



27 בנובמבר 2011

לכבוד,

הועדה להגברת התחרותיות במשק

באמצעות דוא"ל

מכובדי,

הנדון: טיוטת ההמלצות של הועדה להגברת התחרותיות במשק

בשם מרשינו, איגוד החברות הנסחרות בבורסה, אנו מתכבדים להגיש לכם נייר עמדה זה, שעניינו הפרק בטיטות ההמלצות של הועדה להגברת התחרותיות במשק, העוסק בסוגיית השליטה בחברות ציבוריות באמצעות מבנה החזקות פירמידאלי.

אנו מבקשים להופיע בפני הועדה, ולהישמע בפניה בעל פה בנושא זה.

לנייר עמדה זה מצורפת כנספח חוות דעתו של השופט ויליאם אלן, פרופסור מומחה בעל שם עולמי בתחום דיני החברות ולאורך שנים נשיא בית המשפט לדיני חברות במדינת דלוור שבארצות הברית.

כלכלת ישראל כשדה ניסויים

הועדה סבורה כי קיימת בעייתיות בהגנה על המשקיעים בחברות הפער בישראל; ספק רב בעינינו אם כך הדבר, אולם גם אם צודקת הועדה בבעיה שהיא מזהה, כפי שנראה, הפתרונות שהועדה מציעה הרפתקניים ושגויים.

תחת ידי הועדה יצאה טיוטת דין וחשבון הכוללת המלצות מסוכנות למשק הישראלי, בעייתיות בצורה בלתי רגילה, מרחיקות לכת, חסרות מקבילה בעולם וחסרות תקדים.<sup>1</sup> המלצות הועדה מבוססות באופן שגוי לחלוטין על מודלים תיאורטיים ורעיונות אקדמיים.<sup>2</sup> הן מקיפות מספר רב ביותר של חברות ציבוריות, המהוות אחוז ניכר מכלל החברות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בת"א ונדבך מרכזי במשק הישראלי. קבלתן תהפוך את כלכלת ישראל כולה לשדה של ניסויים ברעיונות מסוכנים, שנוקם המיידני וארוך הטווח עולה מונים רבים על התועלת השולית, אם בכלל, העשויה לצמוח מהם.

בספרות המקצועית ידועה התופעה, לפיה הון ופעילות עסקית עוזבים מדינה המטילה הכבדות רגולטוריות מוגזמות על העסקים הפועלים בקרבה.<sup>3</sup> דיני תאגידיים, הסוטים באופן כה חריף מהנורמה

<sup>1</sup> ר' דבריו של ראש המועצה הלאומית לכלכלה במשרד ראש הממשלה, פרופסור יוג'ין קנדל, בועדת הכספים של הכנסת ביום 26.10.11.

<sup>2</sup> בהקשר זה ר' גם את דבריו של פרופסור אבי בן בסט בפני הועדה, המצוטטים בעמ' 89 לפרוטוקולים של דיוניה.

<sup>3</sup> D. Murphy, *The Structure of Regulatory Competition: Corporations and Public Policies in a Global Economy*, New York: Oxford University Press, (2004).

המקובלת בעולם המערבי, ויוצרים הכבדות רגולטוריות חסרות אח ורע בעולם, צפויים להביא לכך שחברות רבות תבחרנה למחוק את מניותיהן מהמסחר בבורסה בת"א, ולפגיעה קשה בשוק ההון הישראלי. בנוסף, עלולים דינים אלה לפגוע קשות בנכונותם של זרים להשקיע בחברות ישראליות ובשוק ההון בישראל בכלל, או להמשיך להחזיק בהשקעותיהם הקיימות, ופגיעתם ארוכת הטווח במשק הישראלי צפויה להיות חמורה.

יישום המלצות הועדה צפוי לפגוע באופן מהותי ודרמטי דווקא בשווי החזקות של בעלי המניות מהציבור (מוסדיים והחזקות ציבור ישירות) בחברות הציבוריות המחזיקות בחברות פער, וגם בהחזקות הציבור בחברות הפער עצמן. במסגרת המטרה הכללית, שניצבה נוכח עיני הועדה לצמצם את פעילות הפירמידות, נקלעו ל"קו האש" וייפגעו דווקא נכסי כל אותם בעלי מניות מהציבור, אשר בחרו להחזיק במניותיהן של חברות החזקה או חברות פער במשק.

ישנה אפשרות, לפיה הועדה סבורה שמבני החזקה משורשרים של חברות ציבוריות מזיקים למשק הישראלי. דעתנו שונה; ואולם אף אם הועדה צודקת בחששותיה, הדרך בה בחרה לפסוע, אינה יעילה ואינה לגיטימית. היא אינה יעילה, משום שאוסף ההוראות התאגידיות עליהן ממליצה הועדה יביא לפגיעה קשה בהתנהלות העסקית של חברות ציבוריות רבות מאד במשק הישראלי, ליעילות נמוכה יותר בפעילותן, לשוק הון נכה, לפגיעה קשה בשוק האשראי לחברות, לפגיעה קשה בשוק רכישת החברות, להפקרת חברות ישראליות להשתלטויות זרות ובכך להפיכת המשק הישראלי לעני יותר, ובאופן כללי לפגיעה קשה בכלכלת ישראל. היא אינה לגיטימית, משום שהיא פוגעת לא רק בבעלי השליטה אלא גם בציבור בעלי המניות כולו, המהווה בהגדרה רוב מכל שרשרת החזקות בחברת פער. היא גם אינה לגיטימית, משום שאף אם סבורה הועדה שיש לצמצם מבני החזקה משורשרים בחברות ציבוריות בישראל, אין לעשות זאת על דרך הפגיעה הקשה ברכוש של ציבור בעלי המניות בכלל, ברכושם של בעלי השליטה ובהתנהלות התקינה של חברות ציבוריות במשק הישראלי. אם הועדה צודקת בחששותיה, יש דרכים אלטרנטיביות להתמודדות ולפתרון, והן מוכרות היטב למחוקק הישראלי שכבר נקט בהן בעבר.

אנו קוראים לחברי הועדה לתת משקל משמעותי ביותר לקולות העולים מהגופים ומהאנשים המצויים במרכז העשייה – חברות ציבוריות ומנהליהן, בעלי מניות (מיעוט ושליטה) בחברות הפער ובחברות המחזיקות בהן, אנשי משפט ובנקאי השקעות – קולות המציפים את המשמעות האמיתית, לא התיאורטית, של שינויים כה מרחיקי לכת וחסרי תקדים. אנו גם מדגישים כי המלצות הועדה, אם תתקבלנה, תפגענה פגיעה קשה בזכויותיהן של חברות ציבוריות רבות, בקניינן ובחופש העיסוק שלהן. כל אלה יבואו לעולם בחופזה, ללא תשתית ראויה, אגב קיום מעין-שימוע שכלל אינו עומד בדרישות הדין. מרשינו מוחים על כך נמרצות והם מתכוונים למצות את זכויותיהם שבדין בהקשר לכך.

### בין בעיית הנציג לבעיית הניהול בחברות ציבוריות

חוות דעתו של השופט אלן, מומחה בעל שם עולמי לדיני החברות, אשר כיהן שנים ארוכות כנשיא בית המשפט לדיני חברות במדינת דלוור, ראוייה לתשומת לב מיוחדת של חברי הועדה. בית המשפט לדיני חברות בדלוור נחשב הפורום המקצועי ביותר בעולם לדיני חברות. בית המשפט הזה עומת, לא פעם ולא פעמיים, עם תיאוריות ועמדות שמקורן בבית מדרשו של המומחה לדיני חברות המייעץ לוועדה, פרופ' בבצ'וק; ולא פעם ולא פעמיים דחה בית המשפט בדלוור את העמדות האלה, תוך הבנה ברורה שהן אינן מאוזנות, ואינן מתאימות לניהולן של חברות ציבוריות.

כפי שמסביר השופט אלן בחוות דעתו המצורפת למסמך זה, שני שיקולים מרכזיים צריכים להיבחן בהסדרת פעילותן של חברות ציבוריות: בעיית הנציג מחד, ובעיית הניהול החברות מאידך. שימת דגש על היבט אחד בלבד מבין השניים האלה – כפי שממליץ פרופ' בבצ'וק, וכפי שעושה הועדה בהמלצותיה – מביאה לתוצאות מזיקות מאד לחברות הציבוריות, ועמן למשק בכללותו.

עיון בדו"ח מלמד כי בעוד שהועדה נתנה משקל משמעותי ביותר לחששות שונים מתחום בעיית הנציג (וכפי שנראה בהמשך – כך עשתה הועדה מבלי לבחון באופן ראוי את ההסדרים הקיימים בדין הישראלי לעניין זה, ואת המידע האמפירי שחובה לבחון בהקשרו של תיקון כה מהותי בדיני החברות בישראל), היא התעלמה לחלוטין משיקול מהותי ביותר שחובה היה עליה להביא בחשבון – סוגיית איכות ניהול התאגיד וטיב ההחלטות המתקבלות בו.

לא נחזור על כל האמור בחוות הדעת הברורה והממוקדת של השופט אלן. בקצרה, ניהולה של חברה ציבורית אינו עניין של מה בכך. הניהול דורש מומחיות, ידע רחב, ניסיון, השקעת זמן רבה, הכרה מעמיקה של השווקים בהם פועלת החברה הציבורית, ועוד כהנה וכהנה. כפי שמסביר השופט אלן, וכפי שהדעת נותנת, אלה מצויים בידי הנהלת החברה והדירקטוריון שלה. לא בכדי הפקיד המחוקק בישראל, והפקידו המחוקקים בכל המדינות בהן נוהגת כלכלה מודרנית, את ניהול החברה הציבורית בידי הנהלתה המקצועית ומועצת המנהלים שלה.

כפי שנראה להלן, המלצות הועדה משנות מן היסוד עיקרון חשוב זה ביחס לחברות פער – אלה המהוות חלק ממבנה פירמידאלי ואלה שלא. הועדה מעבירה לידי בעלי המניות, שאינם קשורים לחברה המתזיקה בחברת הפער, את הסמכות להחליט ביחס לשאלות עסקיות מהותיות של חברת הפער. הועדה עושה כך למרות שיש כבר בנמצא בישראל דין קיים ומחמיר ביחס לעסקאות בעלי עניין, ובמיוחד – למרות שהכוח לקבל החלטות עסקיות מהותיות אלה מועבר לציבור בעלי מניות שאינו עונה על אף אחת מדרישות המומחיות, הידע, הניסיון, השקעת הזמן הנדרשת, או היכרות עם השווקים בהם פועלת החברה. ציבור בעלי מניות זה אמור, לשיטת הועדה, לקבל החלטות בסוגיות קריטיות לחברה הציבורית, ללא כישורים, ניסיון, יכולת או אחריות, ומתוך נקודת מבט קצרת מועד ובעייתית מאד.

שום מדינה המוכרת לנו אינה נוהגת כך. שום מדינה לא הפקירה בחוסר אחריות כזה את הניהול בחברות הציבוריות שלה. שום מדינה לא ערטלה את החברות הציבוריות שלה מסמכות הניהול של הנהלת החברה והדירקטוריון שלה. שום מדינה המוכרת לנו לא עשתה כך, משום שצעדים כאלה אינם יכולים אלא לפגוע אנושות באיכות הניהול של החברות הציבוריות. טובה לבעלי המניות לא תצמח מכך, טובה לחברות הציבוריות לא תצמח מכך, ואולם הנזק שייגרם למשק הישראלי לאורך שנים ארוכות, יהיה כבד מאד.

### התעלמות הוועדה מהדואליות המאפיינת את פעולתו של דירקטוריון החברה הציבורית

לדירקטוריון החברה הציבורית שני תפקידים עיקריים: להתוות את המדיניות העסקית של החברה ולקבל את ההחלטות העסקיות המרכזיות בה, מחד, ולפקח על פעילות הנהלת החברה ולמנוע מבעלי השליטה מלנצל את כוחם לרעה על חשבון מיעוט בעלי המניות, מאידך.

