



16 בינואר 2011

לכבוד

חבר הכנסת דוד רותם

יושב ראש ועדת החוקה, חוק ומשפט

הכנסת

בדואר אלקטרוני vdept4@knesset.gov.il

נכבדי,

הנדון: הצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010

אני פרופסור למשפטים באוניברסיטת תל-אביב ובאוניברסיטת דרום-קליפורניה שבלוס אנג'לס, ומנהל משותף של מרכז יששכר ובתיה פישר לממשל תאגידי ורגולציה של שוק ההון באוניברסיטת תל-אביב. בעבר לימדתי כפרופסור אורח באוניברסיטה העברית, באוניברסיטת ניו-יורק ובאוניברסיטת הרווארד, וכן עסקתי בעריכת דין בישראל ובארצות הברית. תחומי התמחותי הם דיני חברות וניירות ערך, ממשל תאגידי, רגולציה של שוק ההון ורכישת חברות.

הממשל התאגידי במדינת ישראל חשוב לי. אני מאמין שממשל תאגידי טוב יכול לשפר את תפקוד החברות בארץ, למשוך אליהן השקעות ולפתח את הכלכלה הישראלית ולכן אני עוקב מקרוב אחרי דיוני ועדת החוקה, חוק ומשפט בהצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010.

שניים מהתיקונים המוצעים חשובים בעיני במיוחד, ולאחרונה הקדשתי להם רשימה שהתפרסמה בעיתון גלובס. אני מצרף את הרשימה למכתב זה כיוון שהיא מרחיבה מעבר לדברים שאני כותב כאן. התיקון הראשון עוסק בהליך המינוי של שני הדירקטורים החיצוניים בחברה

ציבורית ובאופן הארכת כהונתם. התיקון השני עוסק באופן האישור של עסקות בהן יש לבעל השליטה בחברה עניין אישי. שני השינויים קשורים זה בזה משום שהדירקטורים החיצוניים מכהנים בוועדת הביקורת, ואחד התפקידים המרכזיים של ועדה זו הוא אישור עסקות בהן יש לבעל השליטה עניין אישי.

חוק החברות מצפה מהדירקטורים החיצוניים לעמוד על המשמר כאשר נשקלת עסקה שעשויה לקדם את עניינו של בעל השליטה על חשבון החברה. לשם כך הם נדרשים לעמוד בתנאי כשירות שתכליתם להבטיח את עצמאותם. אולם בתנאי הכשירות אין די כאשר בעל השליטה יכול למנות דירקטורים חיצוניים כרצונו ולהעבירם מכהונתם בכל רגע, כפי שמתאפשר במצב הקיים. כיום יכול בעל השליטה למנות את הדירקטורים החיצוניים או להימנע מלחדש את כהונתם ובלבד שגייס את תמיכת שלישי מבעלי המניות האחרים המשתתפים באסיפה הכללית.

הצעת החוק מבקשת לדרוש מבעל השליטה לגייס את תמיכת רוב בעלי מניות האחרים המשתתפים באסיפה הכללית לצורך מינוי דירקטורים חיצוניים. ההצעה מבקשת גם לקבוע שלחידוש כהונתם של הדירקטורים החיצוניים יידרש רוב בעלי המניות שאינם מזוהים עם בעל השליטה, ללא צורך בתמיכת בעל השליטה. שילוב שני הכללים יחזק את עצמאותם של הדירקטורים החיצוניים בלי לסטות מהעיקרון שבעל השליטה יבחר אותם.

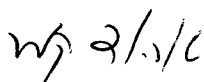
לאחר קבלות אישור ועדת הביקורת והדירקטוריון, טעונות עסקות עם בעל השליטה אישור באסיפה הכללית. החוק דורש שהאישור יכלול, בנוסף לתמיכת בעל השליטה, גם את תמיכת שלישי מבעלי המניות האחרים המשתתפים בהצבעה כדי להבטיח שהעסקה אינה מיטיבה עם בעל השליטה על חשבונם. מובן שבדרישה זו אין די: היא מאפשרת אישור עסקות בהן יש לבעל השליטה עניין חרף התנגדות רוב בעלי המניות האחרים. הצעת החוק מבקשת לתקן את המצב ולדרוש את תמיכת רוב בעלי מניות המיעוט המשתתפים בהצבעה.

