

**דיני חברות**  
**פרופ' אהוד קמר**



# הרגולציה לא חונקת את השוק

בארצות הברית משקיעים מוסדיים מחזיקים בדרך-כלל ברוב מניות החברה, ולכן לא נדרשת זכות וטו לבעלי מניות המיעוט כדי שיקשיבו להם. בישראל, לעומת זאת, משקיעים מוסדיים הם בעלי מניות מיעוט, ולכן נדרשה העצמה של המיעוט כדי שקולם יישמע גם בארץ. העובדה שדברים צריכים היום את אישור המיעוט, ושגם אחריו יש ביקורת שיפוטית, מתניעה את כוח הפיקוח של השוק. מכאן, עדיין אין להסיק שהכול פתור. חלק מהמסרים שהמשפט משמיע עדיין צריכים לחלחל.

בשנה שעברה, למשל, קבע בית המשפט בעניין מכתשים-אגן שעל ועדה בלתי תלויה של הדירקטוריון לנהל משאומתן עם בעל השליטה בעסקות שבהן לבעל השליטה יש עניין אישי. קביעה זו דומה לפסיקה בארצות הברית, שבה בתי המשפט כבר פסלו עסקות כאלה, כאשר לא שוכנעו שהוועדה שקלה את כל האפשרויות (לרבות עסקות חלופיות עם בעל השליטה או עם צד שלישי, או הימנעות מעסקה) ומיצתה את המשא ומתן.

בישראל, לעומת זאת, שומעים לא אחת משקיעים מוסדיים מצליחים לשרת תנאי עסקה שלהם הסכימה הוועדה הבלתי תלויה. הישגם מלמד שהוועדה הבלתי תלויה לא מיצתה את המשאומתן. לא כך צריך להיות: תפקיד הוועדה הוא לדאוג לבעלי המניות, ולא להשאיר את העבודה להם וליועצי ההצבעה שלהם.

(צילום: איל יצחק)



האזור. הרגולציה הכרחית

רובנו נוהגים לראות בשוק ההון זירה תחרותית. אם כן, אולי מוטב שמערכת המשפט תימנע מלהתערב בשוק. עודף רגולציה הרי חונק את הכלכלה, כך נאמר לנו חרשות לבקרים.

בהקשר זה, דיני החברות עברו תהליך מעניין. בעבר הרחוק המשפט הכתיב הכול. במאה ה-19, לדוגמה, אסור היה לחברה לרכוש את מניותיה או לסטות מהתוכנית העסקית שלשמה הוקמה, ומיזוג דרש הסכמה פה אחד של בעלי המניות.

עם הזמן, דיני החברות הפכו להיות גמישים יותר. האמונה בכוחות השוק הייתה בסיס לתקווה שהחברות יסדירו את עצמן כראוי. אחרת, כך נטען, המשקיעים יתרחקו מהן. יתרה מזו, לקהילה העסקית יש אמצעי כפייה משלה, כמו מוניטין, שיגרמו לכולם לנהוג בהגינות.

גם השלב הזה בהתפתחות דיני החברות, חלף. היום יודעים, למשל, שישנם משקיעים מוסדיים מתוחכמים שמתנפלים בארצות הברית על הנפקות לוחטות בלי לשים לב לכללי הממשל התאגידי שבתקנון החברה. רק אחר כך, כשהם מגלים שהתקנון לא מגן עליהם, הם מתעוררים. אבל אז כבר מאוחר מדי: למה הם קנו בלי לתמוך את ההגנה הלוקה עליהם? שאלה טובה. בישראל שואלים שאלות דומות, בעיקר כשחברות אינן פורעות את חובותיהן. אז מה עושים: רגולציה או שוק?

התשובה היא: גם וגם. נדרשת רגולציה כדי שהשוק יתפקד. בארצות הברית גילו בסוף שנות ה-80 כי המשקיעים המוסדיים מחזיקים ביותר ממחצית מהמניות שנסחרות בבורסה. אבל עוד גילו, שהם מעדיפים למכור את מניותיהם במקום לנסות להשפיע על ההנהלה. בהמשך, הרגולטורים קבעו, שהמשקיעים המוסדיים חייבים להצביע, ובמקביל לכך הגבירו את חובות הדיווח שלהם ושל החברות גם יחד. התברר, שבכך אין רי. לכן המשפט האמריקני הוסיף עם הזמן לחזק את המשקיעים המוסדיים מול החברות: מותר להם לתאם עמדות, חובה לאפשר להם להציע מועמדים לכהונה בדירקטוריון, חובה להעמיד את תגמול המנהלים להצבעתם, ועוד כהנה וכהנה.

