

Tel Aviv University
THE BUCHMANN FACULTY OF LAW

e-mail: harrisr@post.tau.ac.il
<http://www.tau.ac.il/law/ronharris/>



אוניברסיטת תל אביב
הפקולטה למשפטים ע"ש בוכמן

03 6409145 Voice/טלפון
03 6409576 Fax/פקס

לכבוד
מר חיים שני
יושב ראש הוועדה להגברת התחרותיות במשק
taharutiut@mof.gov.il

לאחרונה קראה הוועדה להגברת התחרותיות במשק לציבור להעיר את הערותיו על המלצות הביניים שפרסמה.

אינני מייצג איש ונייר עמדה זה, אשר אני כותב ביוזמתי וללא תמורה, מבוסס על מיטב שיפוטי האקדמי.

מסיבה זו איני רואה סיבה שחברי הוועדה ימנעו מלעיין בנייר עמדה זה למרות שהוא מוגש לאחר חלוף המועד האחרון להגשת תגובות.

איני מבקש להיות מזומן לשימוע.

בברכה,

פרופסור רון חריס

נייר עמדה לוועדת הריכוזיות

פרופ' רון חריס

הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל אביב

נייר עמדה זה מגיב לפרק בהמלצות הוועדה הכולל המלצות ביחס לשליטה באמצעות מבנה החזקות פירמידאלי בלבד. פרק זה אינו עוסק באופן ישיר בתחרותיות בשוקי המוצרים והשירותים, אלא מתמקד בהשפעת המבנה הפירמידאלי על ציבור המשקיעים, וגם התייחסותי רואה לנגד עיניה מטרה של הגנה על משקיעים מן הציבור.

גם המלצתי, בדומה להנחות העבודה של הוועדה כפי שאני מבין אותן, אינה מניחה כי קבוצות חברות כשלעצמן הן דבר לא ראוי בכל המצבים. היא מניחה כי בחלק מהמצבים ליצירה ושימור של קבוצת חברות, בעיקר במבנה פירמידאלי משורשר אנכי, יש השפעה שלילית שאופיינה היטב על ידי יועץ הוועדה, על הרווחה הציבורית ועל המשקיעים בחברות הציבוריות המשתייכות לקבוצה. אולם בחלק מהמקרים יש יתרונות חברתיים ויתרונות למשקיעים כתוצאה מקיום קבוצת חברות, עליהם עומדת הוועדה בהמלצותיה ושאותם מדגישים חלק מניירות העמדה שהוגשו לוועדה. היא מניחה כי מידת הרציות של קבוצות חברות משתנה עם הזמן ופוחתת ככל שמשקיע ושוקי ההון ודיני התאגידים וניירות הערך שלהם מתפתחים ולכן יש לעודד ולאפשר שינוי מבני קבוצות חברות.

1. אי החלת משטר חברות הפער על חברות ב"קומה השנייה"

הצעתי הראשונה היא כי על חברות ב"קומה השנייה" של פירמידת חברות ציבוריות, גם אם הן חברות פער כהגדרתן בהמלצות הוועדה, לא יחולו הכללים המחמירים המוחלים בהמלצות על חברות פער.

הצעה זו מניחה כי פירמידות אופקיות דו-קומתיות רצויות יותר מפירמידות אנכיות רב-קומתיות. פירמידות דו-קומתיות יטו להיות כאלו בהן בקומה הראשונה תהיה חברת אחזקות ובקומה השנייה חברות בעלות פעילות ממשית, ריאלית או פיננסית.¹ בפירמידות אופקיות מידת המינוף ההוני האפשרי וכפועל יוצא מכך גם הפער בין הון לשליטה מצומצמים יותר מאשר בפירמידות אנכיות. בפירמידות כאלו מגוון העיסקאות לשם העלאת ערכים ופרמיות שליטה בתוך הפירמידה מצומצם יותר, אם כי עדיין קיים כמובן. בפירמידה כזו יצומצמו פערי המידע בין השולטים ונושאי המשרה מטעמם לבין המשקיעים והאנליסטים ככל שאלו נובעים מהמורכבות הרבה של מבנה ההון והליכי קבלת ההחלטות בפירמידה ומריבוי ניגודי האינטרסים הפוטנציאליים. בפירמידה כזו יצומצמו בעיות הדופליקציה במסחר בניירות ערך והמשקל הגדול של חברות הקבוצה במדדי המניות עליהן עמדה הוועדה ביחס לקבוצות אנכיות ובעיקר קבוצות כאלו בהן יש יותר מקומה אחת של חברות אחזקה. צימצום הקומות אינו יוצר קשיים כבדים בתחום הניהולי כי ניהול נפרד של תחומי פעילות שונים יכול להתבצע גם במסגרת מטות נפרדים בחברת אחזקות אחת באופן דומה לביצועו במועצות מנהלים נפרדות של חברות אחזקות שהן אחיות או מצויות ביחסי חברת אם וחברת בת.²