הדרישה שעסקה בה יש לבעל השליטה עניין תקבל את אישור רוב בעלי מניות האחרים כבר קיימת בישראל לגבי מיזוג עם חברה אם או עם חברה אחות. הצעת החוק אך תרחיב את הדרישה לעסקות אחרות בהן יש לבעל השליטה עניין. דרישה דומה קיימת מזמן באנגליה, באירלנד, באוסטרליה, בניו-זילנד, בקנדה, בהונג-קונג ובסינגפור. במדינת דלאוור, שדיני החברות שלה הם

מודל לחיקוי ברחבי העולם משום שרוב החברות הציבוריות האמריקאיות מאוגדות בה, קבלת אישור רוב בעלי מניות המיעוט (ולא רק אלה שהשתתפו בהצבעה) חיונית כדי שהעסקה תעמוד בביקורת שיפוטית. גם לישראל מגיע להצטרף לחברה הטובה הזאת. רוב החברות הציבוריות בארץ נשלטות בידי בעלי שליטה ומשוועות למנגנוני ביקורת יעילים על ניגודי עניינים בין בעל השליטה לבין החברה.

לצערי אין באפשרותי להופיע בפני ועדת החוקה, חוק ומשפט ולהביע את דעתי כיוון שלפני מספר ימים היה עלי לנסוע לארצות הברית כדי ללמד שם עד סוף חודש אפריל. אגיע לארץ למספר ימים במהלך חופשת הסמסטר, באמצע חודש מרץ, ואני מניח שעד אז יסתיימו דיוני הוועדה בהצעת החוק. אני מקווה שמכתב זה והרשימה שאני מצרף לו יועילו לכם, ואני עומד לרשותכם בכל שאלה. כתובת הדואר האלקטרוני שלי היא ekamar@law.usc.edu.

בכבוד רב,



פרופ' אהוד קמר

לוט: רשימה שהתפרסמה בעיתון גלובס, 29.12.10

לחזק את המיעוט

אסור להחמיץ את ההזדמנות להגן על בעלי מניות המיעוט בתיקון מספר 12 לחוק החברות



29/12/10

פרופ' אהוד קמר

בימים אלה דנה ועדת חוקה, חוק ומשפט של הכנסת בהצעת תיקון מספר 12 לחוק החברות. אחד התיקונים שיידון בקרוב הוא ההצעה להעלות את רף האישור הנדרש לעסקות עם בעלי שליטה. כיום דורש החוק כי עסקות אלה יאושרו בוועדת הביקורת של הדירקטוריון, בדירקטוריון כולו ובאסיפה הכללית של בעלי המניות, כאשר באסיפה הכללית הן טעונות אישור הן של רוב קולות בעלי המניות המשתתפים בהצבעה, והן של שלישי קולות בעלי מניות המיעוט המשתתפים בה. כעת מוצע להעלות את השליש לחצי.

הטעם לתיקון הוא פשוט: אם יש הצדקה לדרוש תמיכה של בעלי מניות המיעוט בעסקה בין החברה לבין בעל השליטה בה, יש לדרוש את תמיכת רוב בעלי מניות אלה. אין טעם לשאול לדעתם של בעלי מניות בעניין כלשהו ולהכריע בניגוד לדעת רובם. יתרה מזו, אם דורשים ממשקיעים מוסדיים שיתייצבו לאסיפות בעלי מניות ויצביעו, כפי שהדין דורש היום, יש לאפשר להם להשפיע. משעה שהחליט המחוקק להשתמש במשקיעים המוסדיים כדי למתן את כוחם של בעלי השליטה, כפי שנעשה בארצות-הברית ובאנגליה, עליו לתת בידיהם כלים לעשות את מלאכתם.

