

# להבהיר את החוק

במלאות שנה לחוק הריכוזיות אפשר לעורר שאלות רבות על הוראות החוק ועל התזה שבבסיסו. על רקע הוראות הממשל התאגידי המועטות יחסית שיש בו רצוי להבהיר את החוק עוד בטרם תיאסר ההחזקה בחברת שכבה שלישית, כדי שהוא אכן יגשים את מטרתו

עדו לחובסקי



עו"ד ד"ר עדו לחובסקי  
עוסק בדיני תאגידים ובקניין  
רוחני; ספרו "דיני חברות:  
חברה יחידה ואשכול  
חברות" ראה אור לאחרונה

בהון של חברת-הבת כדי לרכוש שליטה בחברה-הנכדה (51%); ואחר כך השתמשה בהון של החברה-הנכדה כדי לרכוש שליטה בחברה-הנינה (51%). התוצאה של מהלך זה היא שחברת-האם שולטת בכל חברות הפירמידה, אך חלקה היחסי בהון של החברות-הבנות הולך וקטן ככל שיורדים בשכבות הפירמידה. בדוגמה שלעיל החלק של חברת-האם בהון של חברת-הבת הוא 51%, בחברה-הנכדה חלק זה הוא כבר 25.5%, וב-חברה-הנינה הוא רק 12.75%. לטענת הוועדה, למבנה זה, שבו יש פער משמעותי בין הבעלות לשליטה, יש השלכות על טובת המשקיעים באותן חברות פירמידה. הוועדה סברה כי במבנה האמור נוצר תמריץ לחברה שבראש הפירמידה לנתב אליה את נכסי החברות שבתחתית הפירמידה. מסקנה זו נתמכה במחקר אקדמי שקבע שפרמיית השליטה בחברות ציבוריות

לפני כשנה התקבל בכנסת חוק הריכוזיות. העיתונות והפוליטיקאים חגגו. עתה, כשהחגיגה נגמרה, הגיעה העת לבחון אותו באופן עמוק יותר. הדיון להלן יצומצם להוראות הממשל התאגידי המצויות בחוק הריכוזיות, וגם דיון זה יהיה על קצה המזלג. חוק הריכוזיות מבוסס על מסקנות ועדה ציבורית (להלן: ועדת הריכוזיות), שעסקה בין היתר במבנה השליטה בחברות ציבוריות. הוועדה מצאה ששוק החברות הציבוריות מתאפיין בקבוצות עסקיות העושות שימוש במבנה החזקות פירמידלי, מבנה שהוועדה הגדירה כשרשרת של חברות שבהן כל חברה שולטת על החברות שמתחתיה בלי שהיא מחזיקה במלוא זכויות ההון באותן חברות (להלן: פירמידה). הדוגמה הקלאסית לפירמידה היא חברת-אם שהשקיעה בהון של חברה-בת כדי לרכוש בה שליטה (51%); השתמשה

**סעיף 20 לחוק הריכוזיות  
מגדיר "חברת שכבה" כחברה  
ציבורית שנשלטת על ידי  
חברה ציבורית אחרת. סעיף  
21 לחוק הריכוזיות אוסר  
על פירמידות שיש בהן יותר  
משתי חברות שכבה. איסור  
זה מושהה למשך ארבע עד  
שש שנים מפרסום החוק**

בישראל (27%) היא חריגה ביחס לפרמיה המקובלת במדינות OECD (10%). על פי הוועדה, פרמיית הש" לטיה הגבוהה משקפת בחלקה תשלום עבור הכוח של החברה השולטת לנתב אליה נכסים מחברות הפיר- מידה, שאם לא כן, מדוע שהחברה השולטת תשלם עבור מניות המקנות שליטה יותר ממחיר השוק של מניות שאינן מקנות שליטה? כדי להגן על בעלי מניות המיעוט מפני קיפוחם בידי בעל השליטה המליצה הוועדה לחוקק את חוק הריכוזיות.