לבסוף, הרגולציה נשאה פרי והמשקיעים המוסדיים התעוררו. הם למדו לתאם עמדות באמצעות הסתמכות על אותם יועצים חיצוניים, והתחילו להציב דרישות. אמנם לא כל הדרישות מתקבלות על-ידי הנהלת החברה, אבל יש משאומתן ויש פשרות – דברים שלא היו בעבר.

גם בישראל יש תזווה. זה שנים מספר המשקיעים המוסדיים בארץ נדרשים להצביע באסיפות בעלי מניות ולדווח איך הצביעו. לאחרונה החל המשפט לתת משקל של ממש להצבעתם: בשנה שעברה נקבע בחוק, כי נדרשת תמיכת בעלי רוב מניות המיעוט לעסקות שבהן יש לבעל השליטה עניין אישי. גם בית המשפט חיזק את כושר המיקוח של בעלי מניות המיעוט, והחמיר את דרישות ההגינות כלפיהם בעסקות כאלה.

וראו זה פלא: פתאום שומעים שהשוק מתחיל לתפקד. בשנה האחרונה חזינו במספר עסקות שבהן המשקיעים המוסדיים הביאו את בעל השליטה לוותורים שעליהם הם יכלו רק לחלום בעבר. הרגולציה מאזנת את יחסי הכוחות, כופה שקיפות, ונותנת לשוק להמשיך במלאכה.

## כוחו של הרגל

בית המשפט קבע גם, שהוועדה הבלתי תלויה צריכה להיות חופשית לבחור לה מומחים ויועצים חיצוניים. כדי שחופש זה יתורגם למעשה, חשוב שכל יועצי הוועדה הבלתי תלויה והמומחים שמסייעים לה, ייבחרו על ידה ולא יהיו מהמייצעים לחברה או לבעל השליטה בדרך-כלל, או בעסקה שעל הפרק. בארצות הברית מקפידים על כך: בישראל עדיין לא.

לבסוף, בית המשפט קבע שהמשא ומתן צריך להיות שקוף. קביעה זו נוספת על החובה, לפי תקנות ניירות ערך, לפרט ברוח העסקה את הדרך שבה נקבעה התמורה, וכן כל פרט שעשוי להיות חשוב לבעל מניות סביר, לצורך הצבעתו. השתלשלות המשאומתן היא

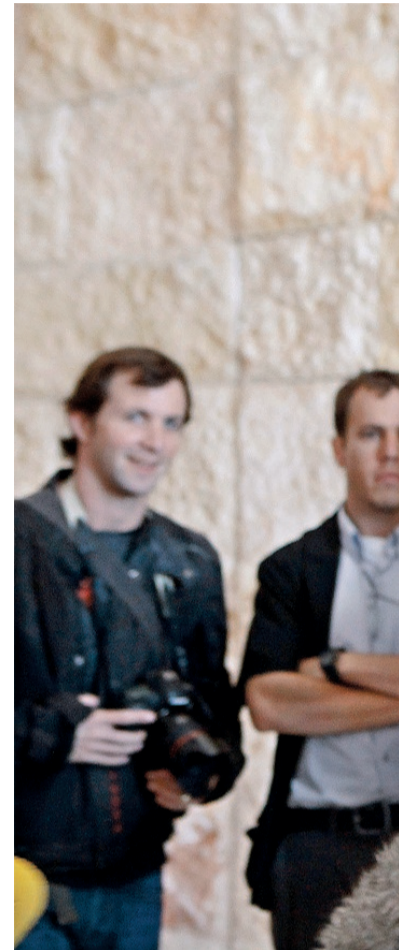
הדרך שבה נקבעת התמורה, והיא חשובה מאין כמותה לבעל מניות סביר לצורך הצבעתו. אף-על-פי-כן, דוחות עסקה בישראל עדיין אינם מפרטים אותה, אולי כי גם חברי הוועדה הבלתי תלויה לא ששים לחשוף את המשא ומתן לביקורת.

