

חידושים ומגמות בדיני תאגידיים מנקודת מבטו של עורך הדין המסחרי*

מאת

מיה ליקוורניק, ** אדם שפירא***

“If you have ten thousand regulations, you destroy all respect for the law.” Winston Churchill

השנה החולפת התאפיינה באירועים רבים אשר השפיעו על המשק הישראלי – חלקם היו המשך ישיר של המשבר הכלכלי שפקד את העולם וחלקם ייחודיים לישראל. רשימה זו סוקרת ובוחרת את ההתרחשויות העיקריות בשלושה תחומים מרכזיים: מבול הרגולציה הניחת על שוק ההון חדשים לבקרים; החידושים שפקדו את תחום ההשתלטויות העוינות, שהיה בעבר תחום מנומנם יחסית; הדיון המתמשך סביב שכר הבכירים. בחינת אותן התרחשויות תיעשה מנקודת מבטו של עורך הדין המסחרי אשר נדרש להתמודד עם השלכותיהן על לקוחותיו ועליו בד בבד עם היותו, לא אחת, אחד המניעים של תהליכים אלו.

ברשימה ננסה לבחון את ההשלכות שיש להיקף הרגולציה על השוק תוך התמקדות בשאלת העלויות המוטלות על הגופים המבוקרים וחוסר הוודאות שבמסגרתו הם פועלים וכן להציע פתרונות, בין היתר בדמות הבחנה בין חברות גדולות לקטנות ושקילה ראויה של העלויות הכרוכות בעמידה בכללי הרגולציה קודם להחלתם.

סקירת ההיסטוריה של שוק ההשתלטויות העוינות תלווה בניתוח הניסיונות להשתלט על חברות ישראליות באמצעות השיטה המכונה מלחמת פרוקסי ותציע פתרונות אפשריים לשאלת הגורמים לשימוש הנרחב בה בתקופה האחרונה, לאחר שלא נעשה בה כל שימוש דומה בעבר. בין היתר תטען הרשימה כי לשינויים שעוברים על עורכי הדין המסחריים עצמם יש השפעה על שוק ההשתלטויות העוינות.

נוסיף ונטען כי ניסיונות ההתמודדות עם שאלת שכר הבכירים – תחום אשר זכה לפופולריות רבה בשנה החולפת – ככל שהם נעשים באורגנים של חברות עליהם להיעשות מבעד למשקפיים עסקיים-מקצועיים, להבדיל ממשקפיים

* המאמר מושתת על הרצאה שנישאה בכינוס שנת המשפט באוניברסיטת חיפה. המחברים מבקשים להודות לחברי מערכת “דין ודברים” על הערותיהם המועילות. כל אתרי האינטרנט המאוזכרים להלן נצפו באחרונה ביולי 2011.

** שותפה בכירה, מיתר, ליקוורניק, גבע & לשם, ברנדויין ושות', עורכי דין.
*** עורך דין, מיתר, ליקוורניק, גבע & לשם, ברנדויין ושות', עורכי דין.

"חברתיים-מוסריים", וכי בפועל לא ברור כלל אם כל הבעיות שבהן חזינו במשק האמריקאי רלוונטיות גם לישראל.

מבוא. פרק א: מבול של רגולציה; 1. השפעת הרגולציה על חברות קטנות; (א) לחברות קטנות קשה יותר להתמודד עם שלל ההוראות הרגולטוריות; (ב) העלויות המוטלות על חברות קטנות אינן פרופורציונליות לגודל שלהן; 2. עלויות חוסר ודאות; 3. כמה רגולציה היא רגולציה מועילה? **פרק ב: הרחבת שוק ההשתלטויות העוינות בישראל;** 1. מבנה שוק ההון בישראל; 2. השינויים והחידושים להם היינו עדים בעת האחרונה; 3. המקורות לשינויים בהם חזינו בתקופה האחרונה; (א) השינויים בישראל; (ב) הבדלי עלויות בין מנגנוני ההשתלטות; (ג) שוק ההון וחברות טכנולוגיות; 4. ההשלכות של אימוץ שיטות חדשות של השתלטויות עוינות; **פרק ג: תגמול בכירים;** 1. הדיון החברתי על שכר "ראוי"? 2. האם מבנה חבילות התגמול פוגע בחברות במקום לסייע להן? 3. מה קורה בסוף היום? **פרק ד: סיכום.**

