

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש אפריל 2021

חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה ויחסי דירקטוריון הנהלה על רקע התזכיר החדש לתיקון חוק החברות

רקע

בשנים האחרונות אנו עדים לגידול משמעותי בשוק ההון הישראלי של מספר החברות הציבוריות ללא בעל שליטה – כלומר, חברות בעלות מבנה בעלות מבוזר שהוא מצב הדברים המקובל בשוק ההון האמריקאי. הסיבות לכך נובעות בין היתר מהשפעת היישום של חוק הריכוזיות – לרבות הדרישה להפרדה בין שליטה באחזקות ראליות ופיננסיות, הסדרי חוב ושינויים רגולטורים בגופים הפיננסיים. לשם המחשה, תוך 6 שנים מאז שנת 2013 – בה חוקק חוק הריכוזיות, מספר החברות הציבוריות ללא גרעין שליטה גדל בכ- 50% שמהוות 38% משווי השוק המצרפי של כלל החברות הציבוריות.

מנתונים שעולים מבדיקה של מחלקת תאגידיים ברשות לניירות ערך נכון לסוף 2020, מספר החברות ללא גרעין שליטה עומד על 12% ממספר החברות הנסחרות בבורסה והן מהוות כ- 26% משווי השוק ([לרשימת חברות ללא בעל שליטה נכון להיום](#)), ללא חברות אג"ח וללא חברות דואליות. בראיה של שווי השוק, משקל החברות ללא גרעין שליטה הינו משמעותי ומהווה נתח שוק יחסית גדול.

כתוצאה משינוי זה, בראיה של שיווי משקל, יחסי הכוחות במצבים אלה עוברים מבעל שליטה - דירקטוריון לדירקטוריון - הנהלה. כלומר, אם עד כה החשש היתה מהתערבות של בעל השליטה, הרי שכעת החשש הוא "משלטון מנהלים" (בעיית הנציג). מצב הדברים החדש מחדד אף את הצורך באקטיביזם מוסדי – ביחוד בהתייחס לאחת ההחלטות המרכזיות בדבר מינוי דירקטורים. נושא מרכזי בהקשר זה נוגע להקמה של ועדות מיוחדות למינוי דירקטורים – כאשר בבנקים הן פועלות כבר מספר שנים. יש לציין כי בשנים האחרונות מרבית הבנקים בישראל וחלק מחברות הביטוח הפכו להיות ללא בעל שליטה – כאשר בחלק מהמקרים – כמו בפרשת כלל ביטוח (דוח דנציגר) התבצעה התערבות רגולטורית במערכת היחסים הני"ל.

בחודש מרץ 2021 פורסם על ידי משרד המשפטים תזכיר חוק לתיקון חוק החברות בנושא (להלן – תזכיר החוק) אשר מטרתו העיקרית הינה לבצע התאמה של כללי הממשל התאגידי החלים על חברות ללא בעל שליטה. יש לציין כי חוק החברות במתכונתו הקיימת לא יוצר פער כלשהו בין חברות במבנה בעלות ריכוזי או מבוזר בנוגע לחובות הדירקטוריון ונראה כי נקודת המוצא שלו היא קיומו של בעל שליטה – כפי שהדבר בא לידי ביטוי למשל בהגנות הניתנות למיעוט. בחברות ללא גרעין שליטה ישנם היבטים נוספים, בניהם מצב בו אין "בעל בית" שהנהלה מוטית כלפיו ושיש לו זיקה משמעותית וספציפית לחברה ועל כן ההנהלה יכולה לפעול בהתאם לאינטרסים שלה ולקדם פעולות בהן יש להנהלה עניין אישי שאינן בהכרח עולות בקנה אחד עם מטרת החברה והשאת ערך המניות בקרב מחזיקי הציבור. בעיה זו היא בעיית נציג שונה מבעיית הנציג שמתעוררת בחברות עם גרעין שליטה שכן על מנת שהנהלה לא תקדם מטרות אישיות, צריך שיהיה דירקטוריון חזק ובלתי תלוי שיפעיל פיקוח אפקטיבי על פעילות הנהלה וישמש כמעין "בעל בית" נקי מאינטרסים ועל כן יש לקבוע קריטריונים חדשים לצורך יצירת פיקוח כזה גם בחברות במבנה בעלות מסוג

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

זה. חשוב לזכור כי יחד עם זאת, פעמים רבות ההנהלה היא שמציעה דירקטורים פוטנציאליים ועל כן, ניגוד האינטרסים הבא לידי ביטוי בהליך מינוי הדירקטורים יכול אף לגבור. נשאלת השאלה, לאיזו רמה צריכה להגיע אי התלות של חברי הדירקטוריון בהנהלת החברה והאם קיים צורך במנגנוני פיקוח נוספים על עבודת הדירקטוריון.

