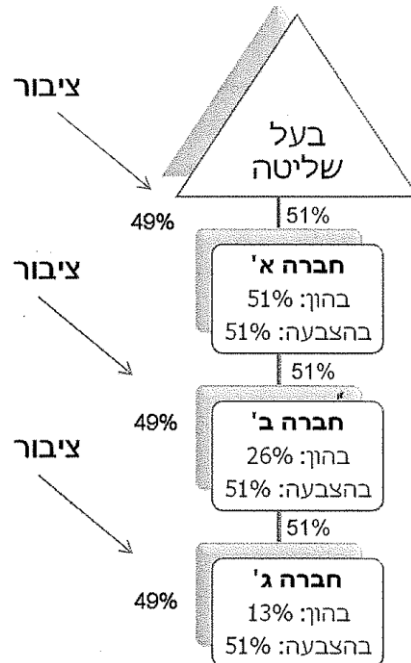
התופעה של פירמידות שליטה קיימת בכל העולם וקיימים מקרים רבים של השלכות ההפרדה ואין להסיק מהם, כי מדובר בתופעה מזיקה, הן במישור היחסי שבין בעל השליטה לבעלי המניות האחרים והן מנקודת המבט של המשק.²¹ הנימוק, כי הנכונות לשלם פרמיית שליטה מעידה גם על כוונות רוכש השליטה ליצור לעצמו יתרונות על חשבון בעלי המניות האחרים, לא הוכח, וגם אם ניתן להצביע על מקרה זה או אחר, אין מקום לפגוע במערכת כולה ולקעקע עקרונות יסוד בדיני החברות.

3.6 המבחן המספרי

כאמור לעיל, "חברת פער" היא חברה אשר בעל השליטה המרכזי בה (העומד בראש הפירמידה) מחזיק בעקיפין, באמצעות שרשרת החזקות, פחות מ-50% מזכויות ההון בה. מאידך, במצב בו בעל שליטה מרכזי מחזיק ב-80% ממניות חברה-בת, אשר מחזיקה אף היא ב-80% ממניות חברה-נכדה (החזקה בעקיפין ב-64% ממניות החברה-הנכדה) החברה-הנכדה לא תיחשב "חברת פער".²²

21. ראו פרופ' שרון חנס "בזהירות עם הפירמידה" עורך הדין 13, 77 (אוקטובר 2011).

22. מדוע שונה מצב זה משליטה של בעל שליטה מרכזי בחברה-בת בשיעור של 60%, כאשר החברה-הבת מחזיקה ב-60% ממניות החברה-הנכדה (דהיינו החזקה של 36%) - מצב אשר בגדרו כן תיחשב החברה-הנכדה "חברת פער" לפי המלצות הוועדה? נדרשות אמות מידה ברורות יותר ורציונליים סדורים לקביעת הגדרה של "חברת פער".



מאידך, מרבית החברות הציבוריות המוחזקות בידי חברות-אם ציבוריות תיחשבנה לחברות פער, ואם בעל השליטה הנפיק לציבור 30% מהמניות בחברה-האם ו-30% בחברה-הבת, הרי החזקתו בחברה-הבת תרד ל-49% מההון, שבשרשור, תיחשב החברה-הבת כחברת פער.

4. מיהו בעל שליטה?

4.1 הפניה לחוק ניירות ערך

המלצות הוועדה בנושא הפער, כמו הוראות נוספות בהמלצות וכן הוראות חוק רבות אחרות, מתמקדות בבעל השליטה. נקודת המוצא היא, כי יש להגביל את כוחו של בעל השליטה להשפיע על אמצעי קבלת ההחלטות בחברות פער. מי הוא "בעל השליטה" שאותו מבקש החוק להגביל? הגדרת "חברת פער" עושה שימוש בשני מבחנים מצטברים: מבחן מהותי, המפנה להגדרת "שליטה" בחוק ניירות ערך (ראו הרחבה להלן) והשני, מבחן מספרי של כפולות (וזאת כדי לקבוע, האם לבעל השליטה פחות מ-50% בהון החברות). לנושא השליטה בחוק ניירות ערך שני מבחנים חלופיים: האחד, טכני, בוחן החזקה של 50% מזכויות

ההצבעה בחברה (ולצורך פרק עסקאות בעלי עניין 25%),²³ ואילו המבחן השני, המהותי, בוחן את היכולת לכוון את פעילות התאגיד.²⁴

4.2 לא ניתן לשלוט במושג השליטה

פסק הדין שניתן בפרשת המכרז על ערוץ החדשות,²⁵ כמו מספר החלטות אשר ניתנו לאחרונה על ידי רשות ניירות ערך בנושא שליטה הסכמית ובנושא של עסקאות של החברה עם בעל שליטה, מדגישים את הבעייתיות של אחת הסוגיות המורכבות והבלתי ברורות בתחומי החקיקה המתייחסת לדיני חברות, דיני מכרזים, מיסים, ניירות ערך וכיוצא באלה נושאים. גם באשר לחברות בהן מתרכז הדוח - יש ליתן את הדעת לשאלת ה"שליטה" והיקפה, שכן יש לכך השלכות מרחיקות לכת.

לקביעה, כי פלוני הינו בעל שליטה, השלכות רבות על החובות המוטלות עליו ובהן: האפשרות לביצוע עסקאות בחברה הציבורית ובחברה הפרטית, השלכות פליליות והשלכות על צד ג' בדבר תקפות עסקאות שנעשו עם בעל השליטה, או שלבעל השליטה יש בהן עניין אישי ועוד.

הבעייתיות בדיון בנושא זה היא בכך, שהמחוקק מבקש בדרך כלל שלא להיצמד למבחן פורמלי-מספרי של אחוזי בעלות, אלא מעדיף מבחנים גמישים. חוסר ההקבלה בין אחוזי הבעלות, שמחזיק המשקיע במניות, לבין גורם השליטה בחברה, עלול להביא להתנגשות חוזית וקניינית בין בעלי הרוב בחברה לבין אלה השולטים בפועל ברכושה ובנכסיה. התנגשות זו הינה בבסיס הדיון בשאלת ההפרדה בין הבעלות לשליטה והיא שמעלה, בראש ובראשונה, את הצורך בדיון במהותה של "השליטה".²⁶ הוועדה מתייחסת ל"מבחן המכפלות" המספרי. יחד עם זאת, היא מפנה להגדרה הרחבה של "שליטה" בחוק ניירות ערך, ויש לבחון כיצד ייושם מבחן השליטה במבנה הפירמידאלי.

הן המחוקק והן בתי המשפט בוחרים לנטוש את המבחן הפורמלי-מספרי של אחוזי בעלות וכוח הצבעה, ומעדיפים לתור אחר מבחן מהותי-איכותי הנעדר, מטיבו של דבר, גבולות ברורים.²⁷ העיר על כך הנשיא ברק בהתייחסו למבחן השליטה באמרו: "אכן מושג השליטה סבוך הוא, למושג זה משמעויות שונות

23. ראו הפרק החמישי לחלק השישי לחוק החברות, התשנ"ט-1999.
 24. ראו סעיף 1 לחוק החברות, המפנה לסעיף 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.
 25. עע"ם 6352/01 **חדשות ישראל (טי. אי. אן. סי.) בע"מ נ' שר התקשורת**, פ"ד נו(2), 97 (18.12.01), אתר תאגידים: www.taagidim.co.il (להלן: "פרשת מכרז ערוץ החדשות").
 26. ראו גם פלמן בר-מור **דיני חברות בישראל להלכה 751** (תשנ"ד).
 27. ראו את הנימוק לשינוי חקיקתי בהצעת חוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981, ה"ח תשל"א 47: "המבחן האיכותי מביא בחשבון כי במציאות יכול אדם להיות בעל השפעה בתאגיד אף אם הוא מחזיק בפחות מרוב אמצעי השליטה".

והקשרים שונים.²⁸ כל ניסיון לקבוע אמת מידה שרירותית לזיהוי השולט, עלול להחטיא את המטרה.

4.3 שליטה פירושה כוח

שליטה פירושה כוח²⁹ ובעל השליטה הינו מי שיש לו אפשרות להפעיל כוח זה, כשה מופעל באמצעות כוח ההצבעה באסיפות הכלליות של החברה. אסיפות אלה הן הממנות, בדרך כלל, את הדירקטוריון ומקבלות החלטות בדבר שינויי תקנון החברה. בהקשר זה, הפעלת הכוח היא בידי מי שבידו להעביר החלטות באסיפה הכללית כרצונו, כנגד רצון יתר בעלי המניות.³⁰ נראה לנו כי גם מי שבידו הכוח למנוע קבלת החלטות, יכול להיחשב כבעל שליטה. ההחלטה החשובה בהקשר זה היא, כמובן, הכוח למנוע מינוי דירקטורים.