אין הצעתי זו מבוססת על הנחה כי קבוצת חברות דו-קומתית רצויה יותר מאשר קיומן של חברות ציבוריות נפרדות שאין להן בעל שליטה אחד.³ אני בספק אם ניתן לזהות בספרות אמירה גורפת וכוללנית בעד מבנה

¹ יתכן שמעל קומה ראשונה זו של חברת אחזקות ציבורית יתקיימו במבנים שונים חברות אחזקות פרטיות אך אלו אינן רלוונטיות לעניינינו ולכן אינן ממוספרות להלן.

² לטענה אפשרית של התמחות וצורך בהקדשת מירב המן לניהול כל תת קבוצה ניתן להשיב בכך שגם היום יש חפיפה פרסונאלית רבה בין מועצות המנהלים של חברות אחזקה שונות באותה קבוצה.

³ או קבוצת חברות שבעל השליטה בהן מחזיק בהן כחברות אחיות במישרין או באמצעות חברת אחזקות פרטית.

השליטה הראשון או השני. התשובה תלויה במצב ההתפתחות של הכלכלה הנדונה, של שוק ההון, של דיני התאגידים, מהמבנה הספציפי של קבוצות שונות, מתחומי הפעילות של החברות בקבוצה, מזהות ותפקוד בעלי השליטה ועוד. הנחתי היא כי קבוצת חברות אופקית דו-קומתית יכולה לקום או להישמר גם מתוך מוטיבציות שעולות בקנה אחד עם הרווחה החברתית כגון סינרגיות בין חברות, היתרונות של ניהול משותף, יתרונות גודל שאינם עולים כדי פגיעה בתחרותיות וכדומה.

קיום קבוצות בעלות מבנה אופקי דו קומתי גם מאפשר למשקיעים מן הציבור לבחור האם להשקיע בחברת הבת בקומה השנייה בעלת הפעילות בסקטור אחד או בחברת האם, בקומה הראשונה, חברת האחזקות, המבזרת את השקעותיה וסיכונה.⁴

הנחתי היא כי המחוקק של דיני התאגידים יתקשה לזהות ולהגדיר אילו קבוצות חברות דו-קומתיות רצויות ואילו לא. הוא יכול לקבוע ברמת וודאות יותר גבוהה כי קבוצת חברות מרובת קומות משרתת בעלי שליטה על חשבון המשקיעים מן הציבור והציבור בכללותו מאשר כי קבוצת חברות דו-קומתית עושה זאת. לכן מוצדק יותר להטיל את הנטל הנוסף המוטל על חברות פער על הקומות השלישית ומטה בפירמידה. יש לזכור כי נטל זה, עלויות ניהול ואבדן הזדמנויות עסקיות, עשוי להיות מוטל לא רק על בעל השליטה אלא גם על המשקיעים האחרים ועל הציבור בכללותו ולכן יש לנקוט זהירות בהטלתו.

ההצעה לפטור את הקומה השנייה מתחולת כללי חברות הפער יכולה להביא לכך שבקבוצות חברות בהן קיימת יותר מקומה אחת של חברות אחזקה ימוזגו או יבוטלו על פני זמן דרגי הביניים של חברות האחזקה כדי להעלות את החברות בהן מתקיימת הפעילות העיסוקית הממשית לקומה השנייה באופן שיוציאן מהגדרת חברות פער. בקבוצות בהן לא יוצמצמו קומות חברות האחזקה ימצאו עצמן חברות פעילות עסקית ממשית רבות בתחת המשטר המכביד על בעלי השליטה והמגן על הציבור של חברות פער.