עיקרי התיקונים המוצעים על ידי תזכיר החוק¹

1. הגדרת שליטה

לפי סעיף 1 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, הגדרת שליטה מורכבת משני מבחנים, היכולת לכוון את פעילותו של תאגיד (מבחן איכותי), וחזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי השליטה בתאגיד (מבחן כמותי). בהסתכלות על המבחן הכמותי בלבד, החזקה של 50% ויותר מהווה שליטה בחברה, אך יש לקחת בחשבון גם את המבחן האיכותי לפיו גם בשיעורי החזקה הנמוכים מ-50%, ייתכן וקיימת שליטה הנובעת מהיכולת להכווין את פעילות התאגיד. כאשר מדובר על חברה ללא בעל שליטה, התזכיר מציע להוסיף חזקה הניתנת לסתירה בדבר המבחן הכמותי לפיה החזקה של 25% או יותר מאמצעי השליטה בחברה תיחשב כשליטה לעניין חוק זה. חשוב לציין כי מדובר בחזקה הניתנת לסתירה בשל העובדה שההסתכלות היא על המבחן הכמותי והאיכותי יחד וייתכנו מצבים בהם החזקה של 25% לא תהווה שליטה, בהתאם לנסיבות העניין.

2. דירקטוריון

מוצע לבטל את חובת המינוי של שני דירקטורים חיצוניים בחברות מסוג זה ולהחליפה בחובת מינוי רוב של דירקטורים בלתי תלויים כמקובל במדינות רבות בעולם ובהתאם לכך, לבצע התאמה בהרכבי ועדת הביקורת וועדת התגמול. יתרה מכך, מוצע להקים ועדת מינויים בלתי תלויה על מנת להגביר את עצמאות הדירקטוריון ואת מחויבותו לבעלי המניות מקרב הציבור. עיקר תפקידה של הועדה הוא להמליץ על הרכב הדירקטוריון הרצוי ולגבש רשימת מועמדים מומלצים לדירקטוריון לצורך הצעתם לאסיפה הכללית.

3. אי תלות של חברי הדירקטוריון

מוצע להרחיב את איסור הזיקה החל לפי חוק על הדירקטורים הבלתי תלויים בחברה שאין בה בעל שליטה כך שיכלול גם איסור על זיקה לכל דירקטור ולא רק ליושב ראש הדירקטוריון. מטרתו של שינוי זה היא להבטיח את אובייקטיביות חברי הדירקטוריון כך שקבלת החלטותיהם תונחה אך ורק משיקולים של טובת החברה.

¹ [תזכיר חוק החברות \(ממשל תאגידי בחברות ציבוריות שאין בהן בעל שליטה\), התשפ"א-2021](#)

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בנוסף לעניין אי התלות, יש לציין כי פורסמה² טיוטת חקיקת משנה התשפ"א-2021, אשר באה להסדיר את עניין הזיקה ומציעה להוסיף הגדרה איכותית למונח "קשר זניח", שזהו למעשה קשר זניח שלא יפגע באי תלותו של הדירקטור, בהתאם לנסיבות ולשיקולים במידת הצורך.

4. גיוון מגדרי בדירקטוריון

כיום, חוק החברות יצר מחויבות למנות דירקטור חיצוני אחד בן המין השני, כאשר כל חברי הדירקטוריון הם ממגדר אחד. לעניין זה, בתזכיר עולה המלצה לייצוג מגדרי הולם בדירקטוריונים של חברות ללא גרעין שליטה בפרט ושל החברות הציבוריות בכלל. מומלץ כי בחברות ציבוריות או בחברות פרטיות שהן חברות אג"ח יכהנו לפחות שליש דירקטורים מכל מגדר.