כשם שקשה להגדיר "כוח", כך קשה להגדיר את המושג "שליטה". על קושי זה עמדו כבר ב-1932 הפרופסורים Berle & Means,³¹ כאשר הישוו שליטה בחברה לריבונות במדינה. כמחצית היובל מאוחר יותר, תולה Berle³² את האחריות להיעדר תפיסה מדוייקת של שליטה בנסיבות היסטוריות. לדבריו, עד לעשור השלישי של המאה העשרים, המטרה היחידה בהקמתה של חברה היתה השגת תשואה מירבית להונם של בעלי המניות. שינויים חברתיים וכלכליים, לטענתו, הם שהסיתו את המטרה הראשונית של החברה, כמי שהייתה צריכה למקסם את רווחיה, למטרה שניה במעלה - קרי, השליטה הפכה מתכונה של בעלות לפונקציה בעלת משמעות הפורצת מהתחום הפרטי הצר לעבר השלכות ציבוריות רחבות היקף.

אף כי למושג השליטה השלכות רבות בדיני החברות ובמערכת המשפט כולה, לא ניתן לשלוט במושג "שליטה". השליטה מהווה מושג רחב החולש על מערכות משפט רבות, כאשר כל מערכת יוצרת מושג שליטה משלה. לא דין שליטה בדיני החברות כדין שליטה בחוקי ניירות ערך, אף כי מדובר במערכות חוקים דומות וקרובות. לא דין שליטה לצורכי חוק ההגבלים העסקיים³³ כדין שליטה לצורכי מס, או כדין שליטה לצורכי קביעת בעלויות צולבות בדיני התקשורת, או בהמלצות ועדת הריכוזיות המתייחסות לחברות צולבות.

28. ע"א 817/79 קוסוי נ' בנק פויכטונגר, פ"ד לג(3) 213 (9.7.84), אתר תאגידים: www.taagidim.co.il; עמדו על כך גם אחרים, ראו: צ. כהן בעלי מניות בחברה - זכויות, תביעות ותורפות 200 (התשנ"א); פלמן בר-מור, ה"ש 26 לעיל, בעמ' 750.

29. פלמן ובר-מור מגיעים למסקנה, כי שליטה הינה הכוח להורות כיצד תפעל החברה: פלמן - בר מור, בעמ' 754, 762; גם חביב-סגל, בבחירתה בהגדרה אופרטיבית למושג "שליטה", בוחנת את יכולתו המעשית של בעל מניות להשפיע על קבלת ההחלטות בחברה, ובראש ובראשונה היכולת למנות את דירקטוריון החברה, ומצמצמת את הגדרת המונח לכוח להורות כיצד תפעל החברה.

30. שטרן "רכישה פרטית של שליטה בחברה" משפטים כג 172 (1994).

31. A.A. BERLE & G.C. MEANS THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (N.Y., 1932).

32. A.A. Berle "Control in Corporate Law" 53 COL. L. REV. 1212 (1981).

33. חוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988, ס"ח תשמ"ח 128 (להלן: "חוק ההגבלים העסקיים").

4.4 שליטה בהקשרים שונים

ההגדרה של המונח "שליטה" משתנה בהתאם להקשר של השימוש שנעשה במונח זה, שכן מושג השליטה עשוי לקבל פירושים שונים בהתאם להקשרים שבהם נעשה בו שימוש. מושג השליטה לובש ופושט צורה בהתאם להקשר הדברים ולתכלית שלשמה הוא נבחן;³⁴ עניינו עשוי להיות אחד לצורך בחינת חובות האמון בחברה, אחר לצורך הסדרת המסחר בניירות ערך, אחר לצורך רישוי בנקים,³⁵ ואחר לצורך חוקי ההגבלים העסקיים או דיני מס. הגדרת השליטה נגזרת, לפיכך, מהצורך המסויים של המחוקק ומההקשר שלשמו הובאה.³⁶ כך, לדוגמה, חוק ניירות הערך האמריקני³⁷ נוקט בלשון שונה למונח "שליטה", בהתאם להקשרים השונים באותו חוק, החל משליטה (control), השפעה שלטת (controlling influence) וכלה בבעל שליטה (controlling person).

האם בנק או מוסד כספי, המעניק הלוואה לחברה ודורש את אישורו המוקדם לשורה ארוכה של פעילויות, כגון: חלוקת דיבידנד, הגדלת הון, מבנה הדירקטוריון וכו', ייחשב כ"בעל שליטה"? האם יועץ פיננסי, שהחברה פועלת בהתאם לעצותיו, ייחשב כ"בעל שליטה"? האם "דירקטור צללים" ייחשב כ"בעל שליטה"? עד שאנו באים להטיל חובות, אחריות ומגבלות נוספות על בעל שליטה גם לאור ועדת הריכוזיות, חובה לייחד דיון בנושא ולקבל הכוונה והבהרה על מי יחולו.

4.5 ההגדרה הכמותית לעומת ההגדרה המהותית

בבואנו לבחון את מושג השליטה, אין בהכרח להיתלות בקשר ישיר בין שיעור הבעלות בהון לבין גורם השליטה. גורם הבעלות, כשלעצמו, אינו מעיד, בכל מקרה, על יכולת השפעה על ניהול התאגיד.³⁸

בפרשת **מכרז ערוץ החדשות** אומר בית המשפט העליון:

"ההגדרות הכמותיות אין בהן די על מנת לבטא כוח שליטה, גם כשהן מקנות כוח הצבעה, אלא נדרשת בחינה מהותית של מידת יכולתו של בעל מניות להשפיע בפועל על מהלך קבלת החלטות בחברה."

34. פרשת **מכרז ערוץ החדשות**, ה"ש 25 לעיל; השוו בהיקש לדבריו של כבי' השופט ברק בד"נ 21/80 **ורטהימר נ' הררי**, פ"ד לה(3) 253, 269, אתר תאגידים: www.taagidim.co.il, בעניין האבחנה בין חיוב לקניין: "הטבעת תווית של 'חיוב' או 'קניין' אינה צריכה להיעשות על פי שיקולים כלליים ומופשטים, אלא חייבת להיות מעוגנת במציאות משפטית-עובדתית קונקרטית. מוסד משפטי פלוני... עשוי להיות שייך לתחום החיובים לצורך סוגיה אחת, ועשוי להשתייך לתחום הקניינים לצורך סוגיה אחרת".

35. ע"א 1186/93 **מדינת ישראל נ' בנק דיסקונט**, פ"ד מח(5) 383 (1.8.94), אתר תאגידים: www.taagidim.co.il

36. פרשת **מכרז ערוץ החדשות**, ה"ש 25 לעיל.

37. The Securities Act of 1933.

38. פרשת **מכרז ערוץ החדשות**, ה"ש 25 לעיל.

על עיקרון זה חוזר בית המשפט המחוזי בפרשת רייכרט:³⁹

"גרעין המושג 'שליטה' נעוץ ביכולת להפעיל כוח. מידת היכולת תמיד יחסית. המושג 'שליטה בתאגיד' הוא מושג מורכב. אין להסתפק במבחן טכני של שיעור ההחזקה בהון, כי אם נדרשת בחינה מהותית של מידת יכולתו של אותו בעל מניות להשפיע בפועל על מהלך קבלת החלטות בחברה, בשים לב להקשר הדברים ולנסיבותיו של כל מקרה ומקרה. זהו מבחן מהותי-איכותי ולא מבחן כמותי-מתמטי."

5. תריסר מגבלות על המבנה הפירמידאלי על פי ועדת הריכוזיות

- 5.1 חיזוק עצמאות הדירקטוריון (זאת לעומת החלשתו עקב שלילת כוח הדירקטוריון בנושאים מהותיים ובהעברת כוח ההחלטה למיעוט בעלי המניות);
- 5.2 שכר בכירים (אימוץ המלצות ועדת נאמן);
- 5.3 עסקאות בעלי עניין (הרחבת המקרים הדורשים אישור מיוחד מעבר לחוק החברות);
- 5.4 חיזוק מעמדם של בעלי מניות המיעוט והענקת כוח בנושאים מהותיים;
- 5.5 עידוד אכיפה פרטית בידי בעלי המניות ובידי מוסדיים במימון רשות ניירות ערך;
- 5.6 עידוד אקטיביזם של מוסדיים, לרבות מימון תביעות על ידם;
- 5.7 מגבלה ברישום למסחר בבורסה של פעילות "כפולה" ונטרול חברות כפולות ממדדי הבורסה;
- 5.8 מגבלות על יצירת חברת פער חדשה ובמקביל - מתן זכות למיעוט להירכש במחיר המוצע לרכישת השליטה;
- 5.9 זכות "יציאה" לבעלי מניות בחברות פירמידה, במידה שבעל השליטה מסרב להיעתר להצעת רכש חיצונית;
- 5.10 אי-הכרה בהוצאות מימון הקשורות ברכישת חברת פער;
- 5.11 הגבלת אשראי מגופים מוסדיים;
- 5.12 הרחבת סמכויותיו של הממונה על ההגבלים העסקיים.

39. ת"א (ת"א) 1134/95 משה נ' רייכרט (27.2.11), אתר תאגידים: www.taagidim.co.il.

רוחב היריעה אינו מאפשר דיון בהמלצות השונות. בשלב זה נתמקד, כאמור, רק בהיבטי הממשל התאגידי.