ברור שבין שני התפקידים האלה קיים מתח מובנה, הן בפעולת הדירקטוריון והן בהרכבו:

בפעולת הדירקטוריון – משום שהדירקטוריון נדרש לבקר את פעילות הנהלת החברה ואת התנהלותה העסקית של החברה, כאשר הדירקטוריון עצמו הוא שקבע בשנה החולפת את המדיניות העסקית של החברה, ואף אישר את ההחלטות העסקיות העיקריות שלה. במידה רבה נדרש הדירקטוריון לבקר בדיעבד החלטות שהוא עצמו אישר או קיבל. יותר מכך, הוא נדרש לבקר את פעילותה של הנהלת החברה, ולמנוע מבעלי השליטה מלנצל את כוחם לרעה על חשבון בעלי מניות המיעוט, כאשר בדירקטוריון יושבים נציגים של אותה הנהלה עצמה ושל בעל השליטה בחברה.

בהרכב הדירקטוריון – משום שהדירקטוריון נדרש למומחיות רבה בתחום פעילותה של החברה, וזו מצויה בעיקר אצל הנהלת החברה ולעתים אצל בעל השליטה בה, ובמקביל עליו לפקח על אותה הנהלה ממש וכן למנוע מבעל השליטה מלנצל את כוחו לרעה על חשבון בעלי מניות המיעוט בחברה. לכן כולל הדירקטוריון בהרכבו הן דירקטורים "פנימיים" – מקרב הנהלת החברה ובעלי השליטה בה, והן דירקטורים "חיצוניים" – כאלה שאינם קשורים להנהלת החברה או לבעלי השליטה בה. הרכב הדירקטוריון – דירקטורים פנימיים לעומת חיצוניים – וכן הרכב הוועדות שלו וסמכויותיהן, באים לאזן בין תפקידו הניהולי של הדירקטוריון ובין תפקידו הפיקוחי.

כבר היום מושם בדין הישראלי דגש רב מאד על תפקידו הפיקוחי של הדירקטוריון, הן בהרכבו והן בדפוסי פעילותו. הדגשת התפקיד הפיקוחי באה על חשבון תפקידו הניהולי של הדירקטוריון. יותר מכך, ככל שרבה יותר עצמאותו של דירקטור, כך בדרך כלל גדל המרחק בינו ובין תחום עיסוקה של החברה, וקטנה מומחיותו של הדירקטור ורמת ידיעותיו ביחס לתחום עיסוקה של החברה, ובמקביל מצטמצמת יכולתו לפקח באופן אפקטיבי על הנהלת החברה. ניגוד העניינים אמנם קטן ועמו בעיית הנציג, אך עמם קטנים הן יכולתו של הדירקטוריון לקבל את ההחלטות העסקיות הטובות ביותר, והן יכולתו לפקח באופן אפקטיבי על הנהלת החברה.

כפי שנראה להלן, המלצות הוועדה מטות את הרף עוד יותר – ויותר מדי – לכיוון תפקידו הפיקוחי של דירקטוריון החברה. הטיית-יתר זו, גם היא, מדגישה מאד את הרגישות של הוועדה לבעיית הנציג בחברה הציבורית, לעומת האדישות שהיא מגלה ביחס להכרח להבטיח כי תתקיים בחברה הציבורית רמת הניהול הטובה ביותר. תועלת לרמת הפיקוח של הדירקטוריון על ההנהלה מבחינת ניקיון כפיה, ותרומה להפחתת ניגוד העניינים בדירקטוריון עצמו, תצמחנה מכך, אם בכלל, בשוליים; ואולם הנזק שייגרם מהמלצות הוועדה לרמת הניהול של החברה, ליכולתו של הדירקטוריון להתוות ביעילות את פעילותה העסקית, וליכולת הדירקטוריון לפקח על טיב ההחלטות העסקיות של הנהלת החברה, יהיה מוחשי וממשי, והוא ישתקף לרעה ולאורך שנים בתוצאות פעילותן של חברות ציבוריות רבות בישראל.

### הסכנות הפוטנציאליות שרואה הועדה לנגד עיניה

בעוד שהדו"ח שהועדה הוציאה תחת ידה משופע בניתוחים תיאורטיים המתארים שלל סכנות פוטנציאליות הנובעות מקיומם של מבנים פירמידאליים במשק, אין בו כל ראייה מוחשית ביחס להתרחשותן בפועל של הסכנות הללו. לא טוב הדבר. אין די בסיכונים תיאורטיים, הלוקחים מעולם האקדמיה, והשמים דגש מופרז על מרכיב אחד בלבד במכלול השיקולים הרלוונטיים לעולמה של החברה הציבורית, כדי להצדיק את ההמלצות מרחיקות הלכת שיצאו תחת ידה של הועדה.

בנוסף, נראה כי בחינה פרטנית של הסיכונים התיאורטיים עליהם הצביעה הועדה מלמדת כי חלקם אף אינם קיימים בפועל, אינם כה חמורים כפי שמצטייר מדו"ח הועדה, או שהם כבר מטופלים על ידי הרגולציה הקיימת.<sup>4</sup>

שלושת הסיכונים הפוטנציאליים עליהם הצביעה הועדה הם פגיעה ביציבות המשק, פגיעה בתחרותיות, ופגיעה בבעלי המניות מהציבור.

פגיעה ביציבות המשק: בניגוד לתפישת הועדה, לפיה מבני החזקה פירמידאליים עלולים לגרום לסיכונים מערכתיים למשק, מצביע מידע אמפירי עדכני על כך שההיפך הוא הנכון. במחקר שבחן את אופן התמודדותם של קונגלומרטים ושל חברות בעלות עיסוק בודד בעת המשבר הפיננסי של 2008-2009, נמצא כי ערך הקונגלומרטים עלה משמעותית בהשוואה לערכן של החברות בעלות העיסוק הבודד.<sup>5</sup> המחקר מצביע על שתי סיבות ודאיות לתוספת ערך מובהקת זו – נגישות גבוהה יותר לשווקי האשראי, וקיומו של שוק הון פנימי בתוך הקונגלומרט, המבטיח ניצול יעיל יותר של הון החברות. גם בדו"ח הועדה מופיע מחקר, לפיו סיכויי השרידות של החברות המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות גבוהים יותר מאשר אצל יתר החברות,<sup>6</sup> אך גם נתון חיובי זה קיבל בדו"ח הועדה פרשנות שלילית. הועדה לא הציגה כל קישור בין החשש ליציבות המשק לבין התחולה הרחבה של המלצותיה.

פגיעה בתחרותיות: בעוד שהועדה הציגה מספר ניתוחים לפיהם ישנם ענפים במשק הריכוזיים יותר מאחרים, המלצותיה חלות על כלל ענפי המשק כאחד, וגוזרות גזירה שווה על ענפים שהם תחרותיים ויעילים ועל ענפים שאינם כאלה. בנוסף, לפי טיעוני הועדה, סכנה פוטנציאלית זו רלוונטית רק עבור אותן חברות השייכות לקונגלומרטים הפועלים במספר שווקים בו זמנית, ולא עבור כל חברת פער פוטנציאלית. אף אם קיימת בעיה בממשקים מרובי שווקים, נוגעת בעיה זו למספר קטן ביותר של חברות, בוודאי שלא לכל אחת מהחברות שמגדירה הועדה כחברת פער. מכאן ברור, שהמענה לסכנה אפשרית זו צריך להיות מצומצם בהיקפו, ולהתמקד ברמה הענפית, מקום בו קיימת ריכוזיות ענפית. סיכון תיאורטי זה אינו יכול להצדיק כל שינוי בדיני התאגידים, ובמידת הצורך יש לטפל בו באמצעות דיני ההגבלים העסקיים.<sup>7</sup>

<sup>4</sup> בהקשר זה ר' גם את דבריו של ד"ר יעקב שיינין בפני הועדה, המצוטטים בעמ' 188 לפרוטוקולים של דיוניה.

<sup>5</sup> V.Kuppuswamy, B.Villalonga, "Does Diversification Create Value in the Presence of External Financing Constraints? Evidence from the 2007–2009 Financial Crisis." Harvard Business School Working Paper, No. 10-101, (2010).

<sup>6</sup> ר' עמ' 296 לדו"ח הועדה.

<sup>7</sup> בהקשר זה ר' גם את דבריו של פרופסור ישי יפה בפני הועדה, המצוטטים בעמ' 34 לפרוטוקולים של דיוניה.

בנוסף לכך, הועדה לא בדקה אפשרויות אלטרנטיביות להתמודדות עם הריכוזיות במשק הישראלי, במידה ובמקומות שריכוזיות זו אכן קיימת, כגון הסרה של חסמים בירוקרטים ורגולטורים.

פגיעה בבעלי המניות מהציבור: דיני התאגידים בישראל כבר כוללים מספר לא מבוטל של הסדרים שתכליתם לטפל בבעיית הנציג. הסדרים אלו נחשבים למתקדמים מאוד מבחינה בינלאומית וישראל אף מדורגת בתחום ההגנה על המשקיעים, על ידי ה-World Economic Forum, במקום החמישי מתוך 129 מדינות המופיעות בסקירתו.<sup>8</sup> במשך 12 שנות קיומו של חוק החברות, התשנ"ט-1999 ("חוק החברות") הוקמו ועדות רבות בידי ממשלות ישראל ורשויותיה, ובהן בין היתר ועדת גושן, ועדת חמדני וכן ועדת נאמן, שמטרתן הייתה להוביל לשיפור מהותי של הממשל התאגידי בישראל, ואשר בעקבותיהן עבר חוק החברות תיקונים רבים, ועוד לא יבש הדיו על האחרון שבהם.<sup>9</sup> הועדה לא בחנה כראוי האם התיקונים החשובים הללו, ובראשם תיקון 16 לחוק החברות, נותנים מענה לחששותיה התיאורטיים והלא מאוזנים. יתרה מכך, הואיל והועדה לא הציגה כל ראייה מוחשית לכך שבעיית הפגיעה במשקיעים מהציבור תמורה יותר בחברות פער מאשר בחברות רגילות;<sup>10</sup> מעבודת הועדה כלל לא ברור מדוע אין די ברגולציה הנוכחית ומדוע יש לקבוע הסדרים חדשים ומרחיקי לכת עבור חברות פער. בנוסף, יש לשקול את האפשרות כי לפחות בחלק מן המקרים, דווקא השתייכותה של חברת הפער לקבוצה עסקית מבוססת, או כזו שיש לה מוניטין שהיא מונהגת היטב, מעניקה לחברת הפער חלק משוויה, ומביאה לכך שהמשקיעים מהציבור בחרו להשקיע בה. זאת ועוד, בעוד שהועדה מצטטת חומר תיאורטי רב על כך שיתכן שבעל שליטה דומיננטי בחברה יוצר בעיית נציג, היא מתעלמת מכך שהיעדרו של בעל שליטה מעין זה, יוצר בעיית נציג קשה לא פחות, עקב היעדר פיקוח יעיל על מעשי ההנהלה;<sup>11</sup> ועוד יותר מכך מתעלמת הועדה מההשלכות החמורות שתהיינה להכפפת החלטות החברה בסוגיות מהותיות של חייה העסקיים השוטפים לאישור אסיפת בעלי המניות.

### הפגיעה במשק הישראלי ובקניין החברות הציבוריות נוכח רטרואקטיביות ההמלצות

יישום המלצות הועדה ביחס לחברות פער קיימות, וביחס לחברות המחזיקות בחברות פער קיימות, עולה כדי שינוי רטרואקטיבי מובהק בדין, ויש להימנע ממנו.<sup>12</sup> שינוי זה משמעו התערבות שלטונית גסה באינספור חוזים והסכמים במשק הישראלי, פגיעה בזכות ההסתמכות של בעלי הקניין, ופגיעה בציפיות הסבירות שלהם.<sup>13</sup> החלת ההמלצות ביחס לחברות פער קיימות, כמו כל שינוי רטרואקטיבי, צפויה גם לגבות מחירים כבדים מהמשק הישראלי. בכל אקט רגולטורי, המשנה את "כללי המשחק" בדיעבד, יש

<sup>8</sup> ר' עמ' 191 ב-World Economic Forum: the global competitiveness report 2010-2011.

<sup>9</sup> חוק החברות (תיקון מס' 17), התשע"ה-2011, ס"ח 1108.