המשקיעים המוסדיים רשאים להתנגד לעסקה אם לא נחה דעתם מהמשאומתן עליה, ומהיעדר השקיפות לגביה. אבל לא קל להם להתנגד, כשבעלי השליטה טוענים נגדם בלהט, שכך הדברים נעשים מאז ומעולם. זה כוחו של הרגל. ייתכן שניאלץ לחכות עד שבית המשפט יאמר פעם נוספת, כי הנוהג הקיים פסול. בכבישי ישראל יש תמרורים שמציינים את המהירות המותרת, ויש תמרורים שכתוב בהם: "להזכירך! המהירות המותרת היא 100".

הכותב הוא מנהל-משותף של מרכז פישר לממשל תאגידי ולרגולציה של שוק ההון באוניברסיטת תל-אביב

**בשנה האחרונה חזינו במספר עסקות שבהן המשקיעים המוסדיים הביאו את בעל השליטה לוותורים שעליהם הם רק יכלו לחלום בעבר. הרגולציה מאזנת את יחסי הכוחות, כופה שקיפות, ונותנת לשוק להמשיך במלאכה**

**לפי החלטת בית המשפט המחוזי, שני צריך להעביר לקופת פשיטת הרגל את כל תקבוליו מהמדיה - שלוויזיה ופרסומות - ובנוסף 25 אלף שקל מדי חודש בגין שלוש המסעדות, בהן הוא מעורב**

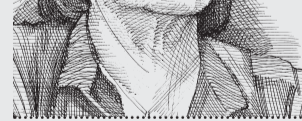


(צילום: פלאש 90)

## בנה של אלשיך הוא סמנכ"ל ב"רשת"; אלשיך: "אין מדובר בניגוד עניינים"

לאורך כל ניהול תיק פשיטת הרגל של השף אייל שני, מפגינה כלפיו השופטת ורדה אלשיך גישה בלתי מתפשרת. אלשיך עומדת על כך ששני ישלם את חובותיו עד הגרוש האחרון והייתה מוכנה גם להוציא לו צו מאסר למשך חודש וחצי, לשם מימוש החלטותיה.

ההתנהלות של השופטת אלשיך כלפי שני עשויה להיראות חריגה, אך היא אופיינית לה. גם במקרים אחרים, כמו בתיק של מייסד חברת אמבלייז, אלי רייפמן, למשל, גילתה אלשיך גישה בלתי מתפשרת כלפי חייבים שמפרים את הוראותיה. את רייפמן שלחה אלשיך לכלא מספר פעמים בגין ביזוי החלטותיה.



אלשיך. "אין שום קשר"

היום נודע ל"גלובס" כי בנה של השופטת אלשיך, עופר אלשיך, הוא סמנכ"ל הכספים של זכיינית ערוץ 2, "רשת", המתחרה של הזכיינית "קשת" שמפיקה את התוכנית "מאסטר שף", שבה מככב שני. לדברי מקורבים לשני, הדבר יכול להסביר חלק מגישתה התוקפנית של אלשיך כלפי שני והיא הייתה צריכה לפסול את עצמה מלדון בעניינו. ואולם, לאור העובדה שאלשיך גילתה גישה בלתי מתפשרת כלפי חייבים גם בעבר, מדובר כנראה בטענה קלושה למדי. גם לפי החוק, לא נראה שהיא נמצאת בניגוד עניינים במקרה זה. עם זאת, ייתכן שראוי היה שאלשיך תודיע לאייל שני ולסנגוריו, כמו גם לנאמנים בתיק, כי בנה עובד במתחרה של המעסיקה של שני, ולו למען מראית פני הצדק. השופטת, כאומר, בחרה שלא לעשות כן.

השופטת אלשיך מסרה בתגובה באמצעות דוברת מערכת בתי המשפט: "אין מדובר בניגוד עניינים – אין שום קשר בין 'רשת' ו'קשת' לבין הליכי פשיטת הרגל של החייב, אייל שני".

• חן חננית