6. חיזוק עצמאות הדירקטוריון - הגדלת מספר הדח"צים

6.1 בחירת הדח"צ ברוב שאינו מייצג את בעל השליטה

שליש מחברי הדירקטוריון ב"חברת פער" יהיו דירקטורים חיצוניים (דח"צים).⁴⁰ נראה לנו כי רצוי להרחיב המלצה זו לגבי כל החברות הציבוריות. תמכנו בעבר בעמדה זו וטענו, כי חשוב שהדח"צים יהוו מסה קריטית בדירקטוריון.⁴¹ בהקשר לכך חשוב לציין, כי בעיני רבים ובעיני מרבית הדח"צים, תפקידם עדיין אינו ברור. חלקם סבור, כי הוא נציג של הציבור ושיקוליו הם לאו דוקא "טובת החברה", כנדרש על פי חוק,⁴² אלא להגן על הציבור בעסקאות עם בעלי השליטה.⁴³ הוועדה לא אימצה, ובצדק, עמדות שונות הקוראות ליצירת קבוצות מועמדים על ידי גוף חיצוני או אף על ידי רגולטור, אשר מתוכנן יבחרו הדח"צים. הדח"צ אינו "רביזור" או שוטר הנשתל בחברה על ידי הרגולטור כדי לאתר מפגעים.

בהקשר לכך, הוועדה ממליצה, כי אישור המינוי של דח"צים על ידי האסיפה הכללית יהיה ברוב שאינו מייצג את בעל השליטה. המלצה זו כבר קיימת בחוק לאחר תיקון 16 לחוק החברות, אשר קבע, כי במניין הקולות באסיפה הכללית הבוחרת בדח"צים (ולא רק בחברות פער) "יכללו רוב מכלל הקולות של בעלי המניות שאינם בעלי השליטה בחברה או בעלי עניין אישי באישור המינוי".⁴⁴ לא זו בלבד, אלא התיקון האמור הוסיף, כי באישור חידוש הכהונה של הדח"צ כלל לא מובאים בחשבון קולות בעלי המניות, שהם בעלי שליטה בחברה או בעלי

40. התנאים הדרושים למינוי כדח"צ מפורטים בסעיפים 239-245 לחוק החברות; השוו להוראה הראשונה לתוספת הראשונה לחוק החברות המציעה, כי בתאגידים מדווחים שיש להם בעלי שליטה ימונו שלישי מקרב חברי הדירקטוריון כ"דירקטורים בלתי-תלויים". להגדרת "דירקטור בלתי תלוי" ראו שם, בסעיף 1. כמו-כן ראו יוסף גרוס "מהפך הממשל התאגידי בעקבות תיקון 16 והצעת תיקון מס' 15 בחוק החברות" תאגידים ח/2 (מאי 2011) עמוד 3.

41. ראו יוסף גרוס **דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי**, פרק ג (2010).

42. חוק החברות, סעיף 254(א) - נושא משרה חב חובת אמונים לחברה, ינהג בתום לב ויפעל לטובתה.

43. ראו בעניין זה קביעתו של כבי השופט אהרון ברק בעניין זה: "מה חובתם של דירקטורים חיצוניים" אלה? נקודת המוצא העקרונית הינה כי חובתם היא כחובתו של כל דירקטור (פנימי), כלומר, עליהם לנקוט בכל אמצעי הזהירות שדירקטור סביר היה נוקט בנסיבות העניין. רמת (סטנדרט) הזהירות המוטלת עליהם זהה אפוא לרמת (סטנדרט) הזהירות המוטלת על כל דירקטור אחר" - ע"א 610/94 גדליה בוכבינדר נ' כונס הנכסים הרשמי, בתפקידו כמפרק בנק צפון אמריקה, פיסקה 43 לפסק דינו של השופט ברק 11.5.03, אתר תאגידים: www.taagidim.co.il.

44. חוק החברות, סעיף 239.

עניין אישי.⁴⁵ כשם ש"בעל שליטה" הינו מושג שנוי במחלוקת, המושג "עניין אישי" מעורר אף דילמות גדולות יותר.⁴⁶

6.2 הצורך בהכשרה לתפקיד הדח"צ

כתנאי להרחבת מספר הדח"צים בדירקטוריון יש, לדעתנו, לדרוש תנאי כשירות והכשרה מוקדמים. אכן, תיקון 3 לחוק החברות קבע כי לתפקיד דח"צ ימונה מי שהוא בעל כשירות מקצועית או מי שהוא בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית,⁴⁷ אולם לא נדרשת כל הכנה והכשרה לתפקיד הדירקטור. חשוב מאוד, כי תינתן הכשרה נאותה לקראת המינוי ומודעות לטיבו ולציפיות מתפקידו. החשיבות היא גדולה בעיקר לאור העובדה, כי הדח"צים מרכיבים את רוב חברי ועדת הביקורת שהופקדו בידיה כוחות רבים מאוד, הן בחוק החברות והן בתיקונים המוצעים, והיא למעשה "דירקטוריון בתוך דירקטוריון".

7. מינוי דירקטורים בחברות בנות

מינוי דירקטורים בחברות בנות על ידי חברה-אם יחייב את אישור ועדת הביקורת. להמלצה זו אין מקום בפרק המבקש, לכאורה, לחזק את הדירקטוריון, שכן היא מצביעה על התערבות במדיניות ההשקעות של החברה ושליטת כוח הדירקטוריון למלא את אחד מתפקידיו העיקריים והוא לבחור את הדירקטורים המתאימים בחברות הציבוריות המסונפות. הדירקטוריון הוא שקיבל "החלטת השקעה" בחברה האחרת (שהיא חברת פער), ואילו ההמלצה מבקשת לשלול מהדירקטוריון את האפשרות למנות את הנציגים שבחר כמתאימים לכהן כדירקטורים ולפקח על התנהלות החברה המסונפת כדי לשמור ולפקח על ההשקעה. ממילא, בחברה המסונפת, על בעלי מניות המיעוט למנות 1/3 מהדח"צים, אולם אין כל סיבה שכל הכוח למינוי הדירקטורים יילקח מהדירקטוריון וינתן בידי הדח"צים המהווים את רוב חברי ועדת הביקורת. אין כל ערובה שבתקופה זו, כאשר פחד התביעות נפל על הדירקטורים ועל הדח"צים, השיקול שינחה את חברי ועדת הביקורת במינוי הדירקטורים בחברה המסונפת יהיה שיקול מקצועי ועסקי בלבד, וכי אכן הם יבחרו את האנשים המוכשרים לתפקיד זה; ונמצא, כי חברה-אם המשקיעה כספה בחברה-בת, אין בכוחה למנות את הצוות המקצועי העסקי הנראה לה מתאים כדי לשמור ולפקח על ההשקעה. הדח"צים הם חיצוניים לחברה ואסורה כל זיקה ביניהם לבעל השליטה או קרובו ואין הם נמנים על עובדי החברה.⁴⁸ במקרים רבים, אין להם את הידע המקצועי המקנה את השיקול העסקי בבחירת דירקטורים בחברות המסונפות.

45. חידוש מינויו של הדח"צ לתקופות כהונה נוספות ייעשה בהעדר כל צורך באישור בעל השליטה (סעיף 245(א1) לחוק החברות).

46. לעניין זה ראו בהרחבה יוסף גרוס "מושג השליטה" והשלכותיו" **מכון קסירר למחקר בחשבונאות, אוניברסיטת תל-אביב** (אוגוסט 2003).

47. חוק החברות, סעיף 240.

48. שם.

מדובר בהחלטה עסקית טהורה, שמטרתה השאת רווחי החברה לבעלי מניותיה. קשה מאוד להסכין למצב בו החברה תשקיע סכומים נכבדים בהשקעה בחברה אחרת ויישגל מהרוב הכוח למנות את המפקחים הנראים לו כמתאימים ביותר למלא תפקיד זה.

8. שכר בכירים

8.1 הוועדה ממליצה לקדם את המלצות ועדת נאמן⁴⁹ בדבר שכר הבכירים ותומכת בהמלצותיה, אשר לדברי הוועדה, "ממליצות לקבוע הליך אישור מיוחד בחברות פער ולהתנות את מתן התגמול לאישור מיוחד באסיפה הכללית ברוב בלתי נגוע", דהיינו, שכרם של הבכירים ייקבע על ידי המיעוט בחברה. שכר הבכירים זכה בשנה האחרונה לדיונים ציבוריים נרחבים, ונחקר על ידינו בהרחבה.⁵⁰ אנו מסכימים, כי במקרים מסויימים גדשה הסאה ונעלמה הבושה מהבכירים, ונושא זה חייב בהסדר משפטי הוגן, אולי דומה להליך אישור שכר הדירקטורים.⁵¹

8.2 חשוב לקבוע מי הם הבכירים שייכללו באישור בעלי המניות. ניתן להניח, כי ההתייחסות היא לנושאי משרה בכירה. אין ספק כי ההמלצה תכביד על ניהול משא ומתן עם כל עובד בכיר חיצוני שהחברה רוצה לשלבו בחברה, שכן כל סיכום עמו על שכר, הענקת אופציות וכד' מותנה בכינוס אסיפה כללית של בעלי המניות, על כל הטורח הכרוך בכך, כאשר לא מובטח לבכיר, העומד לפרוש אולי מתפקיד בכיר אחר, כי התנאים שסוכמו כבסיס לקליטתו, אכן יאושרו על ידי המיעוט. גם לא ברורה ההמלצה, כי אישור האסיפה הכללית יתקבל "ברוב בלתי נגוע" של בעלי המניות בחברה ולא של "בעלי השליטה". מי הם אותם בעלי מניות "לא נגועים"? האם הכוונה היא לבעלי השליטה? מדוע שייחשבו אלה כ"נגועים" בהעסקתו של בכיר חיצוני? חשוב להבהיר, כי יש לצמצם הגבלה זו רק למצב בו לבעל השליטה יש קירבה לבכיר.