<sup>10</sup> ייתכן כי דווקא ההיפך הוא הנכון. ר' R. Morck, B. Yeung, *Agency Problems in Large Family Business Groups*,

*Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 27, Iss. 4; pg. 367 – 382, (2003), בו נטען כי לא ברור האם בעיית

הנציג בעייתית יותר במבנים עסקיים פירמידאליים מבחברות בהן השליטה מבוזרת.

<sup>11</sup> B. Morck, B. Yeung, *Agency Problems in Large Family Business Groups*, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 27, Iss. 4; pg. 367 – 382, (2003).

<sup>12</sup> ר' רעא 1613/91 אורית ארביב נ' מדינת ישראל, פ"מ מו(2) 786.

<sup>13</sup> ר' רעא 371/89 אילן ליבוביץ נ' א. א. י. אליהו בע"מ, פ"ד מד(2) 309.

כדי לפגוע בוודאות הכלכלית-משפטית במשק ובזכויות המשקיעים בו, על כל המשתמע מכך.<sup>14</sup> משמעות הדברים היא כי יש לקבוע תחולה פרוספקטיבית להמלצות הסופיות של הועדה, כך שהן תחולנה רק ביחס לחברות פער חדשות ורק לגבי החזקות חדשות בחברות פער. בנוסף, אם תחליט הועדה לקבוע תחולה רטרואקטיבית ביחס לחלק מהמלצותיה, חרף הפסול הכרוך בכך, יש הכרח לקבוע תקופת מעבר בת חמש שנים לפחות, בכדי לאפשר התארגנות נאותה של המשק הישראלי ושל המשקיעים המקומיים והזרים לשינויים הרגולטורים הדרמטיים הכלולים בהמלצות.

### הגדרת "חברת פער" ונזקיה

הכוונה להציב רף שרירותי לשיעור החזקותיו של בעל השליטה בהון החברה, רף שמתחתיו תוגדר החברה כ"חברת פער" אם מתקיימים תנאים מסוימים, אינה מתחשבת כלל ברבגוניות מגוון הסיטואציות העסקיות בחברות השונות ובמורכבותן, באיכות הממשל התאגידי בכל חברה, בגודלה, בהיקף הונה, בשאלה האם עיקר פעילותה בישראל או בחו"ל, ובפרמטרים רבים נוספים. הועדה לא הציגה שום תשתית אמפירית או תיאורטית להצבתו של רף שרירותי כזה; היה עליה להימנע מהוראה המנוסחת ככלל משפטי קונקרטי, ותחת זאת – אם בכלל – לקבוע סטנדרטים שבצידם שיקול דעת להגדרתה של חברת פער.

בניגוד לכוונת הועדה, הרף השרירותי שהיא מציעה להגדרת חברת פער ייצור לבעלי שליטה תמריץ שלילי מהותי שלא לרדת אל מתחת אליו. במקום צמצום רמת ההחזקה של בעלי שליטה בחברות ציבוריות, דוחפת המלצת הועדה להגדלת רמות החזקה אלה, ובכל מקרה היא ממריצה בעלי שליטה שלא לרדת אל מתחת לרף האמור. תוצאה מסתברת והכרחית זו מנוגדת לחלוטין למטרותיה המוצהרות של הועדה.

עקב חדשנותו של המונח "חברת פער", היעדר תשתית תיאורטית-אמפירית לקביעת רף שרירותי בהגדרה זו, והעובדה כי כללים מעין אלו כלל אינם מוכרים בעולם, גם אם הועדה תמליץ על רף שרירותי כלשהו, עליו לכלול מקרי קיצון בלבד. הרף שנקבע גורם לחברות רבות מדי להיות מוגדרות כחברות פער, באופן המנותק אפילו מהתשתית התיאורטית – הבעייתית כשלעצמה – עליה התבססה הועדה עצמה.

פרופסור בבציוק, בחוות דעתו לועדה, קובע כי קיימת בעייתיות במצב של שליטה בחברה אגב החזקה של "שבר קטן" ("small fraction") מהונה. במאמר קודם בנושא זה מבהיר פרופסור בבציוק, כי הבעייתיות הזו נגרמת לתפישתו מ"הפרדה קיצונית" ("radical separation"), בין שיעור החזקותיו של בעל השליטה בזכויות ההצבעה בחברה ובין שיעור החזקותיו בהון החברה.<sup>15</sup> אין דבר ואף לא חצי דבר בין עמדה מקצועית זו ובין המלצות הועדה. הגדרת הועדה לחברת פער נוקבת ברף של 50%, רמה השונה באופן קיצוני מהמונח "small fraction", המבטא שיעור של 3% או 5% - בוודאי לא שיעור של 50% או כל שיעור הקרוב אליו. הועדה התנתקה לחלוטין מהתשתית התיאורטית עליה התיימרה להתבסס. ההגדרה

<sup>14</sup> על חשיבותה של הוודאות המשפטית – ר' בה"מ (תל-אביב) 1765/98 עו"ד בלס נ' צ'פניק, פורסם בתקדין, בו נקבע כי "גם כאשר הדין הקיים איננו הדין הרצוי, יש חשיבות מרובה לשמירה על היציבות המסחרית והוודאות המשפטית".

<sup>15</sup> L. Bebchuk; R. Kraakman; and G. Triantis, "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights", Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series. Paper 249 (1999)..

המוצעת למונח "חברת פער" מרחיבה כל כך, עד שהיא יוצרת מציאות בה כמעט כל חברה ציבורית, הנמצאת בבעלותה של חברה ציבורית אחרת, תיחשב חברת פער, גם כאשר אחוזי ההחזקה בה גבוהים.

המצאה זו של המונח "חברת פער", מיותרת ומזיקה היא, ויש להימנע ממנה. אם בכל זאת תחליט הועדה להגדיר "חברת פער" ולקבוע לקיומה רף שרירותי, עליה להיצמד לבסיס התיאורטי עליו נשענת הועדה, ולקבוע כי חברה תבוא בגדר הכלל האמור רק בהתקיים הפרדה קיצונית בין שיעור ההחזקה בזכויות ההצבעה של בעל השליטה לשיעור ההחזקה בהון.

כאשר הועדה הגדירה מהי "חברת פער", היא קבעה כי בתנאים מסוימים די בכך שחברה ציבורית אחת תישלט על ידי חברה ציבורית אחרת, על מנת שהחברה הנשלטת תיחשב כחברת פער. תוצאה זו אינה סבירה ואינה מתיישבת עם ההגדרה המקובלת בספרות האקדמית לקבוצה עסקית – "קבוצה של חברות המנהלות פעילות עסקית בשווקים שונים, נתונות לשליטה אדמיניסטרטיבית ופיננסית אחת וקשורות ביניהן בקשרי אמון הדדי, על בסיס רקע אישי, אתני, או עסקי משותף".<sup>16</sup> יתרה מכך, קשה להבין כיצד הגדרת הועדה למבנה ההחזקות שיוצר חברת פער מתיישבת עם הנזקים הפוטנציאליים מהם חוששת הועדה – ממשקים מרובי שווקים, סכנה בהקצאת אשראי לא יעילה או סכנה ליציבות המשק הנובעת מגודלה המשמעותי של הקבוצה וחשיבותה למשק. הניתוק בין ההגדרה האקדמית המקובלת לקבוצה עסקית, לבין הגדרת הועדה למבנה ההחזקות שיוצר חברת פער, מכניס – ללא כל הצדקה – מספר רב של חברות למערבולת חוקית ומסחרית, שאין בינן ובין הריכוזיות במשק, ולא כלום.

בכל מקרה, יש להותיר בידי מחזיקי המניות מקרב הציבור בחברת הפער את האפשרות לקבוע בהצבעה באסיפה הכללית, כי הם אינם מעוניינים שההוראות האמורות תחולנה על החברה. אין לשכוח, כי בעלי מניות רבים מאד מחזיקים במניות של "חברות פער", מן הסתם לשביעות רצונם, שאחרת היו מוכרים זה מכבר את מניותיהם.

## **המלצה 2: הוצאה ממדדים של פעילות כפולה משמעה פגיעה בכלל בעלי המניות הקיימים**

הוצאה של מניות חברות האם ("חברות הדופליקציה") מהמדדים בהם הן נמצאות, תוביל לירידה מהותית בסחירות אותן המניות ולשחיקה במחיריהן, ולפיכך לפגיעה משמעותית במחזיקי מניות חברות האם (הן בבעלי השליטה והן בבעלי המניות מהציבור). הפגיעה הקשה של מהלך זה לא תצומצם למשקיעים בחברות האם, אלא תחול גם על כלל המשקיעים במכשירי ההשקעה השונים במדדים אלו.

הנזק העיקרי מיישום המלצה זו ייגרם לבעלי המניות מהציבור בחברות הדופליקציה, ולא לבעל השליטה, משום שבעל השליטה מחזיק בחברה החזקה אסטרטגית, בעוד שבעלי המניות מהציבור שואפים לרוב להרוויח כתוצאה משינויים בשער המניה. ייתכן שבעל השליטה בחברות אלו אף ייצא נשכר מהוצאת מניות החברה מהמדדים, משום שיוכל לרכוש בעלויות נמוכות את החזקות בעלי המניות מהציבור בחברה.

<sup>16</sup> N. Leff, *Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups Economic Development and Cultural Changes*. Vol. 26, pp. 661-75 (1978).

על הוועדה לבחון היטב את השפעת המלצה זו על המשק הישראלי. נראה, שעל מנת למנוע זעזועים בשוק ההון המקומי ואובדן כספי ציבור בהיקפים העלולים להיות נרחבים, יש להימנע מהוצאתן של חברות הדופליקציה הקיימות מהמדדים, ולהחיל סעיף זה באופן פרוספקטיבי.

בנוסף, ההגדרה של חברת דופליקציה רחבה מדי, שכן היא מתייחסת לפרמטרים חליפיים ולא מצטברים – מחזור פעילות או רווח תפעולי או סך נכסים. נכון יותר לבחון את שאלת הפעילות הכפולה על פי פרמטרים מצטברים.

#### **המלצה 4: מגבלות על יצירת חברת פער חדשה תפגענה בשוק השליטה ותפלינה לרעה חברות ציבוריות**

המגבלות אותן מבקשת הוועדה להטיל על יצירת חברת פער חדשה, משמען שלילת האפשרות לשלם פרמיית שליטה לגיטימית עבור דבוקת שליטה, בחברה אשר תהפוך בעקבות הרכישה לחברת פער. כידוע, רוכשי דבוקת שליטה מוכנים לשלם במקרים מסוימים פרמיית שליטה מטעמים לגיטימיים, ואף הספרות המשפטית,<sup>17</sup> והפסיקה,<sup>18</sup> מכירות בכך. לפיכך, בספרות ובפסיקה קיימת גישה מאוזנת, לפיה יש לעשות הבחנה בין פרמיית שליטה מותרת ולגיטימית (בה אין להתערב כלל) לבין פרמיה המשתלמת כנגד פגיעה בבעלי המניות האחרים.<sup>19</sup>

בעלי שליטה יעילים מפיקים תועלת מעמדת השליטה, לא מהעברת משאבים מהתאגיד לרשותם, אלא באמצעות פעולות להשאת ערך התאגיד עבור כלל המשקיעים, ואין כל סיבה למנוע מבעד את רכישת השליטה.<sup>20</sup> המלצת הוועדה שוללת פעילות כלכלית לגיטימית במקום להתמודד עם הפתולוגיה של פעילות זו.

יתרה מכך, בעוד שהוועדה מציינת מספר פעמים כי פרמיית השליטה בישראל גבוהה באופן יחסי, היא אינה מביאה כל נתון המתייחס לשאלה האם בעל שליטה, בחברה שאינה חברת פער, מקבל בעת מכירת דבוקת השליטה פרמיית שליטה הנמוכה מזו שמקבל בעל שליטה בחברת פער. אם הוועדה מוצאת פגם בעצם קיומה של פרמיית שליטה, קשה להבין מדוע בעל שליטה בחברה שאינה חברת פער יוכל לדרוש פרמיית שליטה, ואילו בעל שליטה בחברת פער יהיה מנוע מכך.

