

7 בנובמבר 2011

לכבוד

מר חיים שני

יושב ראש הוועדה להגברת התחרותיות במשק

taharutiut@mof.gov.il

נכבדנו,

הנדון: הערות על המלצות הביניים של הוועדה

לאחרונה קראה הוועדה להגברת התחרותיות במשק לציבור להעיר את הערותיו על המלצות הביניים שפרסמה. מכתב זה מפרט את הערות החתומים מטה, פרופסור אהוד קמר ופרופסור שרון חנס. איננו מייצגים איש זולתנו ובמכתב זה, אשר אנו כותבים ביוזמתנו וללא תמורה, אנו מביעים את דעתנו כמומחים בדיני חברות וניירות ערך.

אהוד קמר הוא פרופסור למשפטים באוניברסיטת דרום קליפורניה שבלוס אנג'לס וראש התכנית למנהל ועסקים שם, וכן פרופסור למשפטים באוניברסיטת תל-אביב ומנהל משותף של מרכז פישר לממשל תאגידי ורגולציה של שוק ההון באוניברסיטת תל-אביב.

שרון חנס הוא פרופסור למשפטים באוניברסיטת תל-אביב, וראש מרכז צגלה למחקר בינתחומי של המשפט, וכן ראש תכנית תל-אביב-ברקלי לתואר שני במשפט מסחרי ולשעבר סגן הדקאן של הפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל-אביב.

רוב המלצות הוועדה מצוינות ואנו תומכים בהן. להלן אנו מפרטים את הצעותינו לשיפור חלק מההמלצות.

הגדרת חברת פער

אנו מציעים להרחיב את ההגדרה במימד אחד ולצמצם אותה במימד אחר. ראשית, אנו מציעים להחיל את ההגדרה גם על חברה שבעל השליטה בה מחזיק פחות ממחצית מזכויות ההצבעה ולקבוע מבחן מספרי חד משמעי. לרוב אין הבדל מעשי, למשל, בין החזקת מחצית מזכויות ההצבעה לבין החזקת 45% מזכויות אלה, וניתן לשלוט בחברה גם עם הרבה פחות מכך. בהתאם למחקרים אקדמיים שמצביעים על החזקת רבע מזכויות ההצבעה בחברה כמקנה שליטה, אנו מציעים לקבוע שיעור זה כשיעור זכויות ההצבעה מזערי של בעל השליטה לצורך הגדרת חברת פער.

שנית, אנו מציעים לקבוע פער מזערי בין זכויות הצבעה לבין זכויות הונות, אשר מתחתיו לא תיחשב חברה לחברת פער. אנו מסכימים עם הוועדה שפער בין זכויות הצבעה לבין זכויות הונות הוא מתכון לעיוותים, אולם העיוות איננו משמעותי כשהפער קטן. את הצעדים מרחיקי הלכת שהוועדה מציעה להגנה על בעלי מניות המיעוט ראוי לנקוט רק כשהפער מצדיק זאת. למשל, החזקת מחצית מזכויות ההצבעה אך רק 45% מהזכויות ההונות אינה יוצרת עיוות רב, משום שבעל השליטה שותף לחלק נכבד מרווחי החברה. סביר בעינינו לקבוע את הפער המזערי על 15%.

אנו מציעים אפוא להגדיר חברת פער כחברה שבה בעל השליטה מחזיק ברבע או יותר מזכויות ההצבעה ויש פער של 15% או יותר בין חלקו של בעל השליטה בזכויות ההונות לבין הנמוך מבין (1) חלקו בזכויות ההצבעה או (2) מחצית מזכויות ההצבעה.