8.3 למרות תמיכתי בצורך להתערב בנושא השכר, אין להתעלם מכך שהקניית כוח למיעוט לקבוע את השכר תיצור בעיה יישומית קשה. בעוד שלגבי שכר הדירקטורים קיים קנה מידה שנקבע כשכר דח"צים,⁵² הרי לגבי שכר בכירים יש שורה ארוכה של שיקולים ושורה ארוכה של צורות תגמול (אופציות, בונוסים, תנאי שירות וכדומה). מה יהיו קני המידה לשיקול בעלי המניות כאשר המוסדיים המצביעים מגלים כבר כיום עצמאות גדולה בנושא זה יותר מבכל נושא אחר?

49. הוועדה לבחינת שכר הבכירים בחברות ציבוריות (פברואר, 2011).

50. ראו בהרחבה יוסף גרוס **תגמול דירקטורים ונושאי משרה** (מכון קסירר למחקר בחשבונאות, אוניברסיטת תל-אביב, 2010).

51. חוק החברות, סעיף 270(3).

52. תקנות החברות (כללים בדבר גמול והוצאות לדירקטור חיצוני), התש"ס-2000.

9. עסקאות בעלי עניין

9.1 הרחבת המקרים בהם יש צורך באישור

עסקאות בעלי עניין ובעלי שליטה שיש בהן "עניין אישי" מוסדרות כיום באופן מקיף בחוק החברות⁵³ הקובע את הצורך באישורים שונים לפי מדרג מהותיות של העסקה. נושא משרה בחברה או בעל שליטה בחברה ציבורית או בחברה פרטית שהיא חברת אג"ח, היודע שיש לו עניין אישי בעסקה קיימת או מוצעת של החברה, חייב לגלות לחברה ללא דיחוי את מהות העניין האישי, לרבות כל עובדה או מסמך מהותיים.⁵⁴ הפרק החמישי לחלק השישי לחוק החברות מפרט את האישורים הנדרשים במקרים השונים, הנכללים בגדר עסקאות עם בעלי עניין. החוק אינו אוסר לחלוטין עסקאות הנגועות בעניין אישי של אורגן בחברה ומתיר עקרונית את ביצוען של עסקאות הנגועות בעניין אישי או אף בניגוד עניינים, אולם מכפיף עסקאות אלה להליכי אישור הנדרשים לעמוד בתנאים שנקבעו בחוק.⁵⁵

המלצות הוועדה אינן מתייחסות בהקשר זה ל"בעל שליטה", אף כי דוח הוועדה כולו מתייחס לבעלי שליטה, אלא לגוף פחות דומיננטי והוא "בעל עניין", דהיינו, מי שמחזיק 5% או יותר מהון המניות או מזכויות ההצבעה בחברה, מי שיש לו הסמכות למנות דירקטור או את המנכ"ל בחברה או מי שמכהן כדירקטור או כמנכ"ל.⁵⁶ בעוד שחוק החברות מתייחס לנושא משרה ולבעלי שליטה, מרחיבה הוועדה את הצורך באישור לקבוצה נוספת הנופלת להגדרת בעלי עניין.

9.2 אישור עסקאות לא חריגות

המלצת הוועדה היא, כי על מנת להבטיח הליך תחרותי, עסקה עם בעל עניין (אם במכירת נכס, אם בקבלת שירותים תפעוליים, אם ברכישת מוצר מדף או קבלת הלוואה), תאושר במסגרת מנגנון של "אמץ או גלה".⁵⁷ דהיינו, לאמץ את

53. חוק החברות, סעיף 270 ואילך.

54. חוק החברות, סעיף 269.

55. ראו גם אירית חביב סגל **דיני חברות** 571 (2007).

56. חוק החברות, סעיף 1.

57. הליך "אמץ או גלה" נהוג במדינות מערביות רבות לעניין קביעת הוראות ממשל תאגידי. כך למשל, בבריטניה, הרגולציה של הממשל התאגידי מחולקת לכמה מקורות חוק והמלצות עיקריות, ביניהם ה-Combined Code on Corporate Governance, שהותקנו על ידי ה-FRC (Financial Reporting Code) אשר פועל בשיטה דומה של "אמץ או גלה". אין מדובר בחובה אך יש לציין בדוחות הכספיים השנתיים איך הוא אומץ בחברה, ואם הוא לא אומץ - יש לציין מדוע (ראו נוסח מלא של החוק והסברים מפורטים באתר ה-FRC שכתובתו: www.frc.org.uk/corporate/combinedcode.cfm). בחוק החברות ביקש המחוקק לקבוע הסדר דומה לעניין ההמלצות המעוגנות בתוספת הראשונה לחוק, כפי שנוספו במסגרת תיקון מס' 16. למרות האמור, עד עתה לא נקבעה בחוק הוראה המחייבת חברות ציבוריות בגילוי העדר אימוץ הוראות התוספת הראשונה לחוק, אך קיימת טיוטת חקיקה של רשות ניירות ערך שבה מוצע לחייב חברות ציבוריות למלא שאלון ממשל תאגידי כולל ולפרסמו לעיון הציבור במסגרת הדוח התקופתי. בעניין זה ראו: www.isa.gov.il/Download/IsaFile_5502.pdf.

דרישות החוק לגבי עסקאות אלה ולבצע הליך תחרותי לפני אישור כל עסקת בעל עניין בעת מכירת נכס לחברה, קבלת שירותים תפעוליים, רכישת מוצר מדף או קבלת הלוואה, או לגלות ולהבהיר לציבור, מדוע נעשתה העסקה ללא ההליך התחרותי ולנמק דרך זו. לכך נוספה הדרישה, מעבר לאמור בחוק החברות,⁵⁸ כי ועדת הביקורת תאשר ותפקח גם על עסקאות עם בעלי עניין, אף אם אינן עסקאות חריגות. חריג לדרישה זו מתייחס רק לגבי עסקאות זניחות מבחינה פיננסית, לפי קביעת ועדת הביקורת. נפתח כאן פתח רחב להתכתשות תמידית עם ועדת הביקורת לגבי סוג והיקף העסקאות הדורשות את אישורה (מעבר לקבוע כיום במסגרת תיקון 16 לחוק)⁵⁹ ופתח לתביעות ייצוגיות ונגזרות על ידי הטוענים לצורך באישור כאשר נעשה גילוי, ובכל מקרה - החברה תידרש למסור לבעלי המניות דיווח שיכלול הסבר של ועדת הביקורת, כיצד היא פיקחה על גיבוש תנאי העסקאות.

9.3 החובה בדבר הגינות העסקה

עסקאות עם צד קשור חייבות להיות מובאות לאישור הדירקטוריון, וזאת מכוח חובת הזהירות והמיומנות המוטלת עליו לאור סעיף 243 לחוק החברות. ניתן להניח, כי הדירקטוריון, בבואו לאשר עסקאות אלה, ידרוש גם חוות דעת בדבר הגינות העסקה. דירקטור שיש לו עניין אישי באישור העסקה, לא יהא נוכח בדיון ולא ישתתף בהצבעה בוועדת הביקורת ובדירקטוריון.⁶⁰

10. חיזוק בעלי מניות המיעוט

10.1 החלשת מעמד הדירקטוריון

המלצות הוועדה מנטרלות את הדירקטוריון מקבלת החלטות עסקיות מהותיות, לאור ההמלצה המחייבת את אישור האסיפה הכללית ברוב מקרב בעלי מניות המיעוט או מקרב בעלי איגרות החוב⁶¹ (כאשר החברות תחוייבנה לאפשר למשקיעים הצבעה גם באמצעות האינטרנט), וזאת במקרים הבאים:

- א. רכישת פעילות משמעותית;⁶²
- ב. רכישת גרעין שליטה בחברה ציבורית אחרת;
- ג. גיוס הון או חיוב בהיקף משמעותי.

58. חוק החברות, סעיף 272 (עסקאות חריגות), 273 (תנאי כהונה והעסקה), 275 (עסקה חריגה עם בעל שליטה).

59. חוק החברות, סעיף 117(א) כפי שהוסף בתיקון מס' 16 לחוק.

60. שם, בסעיף 278.

61. קיימת דעת מיעוט בנקודה זו.