המלצה זו של הוועדה גם תייקר את רכישת השליטה בחברות ובכך תצמצם את שוק העברות השליטה בישראל, תמנע ביצוע עסקאות יעילות שתועלתן רבה, תגביר את הריכוזיות, ותפגע בדינמיות העסקית במשק. המלצת הוועדה משמעה גם פגיעה קשה במוביליות הכלכלית-חברתית בישראל, אגב קיבועם של בעלי ההון הנוכחיים כבעלי השליטה בחברות הציבוריות בישראל. זהות בעלי השליטה בישראל ותולדותיהם האישיות ממחישות היטב, כי ישום המלצה זו יפגע לכן לא רק ביעילות הכלכלית של המשק הישראלי, אלא גם במוביליות של הבעלות על חברות בישראל מן הפן החברתי.

<sup>17</sup> אירית חביב-סגל, *דיני חברות – לאחר חוק החברות החדש* (כרך ב', 2004) תשנ"ט, 479-482, שם צוין כי "מותר לבעל השליטה להפיק תמורה לא שוויונית כנגד מניותיו, המשקפת את הערך הכלכלי של השליטה על קבלת ההחלטות בחברה".

<sup>18</sup> תצ (ת"א) 26809-01-11 *דב כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ*, פורסם בנבו.

<sup>19</sup> אירית חביב סגל, *דיני חברות – לאור חוק החברות החדש* (כרך א', 2004), 432.

<sup>20</sup> L. Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 Q. J. ECON. 957 (1994).

ההמלצה אף יוצרת אפליה בוטה בין חברות ציבוריות לחברות פרטיות בעת רכישת חברה ציבורית, אפליה העולה כדי פגיעה מהותית ביכולת התחרות של חברות ציבוריות. כך נגזר מהעובדה לפיה רכישת חברה ציבורית בידי חברה ציבורית אחרת תצמיח כמעט תמיד חברת פער, בעוד שאותה רכישה, אשר תתבצע על ידי חברה פרטית, לא תביא לתוצאה האמורה. רכישה של חברה ציבורית אף תהפוך יקרה יותר עבור חברות ציבוריות לעומת אלה הפרטיות, ובכך ייפגעו התחרות והקצאת המשאבים היעילה במשק.

### המלצה 5: מתן "זכות יציאה" לבעלי מניות המיעוט והשלכותיה הקשות על המשק הישראלי

ראשית דבר, לא ברור כלל מדוע ישנו צורך במתן "זכות יציאה" לבעלי המניות מהציבור. זכות יציאה קיימת עבורם בכל עת, היות שבהגדרה חברת הפער היא חברה ציבורית, ולפיכך נסחרות מניותיה בבורסה.

הברירה שמציעה הועדה להעמיד בפני החברה האם, למכור את החזקותיה בחברת הפער או לרכוש את מניות הציבור, ברוב המכריע של המקרים, אינה מייצגת חלופה ריאלית. בעלי השליטה בחברת הפער לא יהיו, ככלל, בעלי אמצעים נזילים לביצוע עסקת הרכישה. מכאן, שהמלצה זו של הועדה מיועדת כולה לכפות על החברה האם למכור את החזקותיה בחברת הפער, בסיטואציה זו של הצעת רכש למניות החברה.

בית המשפט העליון כבר הביע דעתו בעבר כי "המנייה היא קניינו של בעל המניה, וציפייתו הלגיטימית היא כי קניין זה יכובד. כיבוד קניין בעל המניה משמעותו אי כפיית מכר המנייה ואי הגבלת עברותיה".<sup>21</sup> חרף קביעה ערכית ועקרונית זו, ממליצה הועדה להכריח את בעל השליטה לוותר על קניינו עקב התפישה, שאינה מגובה בשום תשתית עובדתית או מחקרית-אמפירית, לפיה החלטתו של בעל השליטה אם להיענות להצעת הרכש אינה נקייה משיקולים זרים. עם זאת, במציאות בה מתנהלת חברה ציבורית, דווקא התנהגותו של בעל השליטה מושכלת יותר, ושיקוליו אם להיענות להצעת הרכש עדיפים במקרים רבים, על אלו של בעלי המניות מהציבור מבחינת האינטרס הכולל של המשק.

בקרב בעלי המניות מהציבור עלולים להיגרם עיוותים בהחלטת הניצעים אם להיענות להצעה לרכישת מניותיהם.<sup>22</sup> התנהגותם של בעלי מניות מן הציבור מתאפיינת באדישות רציונאלית ביחס להשפעתה של הצעת הרכש, המביאה לכך שהם אינם מקדישים את המשאבים הנדרשים לקבלת החלטה מודעת ומושכלת.<sup>23</sup> כמו כן, בעלי מניות מן הציבור עלולים להסכים, משיקולים אסטרטגיים המתחשבים בהתנהגות יתר המצביעים, לרכישות בלתי יעילות אשר אינן מעניקות להם את התמורה האמיתית עבור מניותיהם.<sup>24</sup> הווה אומר, בעלי המניות מהציבור עלולים להסכים להצעת רכש אף אם הם עצמם סבורים

<sup>21</sup> ר' עא 2773/04 נצבא חברה להתנחלות בע"מ נ' מאיר עטר ו-35 אחרים, פורסם בנבו.

<sup>22</sup> L. Bebchuk, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, 98 HARV. L. REV. 1695, 1717-1733 (1985)

<sup>23</sup> אוריאל פרוקציה, *דיני חברות חדשים לישראל* 185-186 (1989).

<sup>24</sup> ר' זוהר גושן, *"הצבעה אסטרטגית בדיני חברות: מדיקטטורה לדמוקרטיה"*, משפטים כג 109 (1994).

כי הצעת רכש זו אינה טובה להם.<sup>25</sup> היתכנותו של כשל שוק מעין זה הוכרה הן בחקיקה,<sup>26</sup> והן בפסיקה,<sup>27</sup> ולפיכך נקבעו הסדרים בחוק ובפסיקה אשר נועדו להגן על בעלי המניות ממכירת מניותיהם במחירים שאינם משקפים את שוויין הריאלי.

חיוב בעל השליטה למכור את מניותיו בסיטואציה זו של הצעת רכש (במלים אחרות – חיוב החברה האם למכור את מניותיה בחברה הבת, היא חברת הפער), גם מעקרת את יכולתו של בעל השליטה לנהל משא ומתן על המחיר המשולם לרכישת מניות החברה בידי המציע בהצעת הרכש. יש לזכור כי אין לבעלי המניות שום חלופה לניהול משא ומתן עם הרוכש, זולת באמצעות בעל השליטה או באמצעות הדירקטוריון ובו דירקטורים שמונו בידי בעל השליטה. בכך ניתן תמריץ למציעי הצעות הרכש לנקוב במחיר נמוך, בידיעה שלא יהיה מי שיוכל לנהל עמו משא ומתן להעלאת המחיר. התוצאה תהיה מחיר רכישה נמוך מדי של חברת הפער, שאינו מייצג את ערכה האמיתי כפי שהיה בא לכלל ביטוי במשא ומתן עם הרוכש על המחיר שישלם.

בנוסף לכך, בעל השליטה העיקרי רואה לרוב בהשקעתו מהלך אסטרטגי ארוך טווח. השקעתו כוללת, מטבע הדברים, הכנסת ממון רב לחברה, מתאפיינת בגמישות יציאה מועטה משום שמכירת מניותיו תגרום לרוב לירידה משמעותית בערך אותן המניות, ומחויבותו לחברה מפורסמת ברבים, כך שביצועי החברה משפיעים על המוניטין העסקי ממנו הוא נהנה. מאידך, השקעת בעלי המניות מן הציבור במניות חברת הפער תהיה נמוכה בהרבה בהיקפה הכספי, ובדרך כלל היא מתאפיינת בנזילות גבוהה וביכולת חיסול ההשקעה בהתראה קצרה. השקעתו של בעל מניות מהציבור בחברה אינה נושאת אופי אסטרטגי והוא משקיע לרוב מתוך רצון להפיק רווח מקסימאלי כתוצאה מתנודות בשער המניה.

עקב האמור לעיל, טעות היא מצד הועדה לשלול את ההחלטה הכלכלית הלגיטימית של החברה האם, למרות שבמקרים רבים יהיו טעמים טובים וראויים לה, שלא להיענות להצעת הרכש של הצד השלישי.

יתרה מכך, קשה להבין מדוע הועדה סבורה כי שער המניה ברגע נתון מהווה את אמת המידה הנכונה להסתמך עליה בקביעת שווייה ההוגן של החברה, בעוד שבית המשפט העליון שלל זאת במפורש. שוויין של המניות, המשתנה ללא הרף, אינו נגזר רק ממאפייניה הייחודיים של החברה, אלא גם מטעמים אקסוגניים רבים, ובהם גורמים חיצוניים ומגמות כלליות בשוק ההון הישראלי ואף בזה הגלובאלי.<sup>28</sup> כמו כן, מחירי המניות של החברה נתונים לתנודות קצרות טווח, כתולדה משמועות או מדיס-אינפורמציה לגבי מצבה, שאין להן כל קשר למצבה האמיתי של החברה.<sup>29</sup> בנוסף, מחיר השוק של מניה אף מושפע מסחירותה. מסחר במניה בהיקף נמוך עלול שלא לספק תנאי תחרות משוכללת, שבהם מכותיבה הערכת

<sup>25</sup> ר' ע"א 7389/04 נוסבאום אריגי ריפוד בע"מ נ' פויכטונגר, פורסם בנבו; זוהר גושן, "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית", משפטים לב 381, 397 (2001).

<sup>26</sup> ר' הצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, הצ"ח 2432 (23.10.95), עמ' 108.

<sup>27</sup> ר' עא 10406/06 דן עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ, פורסם בנבו.

<sup>28</sup> ר' תא (ת"א) 2338/02 שאול ממנן נ' קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ, פורסם בנבו; ה"פ (ת"א) 485/03 עטר נ' נצבא - חברה להתנחלות בע"מ, ס' 5 (ב) לפסק דינה של השופטת (כתוארה אז) ה' גרסטל (פורסם בנבו).

<sup>29</sup> אירית חביב-סגל, דיני חברות – לאחר חוק החברות החדש (כרך ב, 2004), 599.

השווי הקולקטיבי את נכסי החברה בצורה אמינה.<sup>30</sup> כל זאת וטיעונים נוספים הביאו את בית המשפט העליון לקבוע הלכה מפורשת, לפיה "שווי השוק של המניות אינו מהווה ראיה מכרעת לשווי האמיתי".<sup>31</sup> בית המשפט החליט כי יש לבחון את שווי החברה על פי שיטת DCF, לפיה ערכה של החברה מוערך הן על פי תזרים המזומנים המהוון של נכסיה הנוכחיים והן על פי תזרים המזומנים המהוון שהיו מייצרות הזדמנויות ההשקעה שלה. שיטת הערכה זו אף מקובלת בבית המשפט בדלור.<sup>32</sup>

מכל אלה ומפגעים קשים אחרים מתעלמת הועדה. היא מותירה חלק ניכר מהחברות הציבוריות בישראל טרף קל וזול לספקולנטים מקומיים וזרים, ראויים ושאינם כאלה, אשר ישתלטו על חברות בנויד עדשים כאשר יורד שוק המניות כולו; המלצות הועדה אמנם פוגמות בערך החברות הציבוריות בישראל ומרתיעות מפני ביצוע השקעות, אך גם סחורה פגומה כדאי לקנות במחיר זול.

התוצאה היא זו: בדרך כלל אין לחברה האם האפשרות לרכוש את מניות חברת הפער בעצמה; זו מציאות הדברים במשק הישראלי, ולכן הברירה שיוצרת הועדה בפני החברה האם אינה ברירה כלל, אלא תכתיב למכור את מניותיה אף אם המחיר כלל אינו ראוי בעיניה. באותם מקרים מועטים בהם יש לחברה האם האמצעים לרכוש את מניות חברת הפער מידי הציבור, מעמידה הועדה את החברה האם בפני הבחירה הבאה: או שתשמור על נכסים נזילים בהיקפים עצומים, דבר שיביא להקצאת הון בלתי יעילה במשק ולאובדן אפשרויות צמיחה עסקית; או שתהיה מוכנה למכור בכל רגע את מניותיה בחברה גם אם המחיר אינו הוגן בעיניה כלל. קיימת גם האפשרות לפיה גורמים עסקיים יבחרו להעמיד את החברה האם בפני ברירה – או שתשלם לאותם הגורמים ממון רב, או שהללו ישתמשו במנגנון המכירה הכפויה על מנת לרכוש ממנה בכפייה את מניותיה.