אישור בעלי מניות המיעוט להחלטות שאינן בניגוד עניינים

הוועדה סברה שיש מקום להעמיד שלושה סוגי החלטות שמרחיבות את פעילות החברה לאישור בעלי מניות המיעוט. הצעה זו גורפת מדי לטעמנו. בעיקר, איננו חושבים שיש מקום להעמיד החלטות על רכישות משמעותיות לאישור המיעוט רק על סמך החשש שבעל השליטה בחברת פער ייטה לרכישות מיותרות. אין לבעלי מניות המיעוט כלים טובים יותר מאשר לבעל השליטה כדי להעריך איזו רכישה רצויה, וגם התמריצים של בעלי מניות המיעוט לרכוש את הידע הדרוש אינם טובים מהתמריצים של בעל השליטה. גם בחברת פער מחזיק בעל השליטה יותר מניות מכל בעל מניות אחר, והחשש שיבזבז כספים רק כדי לחלוש על אימפריה אינו מספיק כדי למסור את ההחלטה בידי בעלי מניות המיעוט. בנסיבות אלה, דרישת האישור של המיעוט תהווה פגיעה מיותרת ביכולת חברת הפער להתחרות בחברות אחרות על הזדמנויות עסקיות.

אחד החתומים מטה ערך מחקר אמפירי מקיף של 2,249 רכישות של חברות פרטיות או ציבוריות על ידי חברות ציבוריות בארצות הברית, אשר מצורף למכתב זה. החברות שבמדגם היו חברות בבעלות מפוזרת ולא חברות פער, אך ניתן להניח שהמצאים ישימים גם לגבי חברות פער. בהשוואה בין רכישות שהיו טעונות אישור בעלי המניות לבין עסקות שלא היו טעונות אישור, לא נמצאו הבדלים מובהקים מבחינה סטטיסטית בתגובת שערי המניות להודעה על העסקה, במחיר העסקה או בשיעור העסקות שבוטלו. התוצאות לא היו שונות לגבי חברות בהן שיעור החזקות המשקיעים המוסדיים גבוה, לגבי חברות שביצעו רכישות לאחר שדחו הצעות רכש (מה שאמור היה לקומם את בעלי מניותיהן), או לגבי עסקות שההודעה הראשונית עליהן לוותה בירידות שער חדות. בעלי המניות היו אדישים והתוצאה היחידה של חובת ההצבעה מקום בו היא חלה הייתה עיכוב וייקור העסקה.

הסתייגותנו מדרישת אישור בעלי מניות המיעוט לרכישה תקפה גם לרכישת גרעין שליטה בחברה ציבורית אחרת. הנפגעים בכוח המרכזיים כאן הם בעלי המניות של חברת המטרה. הוועדה אכן מציעה להגן על בעלי המניות של חברת המטרה על ידי שיתופם במהלך, והצעתה נכונה בעינינו בכפוף

להסתייגויות שנפרט בהמשך. בעלי המניות של החברה הרוכשת ייפגעו בעקיפין אם רווחי חברת המטרה יתועלו אל בעל השליטה בחברה הרוכשת, אך גם חשש זה מטופל במישרין על ידי שיתוף בעלי המניות של חברת המטרה במהלך.

חובת הצעת רכש בעת הפיכת חברה לחברת פער

אנו מסכימים שאין לכפות מבנה פרמידאלי על בעלי מניות המיעוט ללא הגנות ראויות. יחד עם זאת, הכלל שהוצע על ידי הוועדה כדי להגן על בעלי מניות המיעוט עלול לסכל עסקות יעילות שכן הוא מחייב תשלום זהה לבעלי מניות המיעוט ולבעל השליטה של החברה הנרכשת. חסרון זה מוסבר במאמר שכתב היועץ לוועדה, פרופסור אריה בבצ'וק¹. כדי להגן על בעלי מניות המיעוט בלי לסכל עסקות יעילות, אנו מציעים לתת בידי מתכנן העסקה את הבחירה בין שתי חלופות: חובת הצעת רכש מלאה במתכונת שהוצעה על ידי הוועדה, או לחילופין אישור העסקה בחברה הנרכשת לפי ההסדר הקבוע בסעיף 275 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, לרבות אישור ועדת הביקורת ואישור רוב מקרב המיעוט של בעלי המניות בחברה הנרכשת. לפי הפסיקה, אישור ועדת הביקורת יהיה חסר ערך אם לא קדם לו משא ומתן אמיתי המדמה משא ומתן עם צד בלתי תלוי.