62. תמורה מדוע נעשה שימוש בטרמינולוגיה חדשה ולא במונח המקובל "מהותי".

בעוד שהוועדה מצהירה קבל עם ועדה על רצונה לחזק את מעמדו של הדירקטוריון, הרי היא מביעה בהמלצה זו חוסר אמון מוחלט ביכולתו של הדירקטוריון לקבל החלטות עסקיות אובייקטיביות. החלטות השקעה, לאחר שעברו את מבחן הדירקטוריון, ובמרבית המקרים גם מבחן מקדים של ועדת הביקורת (המורכבת מדירקטורים חיצוניים), תחייבנה גם אישור של קבוצת מיעוט מבין בעלי המניות (בנטרול בעלי עניין). קבוצות אלה יכולות לטרפד כל עסקה משיקולים זרים החורגים מטובת החברה. תמוה, כיצד ניתן כוח כה רב לקבוצת בעלי מניות מן המיעוט שאין לה אחריות להחלטות ואין לה חובות זהירות וחובות אמונים כפי שיש לדירקטורים. האם על המוסדיים, להם קשרים רבים ומסונפים במגזרים שונים במשק, ניתן לסמוך יותר מאשר על בעלי השליטה שהשקיעו כספם בחברה?

10.2 כוח ללא אחריות משול להפקרות

האם סבור מאן דהוא ברצינות הראויה, שבעלי מניות המיעוט הם שיחליפו את שיקול דעתו של הדירקטוריון בהחלטות עסקיות טהורות? החלטות השקעה של הדירקטוריון חייבות להינתן, וכך גם פועלות מרבית החברות הציבוריות, רק לאחר שהדירקטוריון בחן את הנושא לעומקו במשך תקופת זמן, התייעץ עם מומחים, קיבל חוות דעת בדבר "שווי הוגן" ורק אז קיבל החלטות השקעה ענייניות ושקולות, שאם לא יפעל כך, הוא עלול להיתבע בגין רשלנות.⁶³ מה הרציונליות להעניק לאסיפה כללית כוח כה רב כאשר ההחלטה בנושאים האמורים ניתקת מהדירקטוריון וניתנת בלעדית לבעלי מניות המיעוט? לאותם בעלי מניות אין את הרקע, החומר, המידע, היכולת והזמן לבחון את ההשקעה לפרטיה, והם יצביעו מרחוק באמצעות האינטרנט ללא הפעלת העיקרון של "התבונה הקיבוצית" הנדרש בכל החלטת השקעה, ואין עליהם מורא של אחריות המוטלת על דירקטורים.⁶⁴ אין זה הגיוני, כי יהיה בכוחם להחליף את שיקול הדעת של הדירקטורים. והרי רוח הוועדה היא לחזק את מעמדו של הדירקטוריון ולמעשה, היא מחלישה אותו ופוגעת בשיקול הדעת. הגופים המוסדיים חייבים לקבל ייעוץ בלתי תלוי באשר להצבעתם; לשם כך עליהם להעסיק יועצים ולשאת בעלויותיהם. הוצאה זו תפגע ברווחיות המוסדיים, ולאור ניסיון העבר, אין המוסדיים מוכנים לכך. גם אם ירצו להתעמק באישור העסקה, ללמוד על האלטרנטיבות ולהעסיק יועצים חיצוניים, הרי שהאישור יעכב את החלטת ההשקעה, אשר עשויה בינתיים להיעלם.

בעוד שעל הדירקטורים מוטלות חובות זהירות, מיומנות ואמונים, לא מוטלות חובות שכאלה על בעלי המניות. אכן, לפי סעיף 192 לחוק החברות, מוטלת על בעל מניות החובה לפעול בתום לב ובדרך מקובלת בעניינים

63. להרחבה בדבר גדרי אחריותו של הדירקטוריון ותפקידו ראו: יוסף גרוס **דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי**, ה"ש 41 לעיל.

64. חוק החברות, סעיפים 252, 253.

הבאים: (1) שינוי התקנון; (2) הגדלת הון המניות הרשום; (3) מיזוג; (4) אישור פעולות ועסקאות הטעונות אישור האסיפה הכללית לפי הוראות סעיפים 255, 268-275 לחוק החברות. עניינים אלה אינם נכללים ברשימת המקרים שהוועדה ממליצה כי יאושרו ברוב של המיעוט באסיפה הכללית. גם סעיף 193 הדן בחובה לפעול בהגיונות, מתייחס לבעל שליטה ולא למיעוט. עולה מכך, כי לבעלי מניות המיעוט אין אפילו החובה לפעול בתום לב, שהיא הדרגה הנמוכה במדרג החובות: תום-לב, הגיונות, אמונים, בעוד שהדירקטוריון חייב בחובות בדרגה הגבוהה ביותר.

10.3 פתח לסחיטה ולפגיעה

הגדרת "חברת פער" כוללת גם חברות בנות ומסונפות. האם יסכים בעל השליטה בחברה-האם, בה השקיע את כספו, כי בחברות הקשורות, בהן השקיעה החברה-האם, יתקבלו החלטות ההשקעה ברוב בעלי מניות המיעוט? מה יהיו השיקולים הכלכליים והפיננסיים שלהם? בדרך כלל, בעלי מניות מיעוט אינם משתתפים באסיפות ונוצרת האפשרות, כי מיעוט אינטרסנטי יוביל את ההצבעה לאור שיקולי סחיטה, שיקולי פגיעה בחברה על ידי מתחרים, או שיקולים שונים חיצוניים שאין עניינם טובת החברה דווקא. אכן לאחרונה נכפה על המוסדיים להשתתף באסיפות, אולם המוסדיים אינם משקיעים, בדרך כלל, באג"ח וגם במניות של חברות שאינן מדורגות, ואלה הן מרבית החברות הנסחרות. בנוסף, גם בחברות המדורגות, אין הם טורחים להופיע ומרביתם מייפים את כוחם של מספר מצומצם של עורכי דין המרכזים יפויי כוח, להופיע ולהצביע במקומם והם נשענים, בדרך כלל, על יועץ חיצוני בודד המייעץ לרובם.⁶⁵ טלו מקרה שאינו תיאורטי: חברת ביטוח פלונית השקיעה בחברת ביטוח מתחרה (שהיא חברת פער) ורכשה כ-30% ממניותיה. כל השקעה חדשה של חברת הביטוח המתחרה, כל גיוס הון וכיוצ"ב מחייבים את אישור המיעוט בחברה הנרכשת, והוא גם שיבחר דח"צים הנראים לו וגם ידווחו לו על פעילות החברה בה "שתל" את הדח"צים מטעמו. אותה חברת מתחרה תהא בין המחליטים אם חברת הביטוח הנרכשת תגייס כסף, תשקיע בהשקעות חדשות וכו'. הכוח ניתק מהרוב וניתן למיעוט, וכך המיעוט הוא ההופך לבעל שליטה בפועל מבלי שהשקיע ברכישת השליטה. מדובר איפוא, בשיבוש עקרונות היסוד של דיני החברות ושל עקרון הדמוקרטיה בדיני החברות.⁶⁶

65. ראו דיווח בגלובס מיום 10.11.2011 "רשות ניירות ערך מתכוונת לפקח על חברה הייעוץ אנטרופי". הביקורת על המלצת אנטרופי כחברת ייעוץ, לתמוך בעסקה בה רכשה נכסים ובניין מכור (שתי חברות בשליטת אי.די.בי) 50% מבניין HSBC בניו יורק. בעקבות כך הודיעה הרשות כי בכוונתה לפקח גם על גופים מייעצים חברת אנטרופי הינה השחקן היחיד בשוק חברות הייעוץ ומרבית המוסדיים פועלים לפי המלצותיה.

66. כל זאת אלא אם תפסל אותה חברה מתחרה מלהצביע באסיפת בעלי המניות של החברה הנרכשת, בסיווגה כ"בעל עניין שלילי", בהתאם לפסיקתו של השופט סולברג בה"פ (י-ם) 7236-05-11 גולדפון נ' ב. יאיר (ניתן ביום 11.8.2011).

10.4 פגיעה בחופש הקניין

המלצות הוועדה חורגות מכללי היסוד של דיני החברות, לפיהן אין בעל מניות רשאי להתערב בניהול החברה,⁶⁷ כפי שפרופ' אהרון ברק כינה זאת "כלל אי-התערבות".⁶⁸

שליטת כוחו של הדירקטוריון להחליט על השקעות, גיוסי הון וכד', ושליטת זכות בעלי השליטה להחליט מה ייעשה בהשקעותיהם על ידי נטרולם מהצבעה, מהווה פגיעה בחופש הקניין המעוגן בחוק יסוד: כבוד האדם וחירותו, ונדרשת הצדקה כבדת משקל כדי לפגוע בחופש הקניין של בעל השליטה.⁶⁹

אכן, זכות הקניין אינה עוד זכות מוחלטת. מן הראוי למצוא איזון בין זכותם של בעלי השליטה ובין זכות בעלי מניות המיעוט, אולם מכאן ועד שליטת כוחם של בעלי השליטה, הדרך מסוכנת. שונה הדבר כאשר בעלי השליטה משתמשים לרעה בכוחם תוך פגיעה בבעלי מניות המיעוט, ולשם כך החוק מעניק הגנה, הן בסעיף 191 לחוק החברות (סעד במקרה של קיפוח) והן בסעיף 192 לחוק, בקובעו כי "בעל מניה יימנע מלקפח בעלי מניות אחרים".