"שסתום הבטחון" שמקימה הועדה למכירה כפויה כזו, בדמות אישור בעלי המניות מקרב הציבור להצעת הרכש, אינו שסתום בטחון כלל ועיקר:

א. יש הבדל מהותי ביותר, מבחינת הדין ומבחינה כלכלית, בין הצבת דרישה לאישור המיעוט לעסקה שרוצה הרוב לבצע, ובין מתן כוח למיעוט לכפות עסקה על הרוב. הצבת דרישה לאישור המיעוט לעסקה שרוצה הרוב לבצע ברכושו, יכולה להיות לגיטימית על מנת לפתור בעיית נציג; ואולם מתן כוח למיעוט לכפות על הרוב למכור את רכושו, פוגעת אנושות בזכות הקניין של הרוב. כך בכלל, וכך בפרט נוכח יכולתו של כל מחזיק מניות מקרב המיעוט למכור את מניותיו בשוק – to take the Wall Street walk, כפי שמכונה הדבר בלעז.

ב. שיקולי הרוב במכירה שונים מאד משיקולי המיעוט, הואיל והרוב – כמפורט לעיל – שוקל שיקולים ארוכי טווח, שיקולי מוניטין וכיוצא באלה, ואילו המיעוט אינו מחויב לחברה והחזקתו בה נושאת אופי טרנזיטורי. התוצאה היא מכירה כפויה, שאינה שונה בחוסר היעילות הגלום בה מכל מכירה כפויה אחרת.

<sup>30</sup> ת"א (ת"א) 2091/03 הרשקוביץ נ' רמת אביבים בע"מ (פורסם בנבו), אירית חביב-סגל, דיני חברות – לאחר חוק החברות החדש (כרך ב, 2004), 599.

<sup>31</sup> ר' עא 10406/06 דן עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ, פורסם בנבו.

<sup>32</sup> Weinberger v. UOP, Inc. 457 A.2d 701 (Del. 1983).

ג. כאשר מתפרסמת הצעת רכש למניותיה של חברה ציבורית, עולים מחירי המניה בבורסה לשיעור הנמוך במעט ממחיר הצעת הרכש. הפער בין מחיר הבורסה למחיר הצעת הרכש מייצג את הסיכון שהצעת הרכש לא תתממש. מאידך, אם תיכשל הצעת הרכש, ירד מחיר המניה לשיעור שנהג בבורסה קודם לפרסום הצעת הרכש, ואף לשיעור נמוך יותר, היינו לשיעור נמוך בהרבה מזה הנוהג בבורסה לאחר פרסום הצעת הרכש. זו המציאות האמפירית. ציבור בעלי המניות מודע לכך. הוא מעדיף, ככלל, להרוויח את עליית מחיר המניה בשיעור הבורסאי, ולא להמתין ולראות אם הצעת הרכש תצליח אם לאו, משום שהמתנה כזו אינה עולה בקנה אחד עם דפוס הסיכון של המשקיע הציבורי הרגיל: זה מעדיף את רוב הרווח הנובע מהצעת הרכש, אותו הוא יכול לממש מיד, ולא את מלוא הרווח שינבע מהצעת הרכש אם זו תצליח.

דוגמא מספרית תמחיש זאת. נניח שהמניה נסחרה בבורסה במחיר 100 טרם פרסום הצעת הרכש. משזו התפרסמה, לרכוש את מניות החברה במחיר 115, יעלה מחיר המניה בבורסה, בדוגמא זו, ל-113. הפער בין מחיר הבורסה החדש ובין מחיר הצעת הרכש הוא 2, והוא מייצג את הסיכון שהצעת הרכש לא תתממש. מחזיק מניות מיעוט יעדיף למכור את מניותיו ברווח של 13, ולא להמתין עד לסגירת הצעת הרכש, משום שעבורו הסיכוי להרוויח 2 אינו שקול כנגד הסיכון להפסיד 13.

מאידך, בשוק פועלים גופים פיננסיים מתוחכמים שלהם דפוס סיכון אחר מזה של הציבור הרחב, והם מוכנים להמר על ההסתברות שהצעת הרכש תצליח. מטעם זה, בהצעת רכש מתחלפת זהות רוב בעלי המניות מקרב המיעוט: אלה נרכשים בידי אותם גופים פיננסיים מתוחכמים – arbitrageurs, או "סרסורי סיכון" – שמטרתם להרוויח את הפער הנוצר בין מחיר הבורסה לאחר פרסום הצעת הרכש, ובין מחיר סגירת הצעת הרכש.

מובן שלגופים פיננסיים מתוחכמים אלה יש אינטרס מוחלט בכך שהצעת הרכש תצליח, משום שאחרת ההימור שנטלו ייכשל, תוך גרימת הפסדים קשים להם: בדוגמא שלנו, כשלו הצעת הרכש יביא לירידת מחיר המניה ל-100 או פחות מכך, ובכך להפסד של 13 לפחות במקום לרווח של 2.

תוצאת הדברים ברורה: הרוב המכריע של בעלי המניות מקרב הציבור ימכור את מניותיו לפני סגירת הצעת הרכש, וסרסורי הסיכון שרכשו את המניות יצביעו תמיד בעדה. הצעת הרכש בהכרח תאושר, והרוב יחויב למכור את מניותיו, גם כאשר המחיר המוצע עבורן כלל אינו משקף את ערכן הכלכלי הריאלי עבור בעלי רוב המניות.

שום מדינה לא הנהיגה מנגנון דורסני כזה, המשלב פגיעה חמורה ביותר בזכויות בעלי רוב המניות, עם חוסר יעילות כלכלית כה ברור.

הנזקים שייגרמו כתוצאה מהמלצה זו לחברה האם לא יפגעו בבעל השליטה בחברה האם בלבד, אלא ישפיעו גם על בעלי המניות מהציבור בחברה האם. בל נשכח: בחברת פער, בהגדרה, רוב המניות בשרשרת התאגידית מוחזקות בידי בעלי מניות מקרב הציבור, וכל פגיעה בערך השרשרת או בערכה של חוליה בשרשרת, משמעה קודם כל פגיעה בבעלי מניות מקרב הציבור. הפגיעה הכלכלית בחברה האם פוגעת לכן

בציבור בעלי המניות המחזיק בחברה האם – ואם יש כזו, בכל שרשרת ההחזקה בחברה האם – ולא רק, אף לא בעיקר, בבעל השליטה הסופי.

מצב דברים זה, בו החברה האם אינה יודעת אם שליטתה בחברה תישמט מבין ידיה בכל רגע, לא יאפשר ניהול ותכנון ארוכי טווח של חברות הפער וחברות האם. בנוסף, הידיעה כי כל ירידה זמנית במחירי המניות תהפוך את החברה לכר פורה לניסיונות השתלטות עוינים, צפויה לתמרץ את ההנהלה לפעול על פי שיקולים קצרי טווח בלבד, ולוותר על פעולות המונחות על פי הטווח הארוך. החברה האם והנהלת חברת הפער ישאפו לשמור על יציבות מחירי המניות, והן יימנעו מהשקעות ארוכות טווח שיורידו את מחירי המניות לטווח הקצר, גם אם הללו ישיאו את רווחי חברת הפער ואת ערך מניותיה בטווח הארוך.

נוק נוסף הצפוי להיגרם כתוצאה מהמלצה זו, נוגע לפגיעה האנושה הצפויה ממנה בשוק העברות השליטה בישראל, שלקיומו ישנה חשיבות רבה למשק הישראלי. רכישת מניות נעשית תמיד בסיוע מימון חיצוני. מניות דבוקת השליטה, ומניות בכלל, מהוות בטוחה בידי הגורם המממן בעסקאות למימון רכישת גרעיני שליטה, כנגד האשראי שהועמד ללווה. אם תיושם המלצה זו של הועדה, ימצא עצמו המממן במצב בו שווי הבטוחה שבידו אינו ידוע, משום שבכל רגע עלול הלווה למצוא עצמו חייב למכור את מניותיו, במחיר שאין אפשרות לצפותו בעת מתן ההלוואה. במצב מעין זה עלול המממן להיפגע בצורה קשה, משום שמחיר המניה במכירה עלול להיות נמוך – נמוך אף מהסכום המובטח במניות הנמכרות. תוצאה צפויה של מציאות זו תהיה חוסר נכונותם של מממנים להלוות כספים לרכישת גרעיני שליטה.

חמור מכך: התוצאה תהיה פגיעה קשה בפעילות העסקית המשקית בכללותה, משום שמניות בעלי שליטה משמשות גם כבטוחה לאשראי שכלל אינו קשור לרכישת גרעיני שליטה, אלא לפעילות עסקית שוטפת. קבלת המלצת הועדה תשלוט מחברות ציבוריות, המחזיקות במניות חברות ציבוריות אחרות, את היכולת לעשות שימוש ברכושן זה לצורך קבלת אשראי, מה שיגרור בעקבותיו פגיעה חמורה במשק הישראלי כולו.

הועדה לא חשבה גם על היבטים נוספים של המלצתה. כבר היום משועבדות מניות בעלי שליטה לטובתם של גורמים מממנים. כיצד ניתן להורות על מכירת מניות משועבדות, כאשר השעבוד נוצר מלכתחילה על מנת למנוע את מכירת המניות ללא אישור המלווה הדבר אינו אפשרי כלל ועיקר; ואם מונע שעבוד מניות את מכירתן הכפויה בהצעת רכש, הרי לא תיוותר מניה אחת של בעל שליטה שלא תשועבד לטובתו של גורם מממן כלשהו.

לבסוף, יש חברות ציבוריות לא מעטות, שהיכולת להעביר שליטה בהן מוגבלת מטעמים נוספים: רישיונות ממשלתיים בתחומי משק שונים האוסרים על העברת שליטה ללא אישור; הגבלות מכוח צו האינטרסים המיוחדים; מניות זהב; והתחייבויות חוזיות שונות. כל אלה אינם עולים בקנה אחד עם המכירה הכפויה, שמבקשת הועדה להנהיג ביחס למניות בעלי שליטה בחברות ציבוריות.

יש לשקול היטב את ההשלכות מרחיקות הלכת של יישום המלצה נמהרת זו. המלצת הועדה תביא כמעט בוודאות לכך שמשקיעים, ישראלים כזרים כאחד, יהיו פחות נכונים להשקיע בחברות ישראליות; היא צפויה לגרום לפגיעה משמעותית בשוק העברת השליטה בישראל; להביא לפגיעה בשוק האשראי בישראל; ליצור מציאות בה באופן מחזורי מתקיימים שינויי שליטה בלתי יעילים ובעלי השפעות רעות

למשק כמו גם לרכושם של בעלי המניות; וכן הלאה נזקים קשים ורבים שאין כל ספק כי פגיעתם הרעה לא נשקלה עד תום בידי הועדה, אם בכלל נשקלה, בעת גיבוש המלצתה.

מהו האינטרס המאקרו-כלכלי שבשמו מומלץ הסדר רגולטורי קיצוני זה? מובן שאין בהמלצות אלו כדי לצמצם ולו במעט את הריכוזיות במשק הישראלי, משום שאין כל מניעה לכך שהגוף העסקי שירכוש את חברת הפער יהיה גוף גדול בהרבה מבעליו הנוכחיים. נוכח הצמצום הברור שייגרם מהמלצת הועדה באשראי לרכישת חברות, דווקא הגופים העסקיים הגדולים, להם כיסים עמוקים, יוכלו להשתלט על שלל חברות גדולות במשק הישראלי. מספר חברות הפער ירד, אך הריכוזיות המשקית תעלה – בדיוק התוצאה אותה הייתה הועדה אמורה למנוע.

גם אם תחליט הועדה לכלול המלצה גרועה זו בדו"ח הסופי שלה, לכל הפחות יש לתקנה, על מנת שתמותן ולו במעט פגיעתה הצפויה.