אי החלת כללי חברות הפער של חברות הקומה השנייה, להבדיל משינוי הגדרת חברת פער, לא ישליך באופן ישיר על היקף תחולת משטר חברות הפער על הקומה השלישית. לכן, ההצעה יכולה לתמרץ קבוצות חברות להעביר חברות של פעילות ממשית שמצויות היום בקומות השלישית ומטה, כחברות בנות ציבוריות של חברות פעילות ממשית ציבוריות אחרות בקבוצה, לקומה השנייה כחברות בנות של חברת האחזקות.

הצעתי אינה מונעת את האפשרות לקיום קומה שלישית בקבוצת החברות. בעלי השליטה יוכלו להוסיף ולהחזיק חברות בקומה זו, כשלב ביניים בהתארגנות מחדש, או כמצב קבע, בכפוף לכללי חברות הפער. אם ימצאו בעלי השליטה בכללים אלו נטל כבד מדי יוכלו במשך הזמן למזג חברות אלו לתוך חברות הקומה השנייה (שיש להניח שפעולות בתחום קרוב), להפכן לחברות בת בעלות מלאה של חברות הקומה השנייה (וממילא אינן ציבוריות כשלעצמן) או למכור את השליטה בהן.

הצעתי אינה מונעת כמובן קיום פער ומינוף הוני בקומה השנייה. מי שיחזיק 50% בחברת אחזקה שתחזיק ב-50% בחברת קומה שניה ישלטה בה למרות שיחזיק רק 25% מההון שלה.⁵ אולם גם המלצות הוועדה אינן שואפות למנוע קיום פערים. מטרתן, כפי שאני מבינן, היא לצמצם את התמריצים שיוצר מבנה פירמידלי כשלעצמו לניצול הפער לטובת בעל השליטה. בכל חברה בה יש בעל שליטה קיים פער. בכל חברה הממונפת באמצעות חוב

⁴ קיום יותר מקומה אחת של חברות אחזקה אינו מיטיב עם המשקיעים מן הציבור. השקעה בדרג הראשון והביניים של חברת ההשקעות מהווה לפי המלצות הוועדה דופליקציה שיש למנוע את הכללתה במדדים ויש להגביל את רישומה למסחר.

⁵ ניתן להגיע גם לפער מעט יותר גדול. כך מי שיחזיק ב-45% מהמניות בחברת האחזקה וב-45% מהמניות בחברת הפעילות שבקומה השנייה ישלטה בחברה זו (ככל ששליטתו בשתייהן מבוצרת) למרות ששיעור אחזקותיו בהון החברה בקומה השנייה יהיה רק 20.25%.

מבנקים או הנפקת אג"חים יש ניגוד אינטרסים. יש מדינות בהן מותר ליצור גיוון בזכויות ההצבעה גם בחברות ציבוריות. מצבים אלו יוצרים בעיות מוכרות ומגוון אמצעים כבר קיים כדי לנסות ולצמצם בעיות אלו.

להערכת הצעתי יוצרת איזון סביר שמתמקד בהיבטים הפירמידליים של הפער. ראוי לנסות לפני נקיטת אמצעים יותר מרחיקי לכת שיקשו גם על קיום פערים רצויים. הזהירות ראויה גם בשל כך שטרם עמדנו על מידת ההצלחה של תיקון מס' 16 לחוק החברות (שנכנס לתוקף השנה) בהשגת מטרותיו, שחלקן חופפים עם מטרות הוועדה.

ככל שקיים חשש כי גם קבוצות חברות אופקיות דו-קומתיות, שאין בהן שירשור, המינוף בהן מוגבל וקשה לגרוף בהן פרמיות שליטה הנובעות מפירמידאליות, בכל זאת פוגעות בתחרותיות במשק, או כי בעלי השליטה בהן צוברים עוצמה רבה מדי, הרי לא ראוי להתמודד בבעיות אלו באמצעות דיני התאגידים הכלליים. ראוי יותר לטפל בבעיות מוגדרות אלו באמצעות דיני ההגבלים העסקיים, המלצות הוועדה ביחס להפרדה בין החזקות ריאליות ופיננסיות, וכללים ממוקדים העוסקים בבעלות באמצעי תקשורת.