מבוא

שנת תש"ע התאפיינה במספר מגמות חדשות בדיני התאגידים. בשנה זו היינו עדים לעבודה מאומצת של הרגולטורים האמונים על שוק ההון, ובהם הרשות לניירות ערך, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון והמפקח על הבנקים. התאגידים הכפופים לאותה רגולציה – חברות ציבוריות, תאגידים מדווחים, בנקים ומשקיעים מוסדיים וכמובן היועצים המשפטיים שלהם – נאלצו לנווט ביים סוער. הפרק הראשון של חיבור זה יציג את התוצאות של מגמה רגולטורית זו ובפרט את השפעתה על התאגידים ועל עורכי הדין המלווים אותם, ונוסף על כך, יעסוק בשאלה אם מספר כה גדול של הוראות והנחיות אכן מועיל למשק.

בשנה החולפת דרך כוכבן של ההשתלטויות העוינות, או לכל הפחות ניסיונות לבצע השתלטויות שכאלה. לאחר שבמשך שנים רבות חזה המשק הישראלי במספר זעום של ניסיונות להשגת שליטה בחברה ציבורית בניגוד לדעתם של הנהלה ובעלי מניות השליטה, בתקופה האחרונה גדל מספרם, תוך שאנו עדים גם להופעתה של שיטה המשמשת בעולם זה עשורים אחדים, אך בישראל היא בגדר חידוש – מלחמות פרוקסי. הפרק השני של חיבור זה יסקור את התפתחותו של שוק ההשתלטויות העוינות וינסה להסביר את המקורות לשינוי המגמה ואת ההשלכות שעשויות להיות לו.

הפרק השלישי ידון בשאלת השכר המשולם לבכירי החברות הציבוריות, ובפרט בהשפעת זליגתן של טענות שאינן עסקיות גרדא לשיח התאגידי. נושא זה (בצד הדיון בנושא הריכוזיות במשק) היה במוקד השיח הציבורי, הפוליטי והתקשורתי. מלבד ועדת השרים שמונתה לדון בשאלת שכר הבכירים ומלבד תזכיר הצעת חוק אשר גובש בנושא,

התקבלה השנה גם הצעת חוק מהותית אשר נועדה בין היתר לתקן את הסעיפים בחוק החברות¹ העוסקים בממשל תאגידי ואשר להם השפעה על הסוגיה.

פרק א: מבול של רגולציה

הדעה הרווחת היא כי את המשבר הכלכלי הגדול אשר מופעים שונים שלו עדיין מלווים כלכלות רבות יש לייחס בין היתר לכשלים רגולטוריים, כשלי פיקוח וכשלים בממשל תאגידי. אף על פי שכשלים רבים מאלו שבבסיס המשבר לא היו מנת חלקו של המשק הישראלי, מבול הרגולציה השוטף אותנו חדשים לבקרים מעיד כי הרגולטור בישראל סבור כי יש הרבה "קלקולים" להתמודד עמם, או אולי למנעם. רק בשנת תש"ע הוציאו הרשות והממונה תחת ידם למעלה ממאה הוראות, הנחיות, חוזרים, הבהרות והצעות לתיקוני חקיקה ראשית ומשנית.² לכל אותם חוזרים, הוראות והנחיות מצטרפת גם התורה שבעל פה – בעבודה יום-יומית עם הרשות מגלות חברות כי סעיף שהוסף לתקנון שלהן לפני כעשור אינו מקובל עוד על הרגולטור ויש לשנותו,³ או שחוות דעתו של מעריך השווי שעל פיה הוכנו הדוחות הכספיים איננה מקובלת על הרשות, אשר מבקשת לצרף חוות דעת אחרת או אפילו מביאה שמאי מטעמה.⁴