בדיוני ועדת החוקה, נציגי בעלי השליטה המרכזיים בישראל עשויים להתנגד להצעה, זאת בטענה כי חיזוק כוחו של המיעוט על חשבון בעל השליטה יהפוך את היוצרות בחברה, ויברח חברות ומשקיעים מישראל. כך הם טענו כשהוועדה דנה בסעיף אחר של הצעת החוק, שבו מוצע להעלות משליש לחצי את התמיכה שעל בעל השליטה לגייס מקרב בעלי מניות המיעוט לבחירת דירקטורים-חיצוניים (דח"צים) ולקבוע כי הארכת כהונתם תהיה טעונה אישור בעלי מניות המיעוט בלבד.

נציגי בעלי השליטה גוננו בתוקף על המצב הקיים. אין זה משנה, הם הסבירו, שכבר היום המינוי טעון תמיכה של בעלי מניות המיעוט, ושגם לאחר תיקון החוק יבחר בעל השליטה את המועמדים למינוי ויוכל למנוע מינויים שאינם לרוחו. חלילה לנו מלהגביל יותר את יכולת בעל השליטה למנות דח"צים ולפטרם כרצונו, הטעימו נציגי בעלי השליטה.

כוח מוגבל

לכאורה, המאבק שמנהלים בעלי השליטה נגד שינוי הליך המינוי של דח"צים מפתיע, כי לדח"צים יש כוח מוגבל: נוסף לכך שבדירקטוריון הם מיעוט, גם בוועדת הביקורת, שאישורה הכרחי לצורך ביצוע עסקות עם בעל השליטה, אין הם בהכרח הרוב. הצעת החוק לא משנה זאת. היא קובעת רק כי רוב חברי ועדת הביקורת יהיו דירקטורים בלתי תלויים.

דירקטורים בלתי תלויים יכולים להיות כל מי שעומדים במספר דרישות עצמאות הקבועות בחוק, אפילו נתמנו על-ידי בעל השליטה לבדו. דח"צים, לעומת זאת, חייבים גם לעמוד באותן דרישות (ולכן הם נחשבים לדירקטורים בלתי תלויים) וגם להתמנות בתמיכת בעלי מניות המיעוט. באופן תיאורטי, אם כן, יכול בעל השליטה לדלל את השפעתם של שני הדח"צים בוועדת הביקורת, בכך שימנה לוועדה שני דירקטורים נוספים מטעמו וכן דירקטור בלתי תלוי שיבחר. ועדת הביקורת תעמוד בדרישות החוק, אבל רוב חבריה ייבחרו על-ידי בעל השליטה.

אפשר להניח כי האפשרות התיאורטית הזאת לא נעלמה מעיניהם של נציגי בעלי השליטה שהופיעו בפני ועדת החוקה. ההתנגדות החריפה שהביעו לשינוי דרך מינוי הדח"צים והארכת כהונתם מלמדת כי בעלי השליטה חוששים מפני מינוי דח"צים לעומתיים בלי קשר למספרם: קשה יהיה להגן על עסקה עם בעל שליטה שתאושר חרף התנגדות הדח"צים. הקושי יגבר אם יאושר סעיף אחר בהצעת החוק, שלפיו יושב-ראש ועדת הביקורת יהיה דח"צ.

יחלט אשר יחלט באשר להליך מינוי הדח"צים והרכב ועדת הביקורת, לבעלי מניות המיעוט תהיה שמורה הזכות לפנות לבית המשפט במקרים בולטים של עסקות בלתי הוגנות עם בעלי שליטה, וזה יוכל לבדוק, כלשון החוק, אם העסקה "אינה פוגעת בטובת החברה". בארץ טרם התפתחה פסיקה המפרשת כיצד תיערך הבדיקה. במדינת דלאוור בארצות-הברית, לעומת זאת, יש פסיקה ענפה אשר בוחנת את העניין האישי ואת העצמאות של כל אחד מהדירקטורים שאישרו את העסקה.

לפסיקה של דלאוור בדיני חברות ישנה השפעה רבה בעולם, משום שרוב החברות הציבוריות בארה"ב מאוגדות במדינה זו וכפופות לדיניה. גם בית המשפט בישראל יוכל להביט מעבר לתארים שנתנה החברה לדירקטורים השונים - "חיצוניים", "בלתי תלויים", או "אחרים" - ולבחון את עניינם האישי ואת עצמאותם.