2. הסדרי מעבר

אחד היתרונות של המלצות הוועדה הוא כי ההמלצות אינן מכתיבות לבעלי השליטה מה הוא המבנה התאגידי הנכון של כל קבוצה וכל תחום פעילות ולכן אינה מכתיבה מבנה קבוצה מסוים ואוסרת אחר. אולם היא מטילה נטל משטרי-תאגידי נוסף במצבים הבעייתיים שזוהו, נטל שבעל השליטה יישא בו רק אם התועלת הצפויה להערכתו משימור המבנה עולה על התועלת שבשינוי המבנה. אולם הנטל הנוסף חל גם על מבני קבוצות קיימים שנבנו בהתאם לכללי המשחק הקיימים ולא רק על יצירת מבנים בעתיד.

נכון לדעתי לאפשר לבעלי שליטה לשנות את מבנה הקבוצות שבשליטתם, ממבנים יותר אנכיים למבנים יותר אופקיים, ללא חסמים משמעותיים. ראוי לאפשר מיזוג חברות החזקה בקומות שונות או פירוק חברות החזקה בדרגי ביניים. ראוי לאפשר מיזוג חברת בת ציבורית בעלת פעילות עסקית עם חברת האם שלה שגם היא בעלת פעילות עסקית ממשית. ראוי לאפשר העברת חברה המוחזקת בשירשור בקומה נמוכה למצב בו תוחזק באופן ישיר על ידי חברת האחזקות.

לצורך כך נכון לכלול הסדרי מעבר בתחומי החשבונאות, המס ודיני התאגידים שיאפשרו ארגון מחדש של קבוצות חברות ברוח המלצות הוועדה. להסדרי מעבר מסוג זה יתרון על דחיית תחולת ההמלצות במספר שנים כמוצע על ידי מגיבים שונים. הם יכולים להביא לתחילת שינוי פנימי במבנים פירמידאליים באופן מהיר יחסית. חלק ממטרות הוועדה יושגו, גם ללא, או עוד בטרם, מכירת שליטה בחברות בפירמידה לידיים אחרות. תחולה מידית גם תמנע נסיונות עתידיים לדחות שוב ושוב את כניסתה לתוקף של החקיקה המיישמת את ההמלצות.

3. החלת כללי החלטה שונים על העלאת ערך במעלה הפירמידה ועל בניית אימפריה בתחתיתה

המלצה השלישית היא לאבחן בין שני סוגי בעיות שעשויות להיווצר לבעלי מניות מן הציבור בחברות פער כתוצאה ממבנים פירמידאליים ולהציע פתרונות שונים לשתיהן.

הבעיה הראשונה היא העלאת ערכים במעלה פירמידת השליטה בעיקר באמצעות עסקאות עם חברת האם, עסקאות עם חברות אחרות בקבוצת החברות בהן לבעל השליטה אחוז גבוה יותר בהן, עסקאות עם בעלי עניין אחרים ושכר נושאי משרה. הבעיה השנייה היא רכישות ומיזוגים של עסקים ומיקומם דווקא בתחתית פירמידת השליטה שלא על בסיס שיקולי מיקסום הערך לחברה הרוכשת. הוא עשוי לרכוש פעילות שערכה לבעלי המניות מהציבור שלילי אך יש לה תועלות עקיפות לבעל השליטה, כגון בניית מעמד ציבורי וכוח פוליטי או תקשורתי,

בניית כוח שוק לטובת חברות אחרות בקבוצה, יצירת אימפריה גדולה ומורכבת יותר המאפשרת לבעל השליטה יותר דרכים ויותר הצדקות לגריפת פרמיות שליטה, מינוף ונטילת סיכונים גבוהים יותר ברמה אותה לא היה מוכן בעל השליטה לשאת בקומה גבוהה יותר בקבוצה.

שני המצבים משפיעים בצורה שונה על בעלי מניות מן הציבור. העלאת ערכים במעלה הפירמידה פוגעת בבעלי המניות מן הציבור שבקומות הנמוכות אך מועילה לבעלי המניות מן הציבור שבקומה אליה מועבר הערך ובאלו שבקומות שמעליה.⁶ לעומת זאת הבעיה השנייה פוגעת בבעלי מניות מן הציבור בכל הקומות כשיעור אחזקותיהם העקיף והמשורשר בחברה הרלוונטית בתחתית הפירמידה.⁷

מצבים מהסוג הראשון מתאפיינים בניגוד אינטרסים מובנה בין המתקשרים בעיסקה. לכן יש הגיון כי בהם יינתן משקל רב לעמדת בעלי מניות המיעוט של חברת פער המתקשרת שמצויה בקומה נמוכה של הפירמידה. זאת עד כדי שלילת זכות ההצבעה מבעל השליטה וממי שיש לו זכויות הוניות עקיפות ודרישת אישור רוב מקרב בעלי מניות המיעוט באסיפה הכללית של החברה. זה עולה בקנה אחד עם דרישות חוק החברות מאז תיקון 16 ועם המלצות הוועדה.