5. עסקאות עם בעלי עניין מהותיים ועם דירקטורים

בחברה ללא גרעין שליטה עשויים גם בעלי מניות מהותיים המחזיקים בשיעורי החזקה קטנים יותר לרכוש מעמד משפיע בחברה, שעלול להטות את שיקול הדעת של מנהלי החברה בהתקשרות שיש להם עניין אישי בה (להרחבה על השינוי בכוחם של בעלי מניות קטנים בחברות ללא גרעין שליטה ראו: חובת ההגינות, בעלי כוח הכרעה וחברות ללא גרעין שליטה - מורן אופיר). בתזכיר החוק ישנה התייחסות חשובה לעניין אישור עסקאות עם בעלי עניין מהותיים בחברה. מוצע לקבוע כי עסקה חריגה עם בעל מניה המחזיק 10% או יותר מאמצעי השליטה בחברה, תהיה טעונה אישור ועדת הביקורת והדירקטוריון. בנוסף, מוצע לקבוע כי בחברות ללא גרעין שליטה, עסקה שאינה חריגה עם דירקטור תהיה טעונה אישור ועדת ביקורת ודירקטוריון, ועסקה חריגה, גם אם אינה עסקת תגמול, תהיה טעונה גם את אישור האסיפה הכללית (ברוב רגיל). ראו נספח – תזכיר חוק החברות (ממשל תאגידי בחברות ציבוריות שאין בהן בעל שליטה).

אקטיביזם מוסדי בהליך מינוי דירקטורים

השתתפות בהליך מינוי דירקטורים הינה זכות מרכזית של בעלי המניות להשפיע על מדיניות החברה ולפקח על הפעילות השוטפת שלה, כאשר מידת ההשפעה על הרכב הדירקטוריון תלויה גם במבנה הבעלות. הנושא נחקר רבות בארה"ב מהיבטיו התיאורטיים והאמפיריים כאחד, ומקבל חשיבות רבה בישראל לאור המגמה החדשה של ביזור הבעלות בחברות הציבוריות. השימוש בכוח ההשפעה על בחירת הדירקטורים מורכב ומשתנה בין סוגי החברות השונים. בחברות עם בעל שליטה (יחיד או גרעין שליטה) נראה כי בעלי המניות ממעטים להתנגד להצעות מינוי דירקטורים למרות האקטיביות המצופה מצדם, גם בקרב המשקיעים המוסדיים בישראל בעלי המניות לרב לא משתמשים בכלי המחאה שברשותם לקידום יעדי ממשל תאגידי,

² טיוטת תקנות החברות (עניינים שאינם מהווים זיקה) (תיקון). התשפ"א-2021

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לעומת ארה"ב שם השימוש בכלי זה נפוץ. בחברות עם בעלות מבוזרת בעלי מניות קטנים מתאפיינים לעיתים באקטיביזם גבוה אך גם בעלי מניות מיעוט אקטיביסטים אינם נוטים להדיח דירקטור במהלך כהונתו. בישראל, לעומת ארה"ב ובריטניה, זוהתה מגמת מעורבות חריגה למדי בקרב בעלי מניות מהציבור במינוי דירקטורים, בהצעת מועמדים מטעמם לדירקטוריון, אשר לנוכח העובדה שברוב המקרים המועמד המוצע לכהונה הוא גם המועמד הנבחר, שאלה זו מקבלת חשיבות יתרה. לצד הדעות התומכות בהגברת מעורבות המשקיעים, נשמעת גם עמדה ספקנית שקוראת להגביל ולפקח על מצבים אלו, כדי למנוע קידום אינטרסים

של קבוצה קטנה של בעלי מניות על חשבון טובת החברה וטובת כלל בעלי מניותיה וכן למנוע פגיעה במרקם היחסים שבין הדירקטוריון להנהלה, אשר בטווח הארוך יכול להוביל לפגיעה בביצועי החברה. לצד המגמה המתוארת במבנה הבעלות בחברה, בשנים האחרונות גוברת מעורבות בעלי המניות מקרב הציבור בהליכי מינוי לדירקטוריון מתוך כוונה לפקח על הדירקטוריון ולמתן הטיה לטובת בעל שליטה או ההנהלה ולהבטיח קידום אינטרסים של כלל בעלי המניות. (ראה נספח – מינוי דירקטורים: תיאוריה, ראיות, מדיניות – אסף אקשטיין וקובי קסטיאל).