- 1 חוק החברות, תשנ"ט-1999, ס"ח 189.
- 2 בין היתר אפשר למנות הנחיות למשקיעים מוסדיים, חוזרים לתאגידים בנקאיים, החלטות אכיפה חשבונאיות, סדרי טיפול בתשקיפים, הצעות לתיקון חוק ניירות ערך והתקנות לפיו ועוד ועוד. הבדיקה נעשתה באמצעות אתרי האינטרנט של הרשות והממונה. לבדיקה זו אפשר להוסיף גם את הוראותיו והנחיותיו של המפקח, אשר חלות על מספר קטן בהרבה של תאגידים.
- 3 חברה ציבורית שיוצאת בהנפקה שנייה עשויה להיתקל בהתנגדות של הרשות, למשל מכוח סעיף 21(א) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, ס"ח 234, הקובע כי הרשות תיתן היתר לפרסום תשקיף רק אם התקיימו בו הוראות החוק וכן דרישות הרשות.
- 4 סעיף 36(ז)(2) לחוק ניירות ערך קובע כי לרשות יש סמכות להורות לתאגיד מדרווח להגיש חוות דעת נוספת על זו שהוגשה מטעמו בדוח קודם. למשל, במחצית השנייה של 2010 היינו עדים לניסיון לביצוע עסקה סיבובית בין רילון ובעלת השליטה בה, אלדן-טק, לבין טאו תשואות – שבמסגרתה הייתה רילון עתידה לרכוש מטאו קרקעות ברומניה בתמורה למזומן ומניות שיוקצו לה על ידי רילון ואלדן-טק. במסגרת אותה עסקה הוערכו הקרקעות ברומניה על ידי שמאים מטעם רילון בכ-3.7 מיליון אירו. לאחר שהרשות קיבלה מרילון הבהרות בקשר לאותה הערכת שווי, אך עדיין לא הסכימה עמה, הופחת שווי המקרקעין בכ-43% לכ-2.1 מיליון אירו בלבד. ראו בעניין זה הדיווח המידי של רילון באתר הרשות: www.magna.isa.gov.il/internet/Forms/2010-01-590343/File2010-01-590343.htm. כן ראו את הודעת הרשות בקשר לשליחת שמאים מטעמה לבדוק את הקניין שהקימה אפריקה ישראל במוסקוה, כפי שפורסמה באתר TheMarker Online: "רשות ני"ע מסבירה: מדוע שלחנו מעריכים מטעמנו לבדיקת נכסיו של לבייב ברוסיה?" www.themarket.com/markets/1.575733 7.2.2010.

התוצאה הסופית היא שמידת האינטראקציה שעורכי הדין נדרשים לה עם הרשות ועם הממונה עלתה לאין שיעור בשנים האחרונות. במקרים רבים מבקש הלקוח מעורך הדין חוות דעת בשאלה משפטית כלשהי, ועורך הדין, שאינו יכול לתת תשובה ודאית, פונה לרגולטור כדי לשמוע את דעתו.⁵ אכן, במקרים רבים חוות דעת משפטיות אינן יכולות לתת תשובה ברורה של שחור או לבן. עם זאת במציאות שבה עורך הדין אינו יכול להעריך את עמדתו של הרגולטור מבלי להידרש לדיאלוג עמו, או שבדיעבד מתברר שהערכתו של עורך הדין הייתה שגויה משום שהרגולטור מציג עמדה חדשה המנוגדת לעמדה קודמת שלו, נפגע הביטחון המסחרי. המרחק בין חוסר ודאות מוחלט לבין מצב שבו אפשר להסתמך על חוות דעת משפטית גם אם הכתוב בה מסוייג על ידי הכותב במספר רב של סייגים, הוא רב.

דברים אלה מוצאים ביטוי גם בנתונים המוצגים באתר הרשות, מהם עולה כי במספר הפניות המקדימות אליה חלה בשנתיים האחרונות עלייה ניכרת.⁶ להלן נראה כי אותה הרגולציה מביאה לעלויות נוספות המוטלות על חברות ציבוריות. הטענה שפרק זה מבקש להעלות אינה חלילה כי הרגולציה היא כשלעצמה רעה. הטענה היא כי על אף העובדה שהרגולציה הוכיחה את עצמה כמועילה למשק הישראלי, עודף של רגולציה עלול לפגוע במשק בכלל ובתאגידים חלשים יותר בפרט, וכי דברים אלה מקבלים משנה תוקף שעה שאותה רגולציה נעשית על דרך של "כיבוי שרפות".