בעסקאות שעשויות ליצור בעיות מהסוג השני כשלעצמן אין ניגוד אינטרסים בין המתקשרים. בעיות מהסוג השני שייכות לקבוצה גדולה יותר של מצבים שבחלקם גם אין ניגוד אינטרסים פוטנציאלי בין בעל השליטה לציבור. מעסקאות רכישה בתחתית הפירמידה מושפעים גם בעלי מניות מן הציבור במעלה הפירמידה וגם בעל השליטה כחלקו בהון.

ההמלצה הנוכחית של הוועדה מעניקה לבעלי מניות המיעוט בחברת הפער שבתחתית הפירמידה משקל מורחב בהצבעה שעולה על חלקם בהון גם על חשבון בעלי מניות אחרים מן הציבור וגם על חשבון בעלי שליטה. מחצית מבעלי המניות מן הציבור שיטרוח להצביע באסיפה הכללית יכולים למנוע רכישה שתיראה לבעלי מרבית בעלי הזכויות בהון מקרב הציבור (לרבות אלו שיש להם זכות בהון באמצעות אחזקה בקומה גבוהה יותר) כרצויות לחברה.

לכן הצעתי היא כי במצבים מהסוג השני תינתן זכות הצבעה לכל מי שיש לו אינטרס הוני בחברה בהתאם לשיעור האחזקה שלו בהון החברה. ניתן להקביל הצעה זו להרמת מסך ההתאגדות של החברה האם המחזיקה במניות חברת הבת אד-הוק לצורך הצבעה. לחלופין הגישה המוצעת מקבילה לזו של pass-through taxation המתעלמת מהישות התאגידית של דרגי ביניים לצרכי מס וממסה את בעלי המניות הסופיים.

יהיה מי שיטען כי הצעה כזו קשה ליישום. אולם לטעמי בעידן של טכנולוגיית מידע מפותחת, של אפשרות הצבעה באמצעות פרוקסי ואינטרנט, של מצביעים שרובם משקיעים מוסדיים מתוחכמים, של קיום חברות יעוץ להצבעה, קשיי היישום נמוכים משמעותית מאשר בעבר. בנוסף, בשל העובדה שהצבעה מסוג זה תידרש רק במצבים של רכישת פעילות משמעותית, רכישת גרעין שליטה בחברה ציבורית או גיוס הון בהיקף משמעותי הרי שהפעלת המנגנון תהיה נדירה. יתכן שעצם קיום הדרישה יפחית עוד יותר את הצורך בהפעלת המנגנון.

⁶ מובן שאם בסופו של דבר יועבר כל הערך לחברה פרטית יפגעו בעלי המניות מהציבור שבכלל הקומות אולם תוצאה כזו תתקבל רק לאחר שורה של החלטות בחברות ציבוריות בהתאם לכללים שחלים ויחולו על החלטות אלו ושלחן יהיו שותפים בעלי המניות מן הציבור בקומות הגבוהות. אפשר גם שהעברת הערך תדלג על שלבים למשל תשלום בעד שירותי ניהול עם חברת האחזקה או רכישת נכס מבעל השליטה.

⁷ היא עשויה גם ליצור יתרון לבעלי מניות מן הציבור בחברות אחרות בקבוצה.

אין סיבה להניח זהות בין בעלי המניות בקומות השונות. גם אם רבים מבעלי המניות בקומות השונות הם ברובם משקיעים מוסדיים אין אלו אותם משקיעים דווקא. יתכן שבחלק מהקומות יהיו בעלי מניות פרטיים בעלי אחזקות משמעותיות שאינן עולות כדי שליטה.