ראשית, יש לתקן את המלצת הועדה, כך שבעל השליטה יחויב להציע הצעת רכש מלאה רק אם מחיר הצעת הרכש שדחה גבוה מהמחיר הממוצע של מניות החברה ב-24 החודשים הקודמים להצעה, או ממחירן הנוכחי של המניות – לפי הגבוה מבין השניים. תיקון כזה יפחית את יכולתם של ספקולנטים או של גורמים אסטרטגים, לרבות גורמים זרים, לנצל מצוקה זמנית של החברה או חולשה זמנית של שוק ההון בכדי להשתלט על חברות פער.

שנית, טיוטת הדו"ח קובעת כי פרמיית השליטה הנהוגה בישראל עומדת על 27%. אם מטרת ההמלצות להגן על בעלי מניות המיעוט בחברות הפער, מתוך הנחה שהפגיעה בהם חמורה מזו שבחברה רגילה עם בעל שליטה, יש להעמיד את הפרמיה המזערית שמצדיקה את הפעלת מנגנון המכירה הכפויה על 27%.

שלישית, יש לתקן את ההמלצה כך שתחול רק במקרים בהם ההחזקות של בעל השליטה בהון החברה תהיינה דומות בשיעורן, לשיעור לפיו כופים כיום על מיעוט סרבן למכור את מניותיו בעת הצעת רכש מלאה. חוק החברות מעניק את האפשרות לכפות על בעל מניות למכור את מניותיו – קניינו – בכפייה, רק במקרים בהם הוא חלק ממיעוט זניח, אשר לא נענה להצעת הרכש המלאה. לו היינו מיישמים היגיון זה על המלצת הועדה, היינו מגיעים למסקנה כי יש לכפות על החברה האם למכור את מניותיה רק אם היא מחזיקה בחלק זניח מהונה של החברה, למשל כאשר חברת הפער נמצאת הרחק במורד השרשרת הפירמידאלית. אם לא כך ייעשה, תיגזר גזירה שווה בין מי שמחזיק באחוזים זניחים מהאינטרס הכלכלי בחברה, למי שמחזיק ב-49 אחוזים מהאינטרס הכלכלי בה, ועל שניהם כאחד תיכפה הפרידה מקניינם. החלת המלצה זו על בעלי שליטה המחזיקים בעד 5% מהון החברה, תמנע חלק מההשלכות הקשות של המלצה זו שזכרו לעיל.

#### **המלצה 6: שינויים בדירקטוריון – פגיעה בקניין בעל השליטה וביכולת הפיקוח על הנעשה בחברה**

המלצה זו של הועדה פוגעת באופן בלתי סביר ובלתי מידתי בבעלי השליטה, באופן שיש בו כדי לפגוע באוטונומיה הניהולית הבסיסית המוקנית לבעל השליטה מכוח השקעתו בחברה. ראשית דבר, ישנה בעייתיות בהיפותזה של הועדה, לפיה יש לנקוט בצעדים חריפים על מנת להצר את כוחו של בעל השליטה בדירקטוריון. בארה"ב, בה השליטה בחברות הציבוריות מבוזרת ואין בנמצא בעל שליטה דומיננטי, מי שקובע בפועל את זהותם של הדירקטורים היא הנהלת החברה. ממצאים אמפיריים

מלמדים כי הסדרי השכר הקיימים שם בחברות ציבוריות רבות אינם פועלים לטובת בעלי המניות, אלא משקפים את כוחם של המנהלים להעביר כמה שיותר מנכסי החברה הציבורית לידהם.<sup>33</sup> גם הוכח במחקרים אמפיריים בארה"ב, כי דירקטורים, שהם גם בעלי מניות בחברה, נוהגים להתמקח עם ההנהלה על שכרה הרבה יותר מדירקטורים שאינם בעלי מניות.<sup>34</sup> בעל שליטה בחברה פותר את בעיית הנציג הטמונה באישור שכר המנהלים, עקב האינטרס הכספי שיש לבעל השליטה בחברה. המלצתה של הועדה לקבוע, כי כאשר חברת פער נשלטת על ידי חברת פער, אופן הצבעתה של חברת הפער האם ביחס למינוי דירקטורים בחברת הפער הבת, יאושר על ידי ועדת הביקורת של החברה האם, מבוססת על הנחה קיצונית, לפיה כאשר חברת פער היא חברה אם לחברה אחרת, מתקיים בהכרח ניגוד עניינים בין החברה האם לבין בעל השליטה בה בכל הקשור לשליטה בחברה הבת. הנחה זו, ככל המלצות הועדה, לא הוכחה על ידי הועדה, והיא מבוססת על חששות אקדמיים גרידא. תיקון 16 לחוק החברות קובע, כי בוועדת הביקורת יהיה רוב לדירקטורים הבלתי תלויים, וכי יושב-ראש ועדת הביקורת יהיה דח"צ. משום כך, מימוש המלצה זו יוביל לכך שדווקא לבעל השליטה בחברה, שהשקיע בה סכומי עתק ולו האינטרס כי הפיקוח על המתרחש בחברה יהיה מיטבי, לא תהיה כל יכולת לפקח על השקעתו. יישום המלצה זו יוביל לפיכך לפגיעה קיצונית ובלתי מתקבלת על הדעת בזכות הקניין החוקתית של בעל השליטה.

אנו מזכירים שוב את המתח הקיים בין תפקיד הדירקטוריון כמתווה הפעילות העסקית של החברה, לתפקיד הדירקטוריון כמפקח על הנהלת החברה המיישמת, בין היתר, את החלטות אותו דירקטוריון עצמו באשר לפעילות העסקית של החברה. הועדה מפירה את האיזון הקיים לעניין זה בדין הנוהג – שגם הוא בעצמו כבר נוטה מאד לכיוון התפקיד הפיקוחי של דירקטוריון החברה על חשבון התפקיד הניהולי שלו. תועלת לרמת הפיקוח של הדירקטוריון תצמח מכך, אם בכלל, בשוליים; ואולם הנזק שייגרם מכך לרמת הניהול של החברה, וליכולתו של הדירקטוריון להתוות בייעילות את פעילותה העסקית, יהיה מוחשי וממשי והוא ישתקף לרעה בתוצאות פעילותן של חברות ציבוריות רבות בישראל.

#### המלצה 7: אישור שכר הבכירים באסיפה הכללית – אי למידה מלקחייהן של מדינות אחרות

עיקרון הפרדת הרשויות בתוך התאגיד, לפיו לכל אחד מהאורגנים בחברה תפקידים מוגדרים ולכל אורגן עצמאות במסגרת תפקידו, הוא מאושיות דיני התאגידים.<sup>35</sup> לכך נקבע כי הדירקטוריון יתווה את מדיניות החברה, ויפקח על אופן ביצוע תפקידי המנהל הכללי ופעולותיו. לשם ביצוע תפקידו ניתנו לדירקטוריון סמכויות רבות בתחום הפיקוח והניהול המוניטארי של התאגיד, לרבות היכולת לקבוע את המבנה הארגוני ואת מדיניות השכר.<sup>36</sup>

<sup>33</sup> L. Bebchuk, and J.M. Fried "Executive Compensation as an Agency Problem." Journal of Economic Perspectives, 17(3): 71-92 (2003).

<sup>34</sup> שם.

<sup>35</sup> עמ' 7 להצעת חוק החברות, ה"ח 2. להרחבה – ר' ההתייחסות להמלצה 9 בנייר עמדה זה.

<sup>36</sup> ר' ס' 92 לחוק החברות.

הדירקטוריון אינו רק המוסד המוסמך לקבלת ההחלטות הללו, אלא אף המוסד המתאים ביותר לעשות כן.<sup>37</sup> קביעה זו שזורה כחוט השני גם בדו"ח הוועדה לעניין שכר בכירים בחברות ציבוריות ("ועדת נאמן"), ובתזכיר החוק שהוגש בהתאם לו.<sup>38</sup> יתרה מכך, ועדת נאמן מציינת מפורשות כי "האסיפה הכללית אינה גוף מקצועי המתאים לניהול דיונים מורכבים בנושא שכר".<sup>39</sup>

לא רק פגיעה נוספת בטיב ההחלטות הניהוליות שתקבל החברה יש כאן, אלא גם יצירת אפליה קשה לרעת חברת הפער, הן לעומת חברות ציבוריות אחרות והן לעומת חברות פרטיות. משמעות המלצת הוועדה היא כבילת ידיה של חברת הפער מלהתחרות על נושאי משרה מוכשרים ואיכותיים, שלא יסכימו כי המו"מ עימם ייחשף בעודם מכהנים בתפקיד אחר.<sup>40</sup>

בהמלצתה זו ביחס לסוגיית שכר הבכירים, כבהמלצות אחרות, חורגת הוועדה באופן משמעותי ביותר מאמות המידה הנהוגות בדיני החברות בעולם, והיא אינה מתייחסת לניסיון הרב ולידע שהצטבר ברחבי תבל בנושא זה, אשר נבחן ונדון בהרחבה עוד מתחילת שנות ה-90 של המאה הקודמת.<sup>41</sup> במדינות המערב נדונו זה מכבר הצעות שיעדן פיקוח על שכר הבכירים בחברות ציבוריות. אף לא אחת מההצעות הללו הייתה קיצונית כהמלצת הוועדה, ומהניסיונות הללו הופקו לקחים בהם הייתה הוועדה יכולה להסתייע.

בבריטניה הוראות חוק החברות משנת 2006 מחייבות את הדירקטוריון להציג בפני חברי האסיפה הכללית את מדיניות השכר שקבע ומאפשרות לחברי האסיפה לקבל החלטות בלתי מחייבות (non-binding) בקשר לכך – "say on pay".<sup>42</sup> אפילו חקיקה זו, המתונה בהרבה מזו המוצעת על ידי הוועדה הנכבדה, התגלתה ככזו שחסרונותיה עולים במידה ניכרת על יתרונותיה. ראשית, מתן זכויות הצבעה בענייני שכר לבעלי המניות הוכיחה עצמה כלא יעילה מבחינה כלכלית: עיקר המשתתפים באסיפה הכללית הם גופים מוסדיים, אשר פנו אל חברות הערכה חיצונית לבחינת מדיניות התגמול המוצעת, דבר שעלה להן כסף רב. משכך, ארגונים גדולים המייצגים בעלי מניות קבעו קווים מנחים למדיניות שכר מקובלת, אשר אומצו בצורה עיוורת על ידי בעלי המניות בחברות רבות על מנת לחסוך את התשלום לחברות הייעוץ. שנית, על אף התפתחותו של דיאלוג ער יותר בקרב בעלי המניות לעניין שכר הבכירים, התברר כי כמות ההצעות נגד אישור שכר הבכירים הייתה זניחה ביותר (נספרו רק 6 מקרים אלו בין השנים 2006-2009 ורק בקרב 10% מן החברות נרשמה התנגדות של מעל 20% מבעלי המניות).<sup>43</sup> בנוסף, לא רק ששכר הבכירים לא פחת בבריטניה בעקבות הרפורמה האמורה, אלא ההיפך הוא הנכון. במהלך

<sup>37</sup> אוריאל פרוקצ'יה, דיני חברות חדשים לישראל, 195 (1989).

<sup>38</sup> הצעת חוק החברות (שכר בכירים בחברות ציבוריות), התשע"א-2010.

<sup>39</sup> ר' עמ' 13 לדו"ח ועדת נאמן.

<sup>40</sup> ר' עמדתו של המשנה ליועץ המשפטי לממשלה, כפי שהוגשה לוועדה לעניין שכר בכירים בחברות ציבוריות - סעיף ג(8) לדו"ח הוועדה (2011).

<sup>41</sup> "הגבלות על שכר בכירים בחברות ציבוריות – סקירה משווה" (חוות דעת של מרכז המחקר והמידע בכנסת, 8.6.2010), בעמ' 5.

<sup>42</sup> Companies Act, 2006, c.46 (Eng)

<sup>43</sup> J.N. Gordon, "Say on Pay": Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In", Columbia Law and Economics Working Paper 14 (2009).