1. השפעת הרגולציה על חברות קטנות:

(א) לחברות קטנות קשה יותר להתמודד עם שלל ההוראות הרגולטוריות:

כמות כה גדולה של הנחיות והוראות, אשר נחתות בפרק זמן קצר יחסית ובתדירות כה גבוהה, מכבידה מאוד על פעילותן של החברות הציבוריות בישראל. אמנם תאגידי הענק, אשר מעסיקים מחלקות משפטיות גדולות הנתמכות על ידי הטובים שבמשרדי עורכי הדין, מצליחים להישאר מעודכנים גם בקצב של הוראה רגולטורית חדשה כל שלושה ימים, אך לחברות הציבוריות הקטנות, שהן הרוב הדומיננטי בבורסה לניירות

5 כבר בסוף שנת 2003 החליטה הרשות על הרחבת ההסדר שבמסגרתו יוכלו חברות ציבוריות לפנות אליה כדי לקבל הנחיה מקדמית. ראו: "סגל רשות ניירות ערך מנהיג הסדר פרה-רולינג לחברות ציבוריות" חדשות הרשות לניירות ערך (4.12.2003) www.isa.gov.il/Default.aspx?Site=MAIN&ID=8,175,753.

6 אף על פי שכאמור כבר ב-2003 פעלה הרשות לעודד פניות מקדמיות אליה, למעלה ממחצית מהפניות המוצגות באתר הן מהשנים 2009 ו-2010. ראו באתר: "פניות מקדמיות בנושאים משפטיים" הרשות לניירות ערך www.isa.gov.il/Default.aspx?Site=TAAGIDIM&ID=2394,2397,3804.

ערך בתל-אביב,⁷ קשה מאוד להתמודד עם הקצב. אשר על כן האופציות העומדות בפניהן הן שתיים: להקדיש משאבים גדולים מאוד (באופן יחסי) להוצאות משפטיות או להחמיץ פה ושם הוראה כזו או אחרת. עם קבלת תיקון החקיקה אשר זכה לכינוי "חוק האכיפה המשלימה", להחמצות מעין אלו עלולות להיות השלכות מרחיקות לכת.⁸

לעומת זאת בארצות הברית המצב מעט שונה, שכן המחוקק היה ער להבדלים שבין תאגידי ענק לבין חברות קטנות. דיני ניירות הערך האמריקאיים ידעו, החל מראשיתם בשנות ה-30 של המאה הקודמת, להבחין בין החובות החלות על חברות גדולות לאלה החלות על חברות קטנות.⁹ גם היום זוכות חברות קטנות להקלות בחובות הדיווח החלות עליהן. לדוגמה, במסגרת סעיף 989G ל-Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, אשר אושר לאחרונה, פטר המחוקק האמריקאי חברות המתאימות להגדרה של non-accelerated filers¹⁰ מחובות הדיווח המחמירות של

7 נכון לחודש אוקטובר 2010 היו רשומות למסחר בבורסה 611 חברות. ראו: "סקירה חודשית, אוקטובר 2010" הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, [http://www.tase.co.il/NR/rdonlyres/3C5F7553-3D8E-4F87-BBD2-574EF5305F85/0/Summary_2010_10_162876.pdf]. שווי השוק של פחות מ-5% מביין אותן חברות עולה על 5 מיליארד ש"ח, ושווי השוק של פחות מ-15% מהן עולה על מיליארד ש"ח.

8 ראו: חוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), תשע"א-2011, ס"ח 206, אשר פורסם ביום 27.1.2011. רשימה זו לא תעסוק בתיקון חקיקה זה, אך די עם נציין בקצרה כי הוא יוצר הליך מנהלי שבמסגרתו אפשר להטיל סנקציות מנהליות על תאגידים ונושאי משרה בגין הפרות שונות של דיני ניירות ערך. אותו הליך יהיה שונה מהדיון בבית משפט במספר רב של אופנים, לרבות דיני הראיות, זכויותיו של המפר, סדרי הדין והמוטב (ועדה ולא בית משפט). בסופו של התהליך יהיה אפשר להטיל על המפר מגוון סנקציות, לרבות קנסות כבדים וביטול או התליה של רישיונות, אישורים או היתרים. תיקון חקיקה זה גם מגדיל את האפשרות של הרשות להטיל עיצום כספי בגין הפרות אחדות. בשונה מהעברות הפליליות הקבועות בחוק ניירות ערך, ההפרות שהוספו בתיקון ומצויות כיום בתוספת השביעית לחוק ניירות ערך אינן מחייבות כי למפר תהיה מחשבה פלילית, אלא מסתפקות ברלשנות ולעתים אף למטה מכך. העונשים הכספיים שמאפשר החוק להטיל הם כבדים ועלולים להגיע עד ל-5 מיליון ש"ח לתאגיד ומליון ש"ח ליחיד. לבסוף, אותו החוק גם אוסר על רכישת ביטוח או על התקשרות בהסכם שיפוי בנושא ההפרות המנויות בו. לקריאה נוספת ראו: עדי זלצמן ודודן אלנתן, "האכיפה המינהלית והבטחתה לשינוי איכותי בשוק ההון בישראל", תאגידים ח/1 (2011) 43; אהוד סול ואלעד טריויס, "על איסור הביטוח והשיפוי בחוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך", תאגידים ח/1 (2011) 19; לעניין דוגמאות של הפעלת חקיקה דומה בארצות הברית ראו: אור בר-און גיל "אכיפה דרך הכיס" גלובס 20.12.2009. www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000523714&fid=861