יתרון מסויים של הצעה זו הוא בכך שהיא מאפשרת לבעלי מניות מהציבור בקומות הגבוהות בפירמידה להשמיע את קולם בעניין מיקום החברה או העסק הנרכשים בתוך הפירמידה. למשל יתכן שהאינטרס שלהם הוא כי החברה הנרכשת תירכש על ידי החברה בקומה הגבוהה שהם מחזיקים במניותיה ולא החברה בקומה הנמוכה. סביר כי ההזדמנות העסקית לרכוש את חברת המטרה היא הזדמנות עבור מספר חברות בקומות שונות בקבוצה. כאשר ניתנת לבעלי המניות מהקומות השונות זכות להצביע יוכלו אלו לנסות להשפיע על המיקום של הרכישה בין אם בהצבעה או במשא ומתן קודם להצבעה.⁸

להצעה זו יתרון נוסף, היא אינה מבטלת את קולם של בעלי שליטה. בעלי השליטה יוכלו גם הם להצביע כשיעור אחזקתם בהון החברה. ככל שישרשרו יותר קולם יהיה קטן יותר. זה מוצדק משום המחוקק אינו יכול לקבוע קטגורית אילו עסקאות שאינן בניגוד אינטרסים הן עסקאות בעלות ערך שלילי, אילו מקנות לבעלי השליטה ערך עקיף שלא באמצעות ההון ואילו הן ברמת סיכון שטובה לבעל השליטה אך גבוהה מדי עבור בעלי המניות מן הציבור. המחוקק מתקשה להבחין ביניהן לבין עסקאות שבעל השליטה שואף לקדם מתוך הבנתו, על בסיס הידע והימומות שלו, כי הן בעלות ערך חיובי, סיכון ראוי, ומקדמות את טובת החברה. לכן קשה להצדיק בסוג עסקאות זה ביטול מוחלט של קולם של בעלי השליטה.

יתרון זה נותן מענה, לפחות חלקי, לחשש שהובע בדעת המיעוט בוועדה שהסתייגה מחלק מההמלצה מספר 9.

מובן שיש במתן זכות הצבעה לבעלי שליטה משום חיזוק של יכולתם להעביר החלטות באסיפה הכללית ככל שבעלי המניות מן הציבור בחברה זו ובחברות שמעליה יהיו אדישים. זה יאפשר אולי לקבל אישור של האסיפה כללית להחלטות גבוליות. אך החלטות בעלות משמעות בעייתית במיוחד עבור הציבור יכולות להיות מוכשלות על ידי הציבור הנהנה מרוב משמעותי באסיפה הכללית של חברת הפער שבקומה נמוכה של הפירמידה ואשר מצביע באמצעות משקיעים מוסדיים אשר לפי המלצה 12 נדרשים להיות יותר מעורבים.

יתכן שעסקאות יאושרו על ידי בעלי המניות מתוך הערכה כי הן בעלות ערך לחברה למרות שבעלי השליטה יזמו אותן כדי שיגדילו את האימפריה ואת האפשרויות לגריפת פרמיית שליטה במעלה הפירמידה. אולם ביחס לעסקאות כאלו קיים קו הגנה שני. בעת אישור עסקאות העברת הערך ישתתפו בהצבעה רק בעלי המניות מן הציבור ולא בעל השליטה.

הצעתי השלישית, כמו יתר ההמלצות שחלות רק על חברות פער, לא תחול לפי הצעתי הראשונה על חברות פער שבקומה השנייה. השילוב בין שתי ההצעות צפוי לתמרץ בעלי שליטה למקם חברות שירכשו בקומה השנייה של הפירמידה כדי להימנע מכללי חברות הפער. למצער השילוב ביניהן יתמרצם למקם את החברות הנרכשות גבוה בפירמידה כדי להגדיל את משקל קולות ההצבעה שלהם בעת אישור העסקה.

אולם ניתן לקבל המלצה זו ביחס לשיטת ההצבעה גם אם המלצתי הראשונה ביחס לפטור לחברות הקומה השנייה נדחית, ולהיפך. אין בין שתי ההמלצות קשר הכרחי. גם הצעתי השנייה, ביחס להסדרי מעבר, יכולה להיות רלוונטית כשלעצמה, אף אם הצעותי האחרות לא יאומצו.

⁸ להצעה זו מלווה חשש שהם יצביעו באסיפה שלא מתוך טובת החברה ביחס אליה הם מצביעים. אולם בכל הצבעת בעלי מניות באסיפה, לרבות זו המוצעת על ידי הוועדה, קיים חשש להצבעה מתוך ניגוד עניינים.