קשה לאמץ את הצעת הוועדה, החורגת מכל עיקרון של ממשל תאגידי תקין, תוך הבעת אי-אמון בדירקטוריונים, אותם לכאורה רוצה הוועדה לחזק, ובכלל זה הבעת אי-אמון בדח"צים, שהחוק כה עמל למען עצמאותם. רעיון זה, מקומו לא יכירנו בפרק הדין ב"ממשל תאגידי תקין", והוא זר לדיני התאגידים.

11. המוסדיים כנושאי דגל המיעוט

11.1 כשל המוסדיים

דיונים רבים הוקדשו לאחרונה לתפקוד הגופים המוסדיים.⁷⁰ למוסדיים תפקיד נכבד בשמירה על ענייניו של ציבור המשקיעים. בעבר הדירו המשקיעים המוסדיים את רגליהם מהשתתפות באסיפות, אך כבדה עליהם בשנים האחרונות יד הרגולטור והם עושים את תפקידם בכפייה ובחוסר רצון.

67. ראו גם אהרון ברק "היקף התערבותו של בעל מניות בניהול החברה על ידי מנהליה" הפרקליט כה 333 (1969).

68. חריג לכלל זה הוא סעיף 50 לחוק החברות, בעניין סמכות האסיפה הכללית ליטול סמכויות המוקנות לאורגן אחר בחברה.

69. ראו ד"ר מיכל אגמון גונן "האם בעלי מניות המיעוט הם טובים? האם בעלי מניות המיעוט הם רעים?" כרוז 20, 48 (2008).

70. ראו בהרחבה אסף חמדני "ריכוזיות השליטה בישראל, היבטים משפטיים" המכון הישראלי לדמוקרטיה 8 (2009).

פעמים אין להם היכולת והרצון להתערב בנושאי החברה ואין להם רצון להשקיע מכספם בבדיקה יסודית של עסקאות המובאות להכרעה באסיפות בעלי המניות.⁷¹ במקרים רבים המוסדיים מצויים גם בניגודי עניינים עם פעילויות והשקעות אחרות בחברות רבות בהן השקיעו במישרין או שיש להם קשרים עסקיים שהם מקיימים עם בעלי השליטה.⁷² לא אחת, ניגודי העניינים המוסדיים גוברים על הסכנה הטמונה בהחלטות בעלי השליטה. בנוסף, אין להם רצון להשקיע מזמנם ומהונם לשם ניטור הפעילות של עשרות רבות של חברות, אשר בכל אחת מהן הם משקיעים חלק קטן מאד מרכושם, בהשוואה לגודל ולהיקף הון הקרנות המנוהל על ידם. זהו כשל של המשקיעים המוסדיים המופקדים על שמירת כספי הציבור המשקיע באמצעותם. עמדה על כך לאחרונה גם ועדת חמדני. יש להדגיש, כי המלצות ועדת הריכוזיות בנושא זה מתייחסות לכל חברה מדווחת ולא דווקא ל"חברות פער".

11.2 המלצה נוספת בהקשר זה היא, כי למוסדיים ולבעלי מניות המיעוט תינתן האפשרות לתאם עמדות לקראת האסיפה הכללית ולא יחולו על כך דיני ההגבלים העסקיים. בפועל, המוסדיים כבר מתאמים כיום עמדות ודי בכך שרובם פונים לגוף ייעוצי אחד, שבהמלצתו הם פועלים, ונותנים יפוי כוח להצבעה לגורם אחד או שניים. רשות ניירות ערך התייחסה לנושא ואפשרה את התיאום בהחלטה מ-2008, שנושאה "יצירת תשתית לגיבוש הסדרי חוב למחזיקי אג"ח בתאגידים מדווחים", המתייחסת אמנם לשאלות של ניצול מידע פנימי,⁷³ אך מצביעה גם על התנהגות שוק.

11.3 יש לקדם בברכה את הדרישה, כי המוסדיים יחויבו להביא בחשבון את איכות הממשל התאגידי בעת קבלת החלטות השקעה. כנהוג בעולם, המוסדיים הם נותני הטון בנושאי הממשל התאגידי ומשום מה עד היום הם נמנעו מלעשות כן מטעמים שעמם. המוסדיים יחויבו להביא בחשבון מתן הלוואות שנועדו לרכישת שליטה ממונפת (LBO) ולכן יחויבו לקבוע "תמרורי אזהרה" כלליים, שבהתקיימם יידרשו לדון בנושא ולנקוט פעולות מסוימות מול החברה. הם גם יידרשו להרחיב את הוראות הגילוי בכל הקשור לאופן הצבעתם באסיפות.

71. אין דברים ברורים יותר מאשר עדות של אנשי שטח. כך אומר בראיון למעריב (11.11.2011) בעל השליטה בחברת פער: "המוסדיים, ובהם קופות הגמל, קרנות הנאמנות, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח לא לוקחים אחריות במקרה של דילמה. אני בכלל חושב שהמוסדיים פוחדים להחליט או להצביע. בעניינים בעייתיים הם מעדיפים להעביר את כאב הראש לחברת אנטרופי. אז איך יתכן שהנהלות החברות יחליטו על גיוסי הון אשראיים, על עסקאות רכישה ועל גיוס מנהלים אם הכל מותנה באישור האסיפות? מי יאשר, ילד בן 25 המועסק בגוף מוסדי? הרי איש לא יוכל לבוא אליו בטענות אם יטרפד עסקה מצויינת או ימנע מגיוס הון חיוני".

72. Assaf Hamdani & Yishay Yafeh, Institutional Investors as Minority Shareholders (April, 2011) 5th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper; ECGI - Law Working Paper No. 172/2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1641138>

73. ראו החלטת רשות ניירות ערך מספר 1 - 2009(א) - יצירת תשתית לגיבוש הסדרי אג"ח לאחר קבלת הערות ציבור מדווחים וכן החלטה מספר 1 - 2009(ב) - יצירת תשתית לגיבוש הסדרי אג"ח לאחר קבלת הערות ציבור - הבהרות נוספות להחלטת מליאה ותשובות לשאלות, המציעות כי שלושה הגופים המוסדיים הגדולים ביותר המשקיעים מקרב מחזיקי אג"ח פלוני יקיימו אסיפות מוקדמות עובר לאסיפת מחזיקי האג"ח.

הדיווח כיום הוא לאקוני - כיצד הצביעו, אך אין להסתפק בכך ויש לדרוש לפרט גם את הנימוקים והשיקולים שהנחו אותם.⁷⁴ המוסדיים הגדילו ומגדילים את דמי הניהול בצורה משמעותית, ומחובתם להגדיל את המעורבות והפיקוח על ההשקעות שהציבור עשה באמצעותם.

11.4 מימון תובענות ייצוגיות ותביעות נגזרות

תורחבנה סמכויות המימון להגשת תובענות ייצוגיות ונגזרות על ידי רשות ניירות ערך וכן יותר מימון גם לתובענות פרטיות וייקבעו הסדרים דומים גם לתביעות על ידי גופים מוסדיים. נושא המימון הינו "המצאה ישראלית", שספק רב אם יש צורך בקיומה. במרבית המקרים, יוזמי הגשת התביעות הם עורכי הדין והן מוכנים לוותר על תשלום מראש ולצפות לקבלת נתח נכבד היה ותביעתם תצליח. מימון מטעם הרשות, אף אם ייעשה בסודיות, יזלוג ויגיע לידיעת הציבור ובית המשפט, ובכך עשוי להשפיע על בתי המשפט לאור העובדה שרשות ניירות ערך המקצועית בדקה את המקרה והגיעה למסקנה, כי יש לתביעה בסיס.

11.5 המוסדיים כבעלי השליטה

ההוראות הרבות בדבר הרחבת סמכויות הגופים המוסדיים על פני סמכויות הדירקטוריון, מעניקות למוסדיים כוח רב עד כדי דמיון לשליטה. דוח הוועדה מצוין, כי פרמיית השליטה בישראל גבוהה ביותר - כ-27% מעל למחיר השוק של מניות החברה, שיעור הגבוה, לדעת הוועדה, כמעט פי שניים מהממוצע בעולם.⁷⁵ העברת מוקדי כוח רבים, כמפורט לעיל, לידי הגופים המוסדיים דומה במהותה להעברת השליטה לידיהם וקבלת כוח רב שהם לא שילמו עבורו. דומה כי פתרון מתאים יותר היה התמקדות באפשרות להגביל עסקאות עם בעלי שליטה בקונצרנים בעלי מבנה פירמידאלי, על פני הדרת כוחו של הדירקטוריון והעברת שרביט השליטה לידי הגופים המוסדיים.