השנים שלאחר הרפורמה עלה שכר הבכירים בחברות ציבוריות במדינה בשיעור של בין 5%-11% לפחות.<sup>44</sup>

בארה"ב נערך בשנים האחרונות דיון ענף בשאלת מעורבות האסיפה הכללית באישור שכר הבכירים, לנוכח המשבר הכלכלי שהכה במדינה בשנת 2008.<sup>45</sup> ישנן מספר הצעות חוק בנושא, אך אף לא אחת מהן מציעה כי החלטת האסיפה תחייב את הדירקטוריון. למותר לציין, כי אף אחת מן ההצעות אינה מציעה הצבעה בקרב בעלי מניות המיעוט.<sup>46</sup> אפילו הצעות חוק אלו מעוררות התנגדות משמעותית בקרב מלומדים בארה"ב. בין היתר, עולה האפשרות כי כוחם ההולך וגדל של בעלי המניות, הוא הגורם לשכר המופרז לבכירים בחברות הציבוריות: עיקר בעלי המניות בחברות הציבוריות הם משקיעים מקצועיים, כגון גופים מוסדיים, ומטרתם לקבל החזרים גבוהים בזמן קצר. לשם השגת המטרה דווקא מעודדים גופים אלו מתן שכר גבוה לבכירים, על מנת שהללו ישיבו להם כגמולם בחלוקת דיבידנדים נדיבה. לחץ זה של בעלי המניות על חברי ההנהלה, גם דוחף את חברי ההנהלה ליטול סיכונים גדולים יותר.<sup>47</sup> בנוסף לכך, העלו מחקרים כי שיטת ה-say on pay עשויה להפוך ליעילה, אם בכלל, רק בחברות בהן ישנה חריגה משמעותית בשכר המנכ"ל מחד ותקנות ממשל תאגידי חלשות מאידך. מצב זה אינו קיים בישראל, בה ישנה, כאמור לעיל, רגולציה מתקדמת מאוד בתחום הממשל התאגידי, בעיקר בסוגיות אלה. עוד נמצא כי הצעות לאמץ את שיטת ה-say on pay אינן מקבלות ברוב המקרים את תמיכת רוב ציבור המשקיעים, "דבר שמצביע על כך שרוב בעלי המניות בחברות הציבוריות עדיין לא רואים תועלת ביישום השיטה".<sup>48</sup>

הנציבות האירופית בחרה שלא להמליץ כלל על אימוץ שיטת ה-say on pay בקרב חברי האיחוד האירופי, והחליטה למקד את המלצותיה לגבי שכר בכירים בהבניית עקרונות שקיפות ובהתניית תגמולים ובונוסים בעמידה ברשימה של קריטריונים מדידים של הצלחה. נייר עמדה של הנציבות אף קובע, כי אחד הגורמים העיקריים האחראים למשבר הכלכלי הוא דווקא התפתחותם של גופי השקעות אשר מתזיקים במניות רבות ודוחפים, לא אחת, להשגת רווח מיידי על פני הצלחתה העתידית של החברה.<sup>49</sup>

זו גם מדיניות ארגון ה-OECD: הסמכות המתאימה ביותר לאישור שכר הבכירים הוא הדירקטוריון.<sup>50</sup>

<sup>44</sup> B. Kiviat, *Giving Investors a Say on CEO Pay* (2008), available at

<http://www.time.com/time/business/article/0,8599,1729480,00.html#ixzz1dy0krvCH>

<sup>45</sup> "תגמול דירקטורים ונושאי משרה" (חוות דעת של מכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות, 7.2009), בעמ' 19.

<sup>46</sup> שם, בעמ' 9-10.

<sup>47</sup> Messers, Lipton and Mirvis, *Schumer's Shareholders Bill Misses the Mark* (2009), available at

<http://online.wsj.com/article/SB124208536180008385.html>

<sup>48</sup> "תגמול דירקטורים ונושאי משרה" (חוות דעת של מכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות, 7.2009), בעמ' 21.

<sup>49</sup> The EC Green Paper Corporate governance in Financial Institutions and Remuneration Policies (2010) p.8 available at [www.ee.erupa.eu](http://www.ee.erupa.eu).

<sup>50</sup> Directorate for Financial and Enterprise Affairs OECD Steering Group on Corporate Governance

טעות היא מצד הועדה להציע פיתרון אשר דומים לו נכשלו ברחבי העולם, ועוד בפורמט כה קיצוני שאף מדינה אחרת לא בחרה לאמץ. גם אם קיים צורך להדק את הפיקוח על שכר הבכירים בחברות פער – ושאלה היא אם כך אכן פני הדברים, שהרי לא הוצבה לאפליה זו כלפי חברות פער שום תשתית עובדתית בידי הועדה – ניתן לעשות כן באמצעות צעדים סבירים, ולא בנתיב הקיצוני והמפלה בו בחרה הועדה לפסוע.

#### המלצה 9: ממשל תאגידי וגילוי – חיזוק בעלי המניות מהציבור – הקניית סמכות ללא הטלת אחריות

גם המלצה קיצונית ורעה זו, אף היא חסרת תקדים וחסרת מקבילה בעולם, תביא ביישומה (כפי שנקבע גם בדעת המיעוט בועדה) לפגיעה מהותית בפעילותן של חברות הפער, ולפגיעה משמעותית בכלל בעלי מניותיהן.

כבר אמרנו כי בעיית הנציג זוכה בישראל לטיפול מתקדם בדין החל על עסקאות בעלי עניין; כאן אין מדובר בעסקאות בעלי עניין, אלא בהמלצה להעביר לאישור בעלי המניות, שאינם קשורים לבעל השליטה, שורה של סוגיות המצויות בליבת הפעילות העסקית של חברת הפער.

על מה ולמה יצא קצפה של הועדה? האם מדובר ברצון של הועדה – כפי ששאלנו בחשש רב קודם לכן – למרר את חייהן של חברות פער ולפגוע בפעילותן, בכדי לעודד את בעלי השליטה למכור? אם כך פני הדברים, מדובר בפגיעה חמורה ובלתי חוקית בבעלי המניות בחברות הפער, אלה שמקרב בעלי השליטה ואלה שמקרב הציבור. ואם לא זו המטרה, מדוע ראתה הועדה לנכון להמליץ על הפקעת סמכות ההחלטה בסוגיות מהותיות בחייה של החברה הציבורית, מידי הנהלת החברה והדירקטוריון שלה, ולהעבירן להחלטת אסיפת בעלי המניות, שאינה אוחות במומחיות הנדרשת לעניין זה, שאין לה המוטיווציות הנכונות לקבלת החלטות אלה, שהרכבה אינו מתאים לכך, ושאינן עליה, ולא יכולה להיות, שום אחריות בקבלתן?

המלצת הועדה העומדת בסתירה מוחלטת למושכלות ראשוניים של דיני התאגידים הנהוגים בעולם הנאור מזה מאות בשנים, לפיהם ניהול התאגיד מסור לאורגנים הבקיאיים בפעילותו היומיומית, המחזיקים ביכולת ובסמכות לנהלו באופן ראוי, הכפופים לכללי אחריות ברורים – ולא לבעלי המניות בתאגיד.<sup>51</sup> מניח מקנה לבעליה את הזכות להשפיע בחברה, אך בעל מניות איננו החברה ואיננו הבעלים שלה. כלל זה, הנקרא "כלל אי-התערבות" נקבע באנגליה בפסק דין מנחה בסוגיה עוד במאה ה-19,<sup>52</sup> והוא העיקרון עליו מושתתים דיני התאגידים המודרניים. כלל זה מתבקש מאישיותה המשפטית העצמאית של החברה,

---

Paper: CORPORATE GOVERNANCE AND THE FINANCIAL CRISIS Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles (2010) p.9-12 available at [www.oecd.org/dataoecd/53/62/44679170.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/53/62/44679170.pdf)

<sup>51</sup> ר' ד"ר 39/80 ברדיגו נ' ד.ג.ב., פ"ד לה (4) 197, 218. ר' בנוסף Berle & Means *The Modern Corporation and Private Property* (New-York, 1932).

<sup>52</sup> Foss v Harbottle (1843) 67 ER 189.

והוא משקף היגיון עסקי בריא וסדרי ניהול תקינים.<sup>53</sup> גם המחוקק עמד על הצורך בהבחנה זו בין תפקידי האסיפה הכללית לבין תפקידיהם של ההנהלה והדירקטוריון.<sup>54</sup>

הועדה ממליצה להעביר לאישור בעלי המניות מקרב הציבור סוגיות עסקיות-ניהוליות מובהקות, ובהן נטילת חוב וגיוס הון, עסקאות רכישה, ושכירת מנהלים. בכך מבקשת הועדה להפקיע את זכות ההחלטה בסוגיות אלה מדירקטוריון החברה ולהעבירה, הלכה למעשה, לגופים מוסדיים המחזיקים במניות החברה; ובמקרים מסוימים, לבעלי מניות מועטים מקרב הציבור. אלה גם אלה אינם בעלי הידע והמיומנות הנדרשים לקבלת החלטות כאלה בתאגיד, התמריצים המניעים אותם רעים לפעילות העסקית של התאגיד, ואף אחד מהם אינו נושא ואינו יכול לשאת באחריות להחלטות שיקבל.<sup>55</sup>

מצב בעייתי זה מוחרף עוד יותר בשל המלצה 12, לפיה בעלי המניות מהציבור, ובכלל זה המשקיעים המוסדיים, יהיו רשאים לתאם עמדות ולפעול במשותף לקראת אסיפה כללית. בכך תועבר השליטה בחברת הפער לידי הגופים המוסדיים, והם יפעלו בחסות החוק כקבוצת שליטה בחברת הפער, חרף העובדה שהחזקותיהם בחברה קטנות מאלו של בעל השליטה.<sup>56</sup> לגופים המוסדיים, אותם יישום המלצה זו צפוי לחזק משמעותית, החזקות פיננסיות וריאליות גם יחד, ונראה שחיזוקם בצורה זו סותר את ההיגיון המנחה בפרק 2 לדו"ח הועדה, ואף את ההיגיון שהנחה את ועדת ברודט בשנת 1995. המלצה זו סותרת גם את הוראות דיני המס.

המלצות קיצוניות אלה של הועדה משמען הפעלת סמכות ללא אחריות, דבר חמור כשלעצמו. בעוד שהאחריות, היכולה להגיע עד כדי אחריות פלילית, על התוצאות של החלטות עסקיות של החברה, תיוותר על כתפיה של הנהלת החברה, תימסר הסמכות לגופים המוסדיים. העובדה שבעל הסמכות אינו נושא באחריות על תוצאות החלטות תביא לתוצאות מסוכנות, אשר ספק רב מאד אם נשקלו בידי הועדה טרם שגובשה המלצה זו.

גרוע מכך, בעוד שדירקטוריון החברה והנהלתה חבים חובות זהירות וחובות אמון לתאגיד אותו הם משרתים, האינטרסים של בעלי המניות מהציבור רבים ומגוונים, ולעתים אף סותרים את טובתה של חברת הפער. להמחשה, המשקיעים המוסדיים מושקעים בשלל רב של השקעות, חלקן בעסקים המתחרים בחברת הפער או בחברות אחרות בקבוצה העסקית עליה היא נמנית. הם מלווים לגופים בהם חברת הפער מתחרה. הם בעלי מניות בגופים העשויים להיפגע מפעילותה. בנוסף, משקיעים מן הציבור, בחלקם, הם ספקולנטים המושקעים בחברה לטווחים קצרים ביותר, ואינם מתעניינים בהשאת ערכה לטווח הארוך. חלקם יצביעו שלא לטובת החברה. חלקם ישאפו להפוך את הצבעתם לכלי באמצעותו ניתן לסחוט את בעל השליטה, את חברת הפער, ואת מנהליה של חברת הפער.

הצעה זו, שהיא רעה לגופה, גם תעצים את הבירוקרטיה התאגידית, באופן שיאט ויסרב את העבודה השוטפת בחברה ויעכב ואף ימנע את קידומן של עסקאות יעילות ורצויות. משך העיכוב שייכפה על

<sup>53</sup> אהרון ברק, היקף התערבותו של בעל-המניה בניהול החברה על ידי מנהליה: כוחו של בעל המניה לתבוע על הפרת זכותה על-ידי מנהליה, הפרקליט כה 348, 488 (1969).

<sup>54</sup> עמ' 7 להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2.

<sup>55</sup> אוריאל פרוקציה, דיני חברות חדשים לישראל, 196 (1989). ר' גם S.M. Bainbridge, *Is Say On Pay Justified*, UCLA St Law review 44 (2009).