שאלות לדיון

1. האם תפקיד הדירקטוריון צריך להיות שונה בחברות ללא גרעין שליטה לעומת חברות בעלות גרעין שליטה? כיצד מבטיחים במקרה של שליטה מבוזרת את יציבות החברה ואת האיזונים הנדרשים בין הדירקטוריון להנהלה ובין הדירקטוריון לבעלי המניות?
2. האם יש צורך בשינוי חוק החברות לאור המציאות החדשה או שניתן להספק בחוק הקיים? האם במסגרת הרגולטורית הנוכחית קיימים מספיק כלים לדירקטוריון ולבעלי המניות לפקח על עיצוב המדיניות, אסטרטגיית החברה ועבודת המנכ"ל? והאם נדרשת מסגרת רגולטורית נפרדת לחברות בבעלות ריכוזית ולחברות בבעלות מבוזרת? מה ניתן ללמוד מניסיון הוועדות למינוי דירקטורים שפעלו בבנקים הגדולים בשנים האחרונות על כלל השוק?
3. על רקע השאלות לעיל, כיצד מתיישבים המקרים הפרטניים שהיו בשנה האחרונה – לפיהם התעורר חשש להתערבות של מנהלים במינוי דירקטורים? כיצד מוגדר דירקטור בלתי תלוי בחברה ללא גרעין שליטה? האם המבחנים הישנים רלבנטיים?
4. האם יש צורך בשינוי הגדרת שליטה וכיצד היא מתיישבת עם ההגדרה החשבונאית של שליטה בהתאם ל- IFRS 10?

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

5. עד כמה נכונה הטענה כי חברות ללא גרעין שליטה מתנהלות טוב יותר ומציגות ביצועים עסקיים טובים יותר? בהקשר זה, האם קיים אינטרס משקי במבנה בעלות כזה או אחר? האם מגמת הגידול במספר החברות ללא גרעין שליטה צפויה להמשך? עד כמה ניתן לאפיין חברות אלו לפי ענפים? למשל חברות פיננסיות, חברות היי-טק ונדל"ן מניב.
6. האם לגופים המוסדיים יש מנגנון מוסדר למינוי דירקטורים? האם הגופים המוסדיים ערוכים בכדי להתאים את אופי הניהול והידוק הקשר עם החברות ציבוריות בבעלות מבוזרת?
7. בהמשך לשאלה 5 - מדוח דנציגר בעניין כלל ביטוח עולה תמונה מורכבת לגבי מעורבות בעלי מניות גדולים מאחורי הקלעים בחברה ללא בעל שליטה, האם חברות ציבוריות ללא בעל שליטה צריכות לקבוע מדיניות בנוגע למגעים עם בעלי מניות גדולים?
8. האם הכוח שעובר לשוק המשקיעים המוסדיים, אשר מתאפיין בריכוזיות שוק בעצמו, להבדיל מהמצב הקיים בארה"ב, לא פותר בעיית ריכוזיות אחת ויוצר בעיית ריכוזיות אחרת?
9. הצורך באקטיביזם מוסדי - האם נדרשים תיקוני חקיקה היקפיים נוספים, מעבר לתיקון חוק החברות, לצורך התאמת הרגולציה המסחרית למגמה במבנה הבעלות, למשל בהיבט של הסדרת התיאום בין גופים מוסדיים שונים? בצל החקיקה, האם דומיננטיות המוסדיים תיצור קונפליקט חדש בין הרגולטורים?
10. לאחרונה שוק ההון חווה גל של הנפקות חדשות, בעיקר של חברות היי-טק המתאפיינות ברובן בבעלות מבוזרת. האם שינוי החקיקה המוצע עשוי לצנן את גל ההנפקות ולעצור את המגמה??
11. האם אכן נכון להתערב בחקיקה ראשית בסוגיית הגיוון המגדרי בדירקטוריון? האם נכון לדרוש דרישות גיוון נוספות כגון גיוון אתני, חברתי ואחר?