9 Fend Gao, Joanna Shuang and Jerold Zimmerman, "Unintended Consequences of Granting Small Firms Exemptions from Securities Regulation: Evidence from the Sarbanes-Oxley Act", 47 *Journal of Accounting Research* (2009) 459 [http://bauerbeta.bauer.uh.edu/downloads/accounting/symposium/Unintended_Consequences_PAPER.pdf]

10 מדובר בחברות שהשווי הצף שלהן (כלומר, שווי השוק של החלק שאינו מוחזק על ידי בעל השליטה) נמוך מ-75 מיליון דולר. ראו: (2006) 240.12b-2 C.F.R. §17.

404 ל-Sarbanes-Oxley Act¹¹. החלת כלל דומה על תאגידים באותו סדר גודל בישראל הייתה פוטרת קבוצה גדולה של החברות הנסחרות בבורסה מחלק ניכר מחובות הדיווח שלהן. נציין עוד כי גם הוועדה אשר יעצה ל-SEC בנושא חובות הדיווח של חברות ציבוריות קטנות ציינה ברוח שלה כי לדעתה יש להתאים את אותה רגולציה לגודל החברות (Scaling)¹².

(ב) העלויות המוטלות על חברות קטנות אינן פרופורציונליות לגודל שלהן:

התמיכה במתן פטור מחובות דיווח מחמירות לחברות קטנות החלה להישמע זמן לא רב לאחר שנחקק חוק סרבנס-אוקסלי. חלק גדול מאותן ביקורות טענו שהחוק נחקק בחיפזון (ואפילו בפזיזות) ושהחברות הקטנות משלמות את המחיר על הטעויות שעשו חברות הענק. על אותן חברות קטנות לשאת בעלויות גבוהות מאוד שעה שהן מנסות לעמוד בחובות החדשות שהוטלו עליהן.¹³ מחקר שנערך על ידי ה-National Directors Institute מלמד כי גם חברות קטנות חזו בעלויות גדולות בהוצאות המשפטיות שלהן לאחר חקיקת חוק סרבנס-אוקסלי.¹⁴ אחת הטענות בהקשר זה היא כי הסכומים שעל החברות הקטנות להוציא מסתכמים במאות אלפי דולרים בשנה – ולעתים אף יותר. לאותן הוצאות יש השפעה בין היתר על שווי מניותיהן של החברות הקטנות, וכך אלה שנפגעים הם בעלי המניות – אותם בעלי מניות שעליהם נועד החוק להגן.¹⁵ יישום בישראל של העיקרון האמריקאי בדבר התאמת הרגולציה לגודל החברות עשוי לסייע לשוק בכללותו ולהבטיח שרווחיהן של חברות קטנות אך יעילות לא יישחקו על ידי תשומות הרגולציה, כך שאלה תמשכנה להציג תשואות חיוביות.

-
- 11 John L. Orcutt, "The Case Against Exempting Smaller Reporting Companies from Sarbanes-Oxley Section 404: Why Market-Based Solutions Are Likely to Harm Ordinary Investors", 14 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* (2009) 325, pp. 400-409
- 12 Final Report of the Advisory Committee on Smaller Public Companies to the U.S. Securities & Exchange Commission, Exchange Act Release No. 8666, 71 Fed. Reg. 11090, pp. 11095-11097 (2006)
- 13 Nathan Wilda, "David Pays for Goliath's Mistakes: The Costly Effect Sarbanes-Oxley has on Small Companies", 38 *J. Marshall L. Rev.* (2004) 671, pp. 680-687; Ginger Carroll, "Thinking Small: Adjusting Regulatory Burdens Incurred by Small Public Companies Seeking to Comply with the Sarbanes-Oxley Act", 58 *Ala. L. Rev.* (2006-2007) 443
- 14 Lance J. Kimmel and Steven W. Vazquez, "The Increased Financial and Non-Financial Costs