החברה עקב הצורך להעביר את ההכרעה לאסיפה הכללית הוא לכל הפחות 35 ימים,<sup>56</sup> וסביר שבמקרים רבים הוא אף יהיה ממושך יותר, עקב הקושי לגבש רוב תומך בקרב המוני בעלי המניות מהציבור, בעלי ערבוביה של אינטרסים, חלקם נוגדים לחלוטין זה את זה ואף את טובת החברה. עיכוב זה יביא לאבדן הזדמנויות עסקיות רבות, מצד מוכרים שלא ימתינו לקבלת אישור בעלי מניות של הרוכשת – אם בכלל יסכימו הם להיכנס מלכתחילה למשא ומתן עם רוכש, שאינו מסוגל להתחייב בחובות סודיות מקובלות או לחתום על חוזה מחייב, עד לאישור בעלי מניותיו לעסקה.

בנוסף, לצורך גיבוש הרוב באסיפה הכללית תיאלץ החברה להסביר את הרציונאל העומד מאחורי העסקה, ולחשוף לשם כך את סודותיה העסקיים ואת תוכניותיה האסטרטגיות ארוכות הטווח. הדבר יגרום נזקים מהותיים לחברת הפער, אשר כל סודותיה ייחשפו בפני יריביה העסקיים.

לא בבעל השליטה בלבד פוגעת המלצה זו, כי אם בבעלי מניותיה של חברת הפער, אשר ימצאו עצמם בחברה המתנהלת באופן מאולץ ובלתי יעיל, בידי בעלי שליטה אפקטיבית מתחלפים; וכן היא פוגעת בבעלי המניות בחברה האם, אלה שהם בעלי שליטה ואלה שאינם, אשר ימצאו עצמם מחזיקים בנכס ששוויו נפגם.

חמור מכול – נראה כי כלל הנזקים הללו מיותרים לחלוטין, היות שלא תצמח כל תועלת, ולו השולית ביותר, מהעמדתן של החלטות מהותיות אלו לאישור בעלי המניות מקרב הציבור. בארצות הברית גרעיני השליטה קטנים מאוד, ופיזור המניות בחברות ציבוריות אמריקניות גבוה מאוד; העמדת סוגיה להכרעת האסיפה הכללית בחברה ציבורית אמריקנית דומה במידת מה להעמדת הסוגיה להכרעת בעלי המניות מהציבור בישראל. על רקע זה, מעניין לבחון מחקר אמפירי רחב היקף, שבחן רכישות של חברות פרטיות או ציבוריות על ידי חברות ציבוריות בארצות הברית בין השנים 1995-2006, והשווה בין רכישות שהיו טעונות את אישור בעלי המניות בחברה הרוכשת לעסקות שלא היו טעונות אישור. שם דובר בהחלטות שעניינן רכישת חברה או מכירתה, ולא בשאלות שעניינן ניהולה השוטף של החברה. במחקר לא נמצאה כל ראיה לכך שהדרישה לאישור מוקדם של האסיפה הכללית השפיעה באופן כלשהו על תגובת שערי המניות להודעה על העסקה, על מחיר העסקה או על שיעור העסקות שלא יצאו אל הפועל. הממצאים היו זהים אף לגבי חברות ציבוריות בהן שיעור החזקות המשקיעים המוסדיים גבוה. המחקר מצא למעשה כי התוצאה הניתנת של חובת האישור על ידי האסיפה הכללית הייתה עיכוב העסקה וייקורה.<sup>57</sup> דפוס החזקת המניות בישראל, וסוג ההחלטות שרוצה הועדה להעמיד לאישור בעלי המניות, יביאו לתוצאה גרועה יותר מזו שנבדקה בארצות הברית.

בנוסף, נראה כי לא בגלל המתרחש במחוזות רחוקים היה על הועדה לדחות לעת עתה את ההמלצה הנוכחית. בחודש מרץ 2011 התקבל בכנסת תיקון מס' 16 לחוק החברות, אשר העלה את הרף הנדרש של תמיכה מקרב בעלי המניות מהציבור בהחלטות מסוימות משליש לחצי. הועדה חייבת לבחון את הניסיון שייצבר משינוי חקיקתי כה מהותי, לפני שתמליץ על צעדים נוספים בכיוון זה. עליה לבחון במיוחד את דפוסי ההצבעה של המשקיעים המוסדיים - האם הם מצביעים בהתאם להמלצותיו של אותו גוף מייצג, האם הם מושפעים מניגודי עניינים, מה רמת מומחיותם ומה טיב הצבעתם.

<sup>56</sup> ר' תקנה 2(א) לתקנות החברות (הודעה ומודעה על אסיפה כללית ואסיפת סוג בחברה ציבורית), תש"ס-2000.

<sup>57</sup> E. Kamar, *Does Shareholder Voting on Acquisitions Matter?*, University of Southern California (2011)

### הצעה 16: הגבלת כוחו של בעל השליטה באסיפה הכללית - הפקעה שלטונית של קניין פרטי

נזכיר לועדה הנכבדה: השליטה בתאגיד היא נכס אשר שיטת המשפט הישראלית הכירה בו זה מכבר.<sup>58</sup> הצעה קיצונית זו פוגעת משמעותית בעקרון החופש התאגידי, המאפשר את קיומו של השוק העסקי החופשי,<sup>59</sup> פוגעת בזכויות המוקנות על פי דין,<sup>60</sup> ואף בזכות הקניין החוקתית של בעלי המניות בחברה האם (שליטה ומיעוט כאחד).<sup>61</sup> קשה להבין כיצד הועדה, המבקשת להגן על זכויות הקניין של בעלי המניות מהציבור בחברות הפער, נותנת ידה להצעה שמשמעותה פגיעה בוטה בקניינם של בעלי המניות בחברה האם.

המלצה זו מהווה בפועל שינוי קיצוני במיוחד, אשר יביא לערעור הוודאות והביטחון העסקיים-כלכליים ברמה חסרת תקדים. אם תתקבל הצעה קיצונית זו ייגרם במימושה נזק קשה, הן לחברות הפער והן לחברות האם. נטילת נכס זה, דינה כדין כל הפקעה שלטונית של קניין פרטי, ועליה להידחות קטגורית בשיטה כלכלית ומשפטית כשלנו. גם מן ההיבט הזה, וגם מן ההיבט של החיזוק חסר הפרופורציות של כוח בעלי המניות מקרב הציבור בחברות הפער, יש לדחות הצעה זו מכל וכל.

### הליך השימוע - פגיעה באופן קשה בזכות השימוע בפני הועדה

במשך הליך השימוע הנוכחי נפגעו קשות זכויותיהן הפרוצדוראליות של מרשינו, באופן שהקשה עליהם לטעון כיאות את טענותיהם בפני הועדה הנכבדה, ואף פגע במראית העין של שימוע הוגן במסגרתו ניתן להשפיע על דמותן של ההמלצות הסופיות של הועדה.

בעת פרסום טיוטת ההמלצות, שנעשה ללא פרסום מקביל של מלוא התשתית העובדתית אשר ניצבה בפני הועדה בעת גיבוש המלצותיה, ואף לא של המסמכים הצרכים לעניין, קבעה הועדה פרק זמן קצר ובלתי סביר לשימוע ביחס לטיטוט המלצותיה, ואף ההארכה שהעניקה הייתה קצרצרה, ושיוותה לכל הליך השימוע אופי חפוז, שלא לומר בהול, שאינו הולם הליכים הנוגעים להליכי חקיקה מורכבים.

לאחר מכן, ביום 8.11.2011, פרסמה הועדה את הפרוטוקולים של חלק מדיוניה, ואת ניירות העמדה שנשלחו אליה עם תחילת עבודתה. פרסום זה, של מסמכים המקיפים מאות עמודים, נעשה בלי לדחות

<sup>58</sup> תצ (ת"א) 11-01-26809 דב כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות ע"מ, פורסם בנבו.

<sup>59</sup> פסי 48 לפסק דינה של השופטת פרוקציה בע"א 7414/08 תרו תעשיה רוקחים בע"מ נ' Sun Pharmaceutical Industries Ltd (פורסם בנבו).

<sup>60</sup> ר' הגדרת המונח שליטה בדינים השונים; ס' 1 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח 189. ס' 1 לחוק ניירות ערך, התשמ"ח-1968, ס"ח 234.

<sup>61</sup> פסי 20 לפסק דינה של השופטת פרוקציה בע"א 4263/04 קיבוץ משמר העמק נ' מפרקי אפרוחי הצפון בע"מ (פורסם בנבו); אורית חביב סגל דיני חברות – לאור חוק החברות החדש 483 (כרך א' 2004); ר' גם עמ' 7 להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2 שם צוין כי "יחולו על פעולות שונות פעולות שונות המתבצעות במסגרת החברה דיני הנויקין, הקניין.... ושאר עקרונות המשפט הפרטי בישראלי".

את המועד שנקבע למסירת מסמכי השימוע, ובהם חלקו הראשון של מסמך השימוע, שהיה עליו להישלח לועדה 5 ימים בלבד (כולל שבת) לאחר פרסום הפרוטוקולים.

זאת ועוד, הפרוטוקולים פורסמו כשהם חלקיים ביותר, ערוכים בצורה קלוקלת ורשלנית, ובהם תמלול של רק חלק מדיוניה של הועדה. בחלק מהותי ביותר מתוך התמלול של חילופי הדברים, שנערכו בין חברי הועדה לבין נציגי הציבור שהגיעו לשאת בפניה דברים, כלל לא מופיעים שמות הדוברים. במקום שמות נושאי הדברים מופיעים בתמלול התארים "דובר" ו"חבר", מבלי שיש בידי הקורא האפשרות להבין מיהו אותו "דובר" או "חבר".

משפטים רבים המופיעים בתמלול זה הם חלקיים, ונראה שקטעים שלמים מהעדויות של המופיעים בפני הועדה חסרים, ולא מצאו את מקומם הראוי בפרוטוקולים שפורסמו.

אם לא די בכך, הרי שהועדה הנכבדה פרסמה רק את הפרוטוקולים של דיוניה בהם הובאו בפניה עמדות הציבור, ונמנעה מלפרסם את הפרוטוקולים של דיוניה הפנימיים, במסגרתם גיבשו חבריה את המלצותיהם. הועדה אף נמנעה מלפרסם את כלל החומר התיאורטי עליו התבססה. עובדה זו מנעה מלקוחותינו ומכלל הציבור את האפשרות לעמוד על השיקולים שעמדו בבסיס המלצות הועדה הנכבדה, ולבחון האם הועדה שקלה כראוי את המלצותיה והאם בחנה המלצות אלטרנטיביות.

הועדה לא שעתה לבקשותינו לתקן את הליקויים הללו, אשר פגעו משמעותית בזכות השימוע של מרשינו.

בכבוד רב ובברכה,

ד"ר דוד תדמור  
תדמור ושות', עורכי-דין

ב/אמיר שרף, עו"ד  
תדמור ושות', עורכי-דין

ד"ר דוד תדמור  
תדמור ושות', עורכי-דין



נספח א' – חוות דעתו של השופט ויליאם אלן

אנו מצרפים בזאת את חוות דעתו של השופט ויליאם אלן באשר לטיטוט המלצות הועדה, שהוזמנה על ידי איגוד החברות הציבוריות. השופט אלן – Chancellor Allen – הוא פרופסור למשפט ומינהל עסקים באוניברסיטת ניו-יורק, חבר בפקולטה למשפטים של אוניברסיטת ניו-יורק, ובמחלקה למימון ב-Stern School of Business. הוא משרת כדירקטור ב-NYU Pollack Center for Law & Business וכיועץ במשרד עורכי הדין האמריקני Wachtell, Lipton, Rosen & Katz. במשך 12 שנים, משנת 1985 ועד שנת 1997 כיהן השופט אלן כנשיא בית המשפט לדיני חברות של מדינת דלוור (Court of Chancery of the State of Delaware), הפורום החשוב ביותר לדיני חברות בארצות הברית. תחומי מומחיותו העיקריים הם דיני תאגידיים, ממשל תאגידי ונושאים קשורים בתחום המימון.