12. מגבלות על הבורסה ברישום למסחר של פעילות כפולה⁷⁶

הפרק השני של ההצעה מבקש להטיל מגבלות על שינויי מבנה בחברות והטלת מגבלות בנושא, מתוך מגמה לחסל את המבנה הפירמידאלי של חברות בישראל. מדובר בצעדים מרחיקי לכת ובמסגרת זו נתייחס בקיצור רב להמלצות אלה.

המלצה לתיקון תקנון הבורסה, כך שייאסר רישום למסחר של חברה הנשלטת על ידי "חברת פער" ציבורית, אשר כתוצאה מהנפקתה תהפוך את החברה-האם לחברת

74. ראו טיוטת תקנות מיום 21.9.2011 לפיה, מקום שנדרש רוב מיוחד באסיפה כללית על פי חוק החברות, הרי הדוח המיידני בדבר תוצאות האסיפה יבהיר כיצד הצביעו בעלי עניין והמשקיעים המוסדיים.

75. דוח הוועדה, עמ' 167-168.

76. שם, בעמ' 8.

דופליקציה (חברה כפולה). כמו-כן, ייאסר על הבורסה לכלול במדדיה מניות או אג"ח של חברה שהנפיקה פעילות כפולה. נדגים זאת: מניותיה של החברה לישראל, שעיקר השקעתה בכי"ל, תימחקנה ממדד תל-אביב 25 ותל-אביב 100, מאחר שגם כי"ל נמדדת במדדים אלה. לעניין זה ממליצה הוועדה, כי החברה תיחשב כחברה שהנפיקה פעילות כפולה אם היא מחזיקה בחברה ציבורית או בחברת אג"ח שמחזור הפעילות שלה הרווח התפעולי שלה או סך נכסיה, מהווים 70% או יותר ממחזור הפעילות, מהרווח התפעולי או מסך הנכסים של החברה המחזיקה, אלא אם מדובר באינדיקטורים זמניים. תקנון הבורסה יתוקן כך שיאסור על הכללת מניות או אג"ח של חברה שהנפיקה פעילות כפולה, במדדי הבורסה. יש לקדם בברכה המלצה זו.

13. מגבלה על יצירת חברת פער חדשה

במקרים שבהם חברה מבקשת לקנות גרעין שליטה בחברה ציבורית אחרת, שאינה חברת פער, וכתוצאה מכך תהפוך החברה הציבורית האחרת לחברת פער, יחוייב המציע להציע לרכוש גם את כל מניות החברה הנרכשת באותו מחיר שהוצע לגרעין השליטה המקורי בגין רכישת גרעין השליטה. לכאורה יש בכך כדי להגן על המיעוט כתוצאה מהחלפת בעל השליטה, ובעבר אף היתה "דרישה וולונטרית" דומה לכך על ידי הבורסה בתל-אביב, אך זו נזנחה. להמלצה זו מספר השלכות מרחיקות לכת, שכן:

13.1 בתקופות משבר, אך לא רק בתקופות כאלה, כאשר חברה ציבורית רוצה לקבל שליטה בחברה אחרת, הן משום רצונה להרחיב פעילות והן במקרה שחברה נכנסה לקשיים ונוטלת לידה את השליטה בה במטרה להבריאה, לאור ההמלצה היא תימנע מלעשות זאת, מאחר שאין בידה האמצעים הכספיים, או משום שאין ברצונה להשקיע סכומים כה גדולים נוספים כדי לרכוש את יתר בעלי המניות של החברה שבקשיים. הרכישה במקרה זה לא תתבצע, על מלוא השלכותיה הכבדות והשליליות.

13.2 לא ברור, מה דין נכסים המיירים שבחברה (אופציות, אג"ח להמרה) והאם מוטלת על הרוכש חובה להגדיל את השקעתו גם על ידי רכישת ההמיירים.

13.3 על ידי היענות לרכישת מרבית מניות החברה, קרוב לוודאי שחברה זו תחדל מלהיות ציבורית ותימחק מהבורסה. צעד זה יפגע הן ברוכשת והן במיעוט בעלי המניות, שלא ייעתר להצעה ויישאר בעל מניות בחברה פרטית ללא סחירות.

13.4 בהמלצה זו יש התעלמות בסיסית מהמחיר בגין אלמנט השליטה. בכל העולם ובישראל יש הכרה בכך, שאלמנט השליטה מזכה בפרמיה.⁷⁷ בדרך המוצעת

77. ראו לעיל פסקה 11.5. ראו גם ת"צ (ת"א) 11-01-26809 דב כהנא נ' מכתשים-אגן, עמוד 32 לפסק הדין (15.5.11), אתר תאגידים: www.taagidim.co.il : "יש להבהיר, כפי שטענה החברה בתגובתה, כי פרמיית שליטה איננה אסורה והדין הישראלי הכיר במפורש באינטרס העודף של בעל השליטה ובלגיטימיות תשלום פרמיית שליטה. הדין אף קבע מנגנונים של בקרה ופיקוח אשר יבטיחו את הוגנות העסקה כלפי החברה וכלפי בעלי מניותיה".

אין לשליטה כל ערך נפרד, שכן כל בעלי המניות יקבלו מחיר זהה. מי המשקיע שיסכים לכך? קרוב לוודאי גם, שבעל השליטה שילם בעבר סכומים ניכרים בגין השליטה, ואלה יאבדו.

14. "זכות יציאה" לבעלי המניות

היה וניתנה הצעת רכש חיצונית לקניית כל מניות חברת הפער, שהונפקה 7 שנים לפחות לפני מועד הצעת הרכש, וההצעה היא בפרמיה של 10% לפחות מעל מחיר השוק, והצעה זו הייתה זוכה לרוב הקבוע בחוק החברות לעניין הצעת רכש מלאה,⁷⁸ אילו לא סירבו של בעל השליטה להיעתר להצעה - אזי בעל השליטה יחוייב להציע הצעת רכש מלאה ליתר בעלי המניות במחיר שהציע הצד השלישי. בכך נפתח פתח למירוץ של עסקאות שליטה עוינות ועידוד גורמים לסחוט את בעל השליטה, לפגוע ברכושו של בעל השליטה ובזכות הקניינית המוגנת בחוק יסוד: כבוד האדם וחירותו, שכן כופים עליו להשקיע סכומי כסף רבים נוספים כדי לשמור על השקעתו, כאשר ייתכן שהמחיר המוצע אינו משקף כלל את השווי האמיתי. ומה אם אין לו האמצעים הכספיים? והרי גם על מימון שכזה מטילה ההצעה מגבלות רבות. הצעה זו תעודד ספקולנטים לפגוע בבעלי המניות, שהרי שווי השוק בו נסחרות המניות אינו משקף במקרים רבים את השווי האמיתי.⁷⁹ העיר על כך פרופ' פריידן: "זו פגיעה משמעותית ביכולת שוק המניות לגייס כסף מחו"ל. הדבר יגרום לחוסר ודאות. בשום מקום בעולם אין דבר כזה וזאת סיבה נוספת לסכנה הטמונה בצעד".⁸⁰

14.1 הגבלת זכויות ההצבעה

הוועדה מבקשת את התייחסות הציבור לשאלה, האם יש מקום, בחברות הפער, להגביל את זכויות ההצבעה האפקטיביות של בעלי השליטה, כך שהן לא יעלו על הזכויות העקיפות של בעל השליטה בהון. הגדלת זכויות ההצבעה של הציבור, או הקטנת זכויות ההצבעה של בעלי השליטה, ייעשו כך, שבמסגרת החלטות אסיפה בחברות פער, לא יחושבו קולותיו של בעל השליטה בהתאם למספר המניות שמחזיקה החברה-האם של חברת הפער במישרין, אלא יחושבו לפי נוסחה של אחוז החזקותיו של בעל השליטה המרכזי בחברת הפער (בעקיפין) מחולק בסכום החזקותיו, כאמור, יחד עם שיעור החזקותיו הישיר של הציבור בחברת הפער. בעל השליטה הופך איפוא למיעוט. זכויות ההצבעה האפקטיביות של בעל עניין המחזיק בחברת פער באמצעות חברה ציבורית תהיינה שוות לשיעור זכויותיו בהון החברה ולא לפי

78. שם, בסעיף 336. בהצעת רכש מיוחדת (סעיף 328), קולו של בעל דבוקת השליטה ממילא לא יובא בחשבון (סעיף 331) ולכן אין תחולה להמלצה זו.

79. בית המשפט העליון קבע בע"א 10406/06 דן עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (ניתן ביום 18.12.2009), אתר תאגידים: www.taagidim.co.il, כי במקרה של הצעת רכש עוינת, אין להסתמך על מחיר השוק כמשקף את שווי החברה, אלא על היוון זרם ההכנסות, ואילו לפי ההצעה, די במחיר של 10% גם בתקופת שפל, כדי לכפות מכירה בהשתלטות חיצונית.

80. ראיון במעריב (11.11.2011).