המחקר שקבע שפרמיית השליטה המשולמת ב- ישראל היא 27% התבסס על תשע עסקאות בלבד, שכולן נעשו בשנות ה-90. מאז השתנו דיני החברות ודיני ניירות ערך הישראליים, שוק המניות השתנה, והיה ראוי לבצע מחקר עדכני יותר. אשר לטענה שהמיעוט בחברות הפירמידה בהכרח זקוק להגנה נוספת של המחוקק, נראה שהוועדה לא בחנה את האפשרות (ואם בחנה, לא נתנה לכך ביטוי בדו"חות שלה), שכאשר המיעוט קונה מניות בחברת פיר- מידה הוא משקלל את היותו מיעוט בחברה כזאת ומשלם פחות עבור מניות אלה. לא ברור אם הוועדה שקלה את העובדה שבשנת 2011 תוקן חוק החברות, תשנ"ט-1999 (להלן: **חוק החברות**). על פי התיקון, בעל שליטה בחברת פירמידה שמנתב אליו את נכסיה עשוי להיחשב ל"דירקטור צללים" שהפר את חובת האמונים

שלו לחברה בכך שנטל ממנה נכסים בניגוד לטובתה. אשר לחוק הריכוזיות עצמו, הוראות הממשל התאגידי שבו מועטות יחסית. סעיף 20 לחוק הרי- כוזיות מגדיר "חברת שכבה" כחברה ציבורית ש- שלטת על ידי חברה ציבורית אחרת. סעיף 21 לחוק הריכוזיות אוסר על פירמידות שיש בהן יותר משתי חברות שכבה. איסור זה מושהה למשך ארבע עד שש שנים מפרסום החוק כדי לאפשר לפירמידות למכור את החזקותיהן הנ"ל. סעיף 22 לחוק הריכוזיות מאפשר לפנות לבית המשפט בבקשה למינוי נאמן "אשר יוקנו לו אמצעי השליטה בחברת השכבה האחרת המוחזקים בניגוד להוראות פרק זה לצורך מכירתם". לבסוף, סעיף 24 לחוק הריכוזיות מתקן

את חוק החברות בנושאים שונים. נכון להיום חוסות תחת הגדרת "חברת שכבה" בסעיף 20 לחוק הריכוזיות גם חברות נכדות וני- נות שלא מתקיים בהן פער בין זכויות השליטה ובין הזכויות ההוניות של בעלת השליטה (או שה- פער בהן הוא קטן). כלומר, חוק הריכוזיות חל כיום גם על חברות שהרצינול של החוק לא אמור לחול עליהן. יש לקוות שעניין זה יתוקן במסגרת תק- נות שיתקין מחוקק המשנה. אשר למונח "שליטה" שנעשה בו שימוש לצורך הגדרת "חברת שכבה", המחוקק מאמץ את ההגדרה שבחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (להלן: חוק ניירות ערך). שם מוגדרת שליטה כ" [...] יכולת לכוון את פעילותו של תאגיד [...] וחזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי השליטה בתאגיד". אמצעי שליטה מוגדרים בחוק ניירות ערך כזכות ההצבעה באספה הכללית וכן כז- כות למנות דירקטורים או את המנכ"ל של התאגיד. מקום שבו הופר האיסור הקבוע בסעיף 21 לחוק

הריכוזיות על החזקה בחב- רת שכבה שלישית ונעשית פנייה לבית המשפט למינוי נאמן, עולה השאלה איזה אחוז מאמצעי השליטה על בית המשפט להקנות לנאמן לפי סעיף 22 לחוק הריכו- זיות; האם מדובר ב-5%, 10%, 17% או בכל אמצעי השליטה? היות שאין צורך למכור את כל