אך בל נשלה את עצמנו. האפשרות לתבוע בגין עסקות בלתי הוגנות עם בעלי שליטה לא תקנה לבעלי מניות המיעוט הגנה מושלמת, שכן הכלים העומדים לרשות בית המשפט מוגבלים, ולא מן הנמנע שהוא יכשיר גם דירקטורים שלא היו מקבלים את תמיכת המיעוט. קיומה של ביקורת שיפוטית יהיה מותנה גם בהגשת תביעה. נציגי בעלי השליטה בוועדת החוקה יודעים זאת, ולכן הם מתנגדים בנחרצות רבה לחיזוק השפעתם של בעלי מניות המיעוט על בחירת הדח"צים. הם מניחים כי שינוי מערכתי כזה יקשה עליהם יותר מאשר תביעות שיוגשו נגד עסקות מסוימות.

בכך לא נסתיים העניין. בקרוב תדון ועדת החוקה בחלק השני של התיקון המוצע בהליך אישור עסקות עם בעלי השליטה: העלאת שיעור התמיכה שבעל השליטה נדרש לגייס מקרב בעלי מניות המיעוט לעסקה (לאחר קבלת אישור ועדת הביקורת והדירקטוריון) משליש לחצי. גם לתיקון זה אפשר שניציגי בעלי השליטה יתנגדו בנימוקים דומים לאלה שהעלו בעניין מינוי הדח"צים. התיקון, טענו, יגרום לעריצות המיעוט ויבריח מהארץ משקיעים.

ובכן, למדינת דלאוור לפחות המשקיעים האלה לא יברחו, כי הסדר דומה ואף מחמיר יותר כבר קיים שם. התאגדות בדלאוור היא החלופה העיקרית להתאגדות בישראל עבור חברות ציבוריות. עסקה עם בעל שליטה אינה חייבת אישורים מיוחדים בדלאוור, אך הסיכוי שתעבור ביקורת שיפוטית הוא אפסי אם בעל השליטה לא דאג לקבל את האישורים הללו.

עכשיו ההזדמנות

ומה הם האישורים? עם השנים החמיר בית המשפט את הדרישות, והיום מגמת הפסיקה היא לדרוש מבעל השליטה הן אישור של דירקטורים בלתי תלויים ונעדרי עניין אישי שנשאו ונתנו עם בעל השליטה על תנאי העסקה (ולא רק אימצו את מה שבעל השליטה הציע), והן אישור של רוב בעלי מניות המיעוט בחברה (ולא רק אלה שהשתתפו בהצבעה).

אישור רוב בעלי מניות המיעוט נדרש גם בקנדה, באנגליה, באירלנד, באוסטרליה, בניו-זילנד, בהונג-קונג, בסינגפור ובארצות נוספות. אפילו בישראל הוא כבר נדרש במיזוג של חברה עם חברה בעלת שליטה בה או עם חברה-אחות.

גם בישראל יוכלו בתי המשפט ליישם כללים דומים לאלה של דלאזור בבואם לבחון את הגינות העסקה, בחינה שחוק החברות מסמיכם לערוך גם כשהעסקה אושרה בוועדת הביקורת, בדירקטוריון ובאסיפה הכללית. אולם אין צורך להשאיר את כל העבודה לבית המשפט. העסקות שבאות לבירור בבית המשפט אינן רבות, ויכולות לחלוף שנים עד שתתפתח פסיקה שתבהיר את הדין. עכשיו ההזדמנות לקבוע בחוק הגנות לבעלי מניות המיעוט בישראל. בכך המחוקק ימשוך משקיעים לארץ - ולא ירתיע אותם.

*** הכותב הוא פרופסור למשפטים באוניברסיטת דרום קליפורניה ובאוניברסיטת תל-אביב ומנהל-משותף של מרכז פישר לממשל תאגידי ולרגולציה של שוק ההון באוניברסיטת תל-אביב.**