חובת הצעת רכש בעקבות דחיית הצעת רכש של צד ג'

אנו מציעים שני תיקונים להמלצת הוועדה. ראשית, אנו מציעים להוסיף שסתום הגנה מפני רכישות המנצלות לרעה מצוקה זמנית של החברה או חולשה של שוק ההון כשבעל השליטה נעדר אמצעים לרכוש את מניות המיעוט. נסיבות כאלה עלולות לאלץ את בעל השליטה למכור את מניותיו במחיר נמוך. שסתום הגנה אפשרי הינו הוספת התנאי שבעל השליטה יחויב להציע לרכוש את מניות המיעוט רק אם מחיר הצעת הרכש שדחה גבוה מהמחיר הממוצע של מניות החברה ב-12 החודשים הקודמים להצעה.

שנית, מטרת המלצות הוועדה היא להגן על בעלי מניות המיעוט בחברות הפער כשהפגיעה בהם חמורה מזו שבחברה רגילה עם בעל השליטה. לאור זאת, מן הראוי להעמיד את הפרמיה המזערית שמצדיקה את הפעלת המנגנון על השיעור הממוצע של פרמיית השליטה בחברות ישראליות שאינן חברות פער. שיעור של 20% יהלום טוב יותר את היחס בין שני סוגי החברות וירפא גם חלק מהבעיה הנזכרת בפסקה הקודמת. קשה להבין מדוע בעל שליטה בחברה שאינה חברת פער יוכל לדרוש פרמיית שליטה של 20% ואילו בעל שליטה בחברת פער יהיה מנוע מכך.

Lucian A. Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109

¹

.*Quarterly Journal of Economics* 957 (1994)

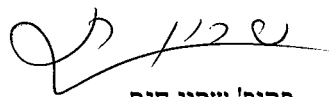
הגבלת כוחו של בעל השליטה באסיפה הכללית

בהמלצה זו שעלתה לדיון בוועדה יש חדשנות מרובה. יש בה גם תחליף לרוב ההמלצות לגבי חברות פער, ותחליף זה מצטייר כמיותר אם תתקבלנה ההמלצות האחרות: עיקר המלצות הוועדה נועדו לרסן בעל שליטה שמחזיק בעודף זכויות הצבעה בהשוואה לזכויותיו ההוניות, ואילו כאן מוצע לצמצם את זכויות ההצבעה של בעל שליטה כזה. בנוסף לכך, קיים חשש שההצעה החדשנית, אשר קשה לצפות את תוצאתה, כה תכביד על חברות פער (גם כשאין פגיעה במשקיעים) עד שתהפוך לאיסור בפועל על מבנה החזקות פירמידאלי. לכך הוועדה לא התכוונה.

אנו מציעים אפוא להשתמש בהצעה זו כחלופה להצעות האחרות של הוועדה. הצעתנו היא שכל חברת פער תוכל לבחור להגביל את כוח ההצבעה של בעל השליטה כתחליף לכללים האחרים שיחולו על חברות פער. הבחירה תיעשה באמצעות שינוי תקנון החברה, אשר יאושר בהתאם להליך הקבוע בסעיף 275 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 אם ייעשה לאחר הנפקת מניות החברה לציבור. חברה אשר יש בתקנונה הגבלה כאמור תוצא מהגדרת חברת פער.

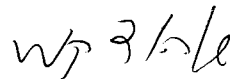
אם תתקבל הצעתנו לאפשר לכל חברת פער לבחור בהגבלת כוחו של בעל השליטה כתחליף ליתר הכללים שיחולו על חברות פער (או למכבידים שבהם), ראוי יהיה אולי להחמיר את ההגבלה אשר יהיה על החברה לאמץ כדי להשתחרר מתחולת כללים אלה. ההחמרה הראויה בעינינו במקרה כזה היא להשוות את זכויות ההצבעה של בעל השליטה לזכויותיו ההוניות. למשל, אם בעל השליטה מחזיק במחצית ממניות חברה א', אשר מחזיקה במחצית ממניות חברה ב', הכלל המחמיר יקבע שבעל השליטה יחזיק ברבע מכוח ההצבעה בחברה ב' משום שהוא זכאי בשרשור לרבע מהדיבידנדים.

בכבוד רב,



פרופ' שרון חנס

shannes@post.tau.ac.il



פרופ' אהוד קמר

ekamar@law.usc.edu