זכויות הצבעה. בהצעה זו יש כדי להפחית באופן משמעותי את יכולת השליטה בפועל של בעל השליטה המרכזי בחברת הפער.⁸¹ במידה שמופחתת יכולת השליטה בפועל של בעל השליטה, האם לא מתייתרות שאר המלצות הוועדה ויש בכך משום "עודף רגולציה" כנגד בעל השליטה? אנו תומכים בזכויות הצבעה שוות, אולם ההגבלה המוצעת שוללת זכויות הצבעה לגיטימיות, ולאור המגבלות הרבות האחרות המוצעות על ידי הוועדה, דומני כי אין מקום להמלצה מרחיקת לכת זו.

15. סיום - חיזוק לשלטון המנהלים

15.1 הוועדה עשתה עבודה מקיפה ורצינית, אך אנו חולקים על חלק מהמלצותיה באווירת "צדק חברתי", ניתן לחוקק בכנסת גם חקיקה קיצונית, אף אם היא פוגעת ב"צדק התאגידי". ראוי כי נזכור את שאמר בימים אלה פרופ' סטנלי פיישר בהתייחסו לדרישות שונות המועלות במשק, כי "פופולזם יכול להרוס משקים".⁸² חלקים מההמלצות לא מתאימים לשוק הישראלי ואף לא לשוק ההון המפותח בארה"ב, שם פיזור המניות של החברות הציבוריות הינו רחב ביותר ובמרבית המקרים אין בעלי שליטה מהותיים. קיים חשש, כי משקיעים זרים ידירו רגלם מחברות ישראליות לאור הפגיעות הרבות שהוועדה מבקשת להטיל על חברות ציבוריות ישראליות.⁸³

15.2 ספק רב אם הובאו בפני הוועדה עדויות אמפיריות בדבר ניצול לרעה של אלמנט השליטה בחברות הפירמידה, פרט להצהרות כלליות בדבר הסכנות התיאורטיות של המבנה הפירמידאלי. אין להתעלם מהעובדה, שהמסגרת החוקית בישראל, בדיני החברות ובדיני ניירות ערך, היא מודרנית, מקיפה ומוערכת בעולם וכי הרגולטורים בישראל פועלים בצורה יעילה וחזקה. אין ואקום בחיים ומקריאה ראשונית של ההמלצות לא ניתן להשתחרר מההרגשה הכללית, כי ההמלצות תגרומנה לכך שבעלי מניות המיעוט והדח"צים החיצוניים לחברה, אשר יידרשו לקבל החלטות עסקיות מרכזיות בחיי החברה (כאשר אין הם חיים בתוכה ומעורים בעסקיה), יגבירו את התלות, הסיוע וההדרכה ממנהלי החברה ובסופו של דבר נצפה בחיזוק שלטון המנהלים, בפגיעה בעצמאות הדירקטוריון ובדחיקת בעלי מניות הרוב ובעלי השליטה.

81. מתעוררת השאלה, אם הוראה זו עומדת בכפיפה אחת עם הוראות סעיף 46 לחוק ניירות ערך האוסר על קיומן של זכויות הצבעה שונות בחברה נתונה, ככל שמדובר בתאגיד מדווח.

82. כלכליסט (16.11.2011).

83. פרופ' סטיב פריידן מאוניברסיטת ייל בארה"ב בראיון למעריב (9.11.2011): "העברת החלטות הסופיות של הוועדה בחקיקה תוביל לחוסר בהירות שצפוי לפגוע בפעילותן של חברות ישראליות, יכולתן להתנהל בעולם העסקי הבינלאומי תפגע, אך מעבר לכך, צפויה נטישה והתרחקות של השקעות מישראל, כי החלטות הללו מסמלות מציאות שבה נראה כי הרגולטורים הישראליים יצאו משליטה".

15.3 חוק החברות מעניק כיום כוח רב לאסיפות בעלי המניות, תוך ניטרול בעלי השליטה או בעלי "עניין אישי" מחלק נכבד מהנושאים המהותיים. המלצות הוועדה מעצימות ומרחיבות כוח זה של המיעוט, כאשר בפועל, בעלי המניות עושים שימוש מועט באותו כוח שהחוק מצפה מהם. בעוד שעל הדירקטוריון מוטלות חובות זהירות ומיומנות נוקשות ונרחבות וכן חובת אמונים, הרי בעל המניות לו מוענקות החלטות חשובות אינו מוגבל לפעול ל"טובת החברה".⁸⁴

15.4 לשוק ההון תפקיד מרכזי בכלכלת ישראל, באמצעותו נעשית הקצאת מקורות יעילה במשק, ודרכו יכולים העסקים לגייס ניירות ערך לחיזוק בסיס ההון. את הפריחה הכלכלית של ישראל בשנים האחרונות יש לייחס לגיוסי הון לחברות הזנק ול-exit שהן עושות לשוק ההון, שהינו משאת נפשו של כל יזם. אסור כי חששות וסכנות תיאורטיות יפגעו בשוק זה ויגרמו לפגיעה רצינית ברצון החברות לפנות לשוק ההון המקומי. פגיעה כאמור עשויה ליצור חסם לגיוסי הון, שכה דרושים הן לחברות הזקוקות למימון והן לציבור המחפש נתיב להשקעותיו וחסכוניותו.

15.5 חוק החברות בישראל, שהוא מבין המתקדמים בעולם, על תיקונו האחרונים, חיזק מאוד את החובה להפריד היטב בין ניהול החברה על ידי המנכ"ל ונושאי המשרה ובין עצמאותו של הדירקטוריון כגוף מתווה מדיניות וכגוף מפקח. ההפרדה בין האורגנים מצאה חיזוק רב בתיקון 16 לחוק החברות.⁸⁵ פגיעה בעצמאותו ובסמכותו של הדירקטוריון וחוסר האמון בהחלטותיו ובשיקוליו, כעולה מההמלצות, והסמכות של בעלי מניות המיעוט, שאין להם אחריות משפטית ואין להם את הידע הדרוש לקבלת החלטות עסקיות מהותיות, יביאו בהכרח להגברת שלטון המנהלים בחברות הציבוריות. מנהלים ינצלו פירצה זו וינסו להשפיע על בעלי מניות המיעוט, תוך שידריכו אותם בהצבעה במסגרת לכאורית של הדרכה ואינפורמציה. אכן, בארה"ב התוצאה היא, כי המנכ"ל מכהן במקרים לא מעטים גם כיו"ר הדירקטוריון, כך שבראש הגוף המפקח על המנכ"ל עומד המפוקח הראשי. את התוצאות הקשות מכך חווינו בפרשות אנרון, סאב-פרייס ואחרים. יש הוכחות לכך שבארה"ב ובאירופה, תופעה זו של שלטון המנהלים המחליפים את בעלי המניות והדירקטוריון גרמה לפגיעות חמורות בעקרונות הממשל התאגידי. לשלטון המנהלים חסרונות לא מבוטלים, בעוד שלשלטון הדירקטוריון ובעלי השליטה, כל עוד הוא מרוסן, יש אינטרס ממשי בטובת החברה, כאשר החוק מטיל עליו אחריות וחובות.

מן הראוי לבחון גם חלופות פחות פוגעניות, במטרה לצמצם את אפשרות הניצול לרעה של בעלי השליטה. אם נוצרת פגיעה בתחרות עקב המבנה הפירמידאלי, הרי לשם כך קיים הממונה על ההגבלים העסקיים ויש לקדם בברכה את הגברת כוחו. אם קיים חשש מעסקאות עם בעלי שליטה, עדיף

84. חוק החברות, סעיפים 252, 254. לדיון בהרחבה ראו יוסף גרוס **חוק החברות החדש** (מהד' רביעית, 2007), פרקים לח, לט וכן יוסף גרוס **דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי**, ה"ש 41 לעיל, פרקים יא, יב.

85. להרחבה ראו גרוס "מהפך הממשל התאגידי", ה"ש 40 לעיל.

להגביל בחוק עסקאות מסויימות. מן הראוי להעמיק את הדרישות לשקיפות, שהן עדיפות על רגולציה מחמירה והשפעתן אף גדולה יותר מהרגולציה, וכדברי השופט לואי ברנדיס, שופט יהודי דגול בבית המשפט העליון בארה"ב, שהטביע את רישומו הגדול על התפתחות תחיקת ניירות ערך בארה"ב, ואשר קרוב לפני כ-100 שנים אמר:

"Sunlight is said to be the best of disinfectant, and electric light the most efficient policemen."⁸⁶

86. המלצות הוועדה אינן מבהירות, האם לכשתתקבל החקיקה המומלצת יחולו ההוראות הרטרואקטיביות גם על מצבים קיימים. תחולה רטרואקטיבית של ההוראות משמעה פגיעה בזכויות קניין קיימות של בעלי מניות ובעלי שליטה. מן הראוי להביא לדיון ציבורי את הצורך ואת ההשלכות מרחיקות הלכת אשר חלק מההמלצות עשוי להביא בכנפו; ראו גם פרופ' אסף חמדני, בראיון לידעות אחרונות (11.11.2011): "הייתי מחפש פתרונות למצבים מיוחדים בהסתמך על המנגנון המשפטי הקיים איך באמת להגן על המשקיעים הקטנים באמצעות הרשות לניירות ערך".