אמצעי השליטה כדי להפסיק את השליטה על חברת השכבה, המסקנה היא שרק חלק מאמצעי השליטה יימכרו. אם כן, איזה חלק? ומהי אמת המידה שבית המשפט יוכל להיעזר בה כדי להכריע בשאלה זו? כעולה מהגדרת השליטה שבחוק הריכוזיות, המ- בחן הוא משולב: פונקציונלי וכמותי. המבחן הפיר- נקציונלי מדבר על "היכולת לכוון את פעילותו של התאגיד". בצידו יש חזקות כמותיות לשליטה. מש- מעות הדברים היא שאם לא מתקיימות החזקות הכמותיות, כלומר אין החזקה במחצית או יותר מאמצעי השליטה, בית המשפט, במסגרת בקשה לפי סעיף 22 לחוק, ייאלץ להכריע ex-ante באיזה אחוז החזקה במניות של חברת השכבה תחדל לה-


**חוק הריכוזיות חל כיום גם על חברות שהרצינול של החוק לא אמור לחול עליהן. יש לקוות שעניין זה יתוקן במסגרת תקנות שיתקין מחוקק המשנה**



כריכת ספרו של ד"ר לחובטקי



שאלה נוספת שעולה בהקשר זה היא אם סעיף 22(י) האמור חל בכל מקרה של שליטה בניגוד להוראות החוק, או תנאי נוסף לתחולתו מעבר לשליטה בניגוד להוראות החוק הוא הגשת בקשה למינוי נאמן. גם לשאלה זו אין תשובה חדה וברורה בחוק. אמנם סעיף 22(י) הוא חלק מהסעיף העוסק במינוי נאמן, ועל כן, לכאורה, החלתו מותנית בהגשת בקשה למינוי נאמן; אך מנגד, מבחינת לשונו, מבחינת מטרות חוק הריכוזיות, לאור ההשוואה בין סעיף 22(י) להוראות דומות בחוק החברות, ומהבחינה המהותית, אין סיבה להניח שהסנקציה של הרדמה מותנית גם בהגשת בקשה למינוי נאמן. לפיכך, ככל שהספק לעניין תנאי התחולה של סעיף 22(י) נובע רק ממיקומו בסעיף העוסק במינוי נאמן, הרי נראה שהיה עדיף שסעיף 22(י) יועבר לסעיף 21 לחוק הריכוזיות כדי למנוע ספק זה.

אפשר להמשיך ולעורר שאלות על הוראות חוק הריכוזיות ועל התזה שבבסיסו, אך דעתי היא שרצוי להבהיר את החוק עוד בטרם המועד שבו החזקה בחברת שכבה שלישית תיהפך לאסורה, כדי שהוא אכן יגשים את מטרתו. 

תקיים שליטה של החברה השולטת. הכרעה זו אינה פשוטה, ועל כן אולי היה עדיף לאמץ לצורך הגדרת "שליטה" דוקא את ההגדרה שבסעיף 268 לחוק החברות (ולא זו שבחוק ניירות ערך), הקובעת שלבעל שליטה ייחשב גם אדם המחזיק ב-25 אחוז או יותר מזכויות ההצבעה, אם אין אדם אחר המחזיק בלמעלה מ-50 מזכויות ההצבעה בחברה.

שאלה אחרת העולה מעיון בחוק היא מדוע למכור בכפייה את אמצעי השליטה המקנים שליטה במקום להרדים אותם. סנקציית הרדמה היא הסנקציה הנהוגה במקרים דומים בחוק החברות (לדוגמה, בעת שנרכשת דבוקת שליטה שלא בהתאמה להוראות חוק החברות). יתרה מזו, המחוקק עצמו הביע את דעתו בסעיף 22(י) לחוק הריכוזיות שהסנקציה של הרדמה היא סעד ראוי במקרה של הפרת סעיף 21 לחוק. סעיף 22(י) לחוק הריכוזיות קובע כך: "שלטה חברת שכבה בחברת שכבה אחרת בניגוד להוראות פרק זה, וכל עוד לא מינה בית המשפט נאמן [...] לא יקנו אמצעי השליטה בחברת השכבה האחרת המוחזקים בידיה זכויות הצבעה כלשהן באסיפה הכללית של חברת השכבה האחרת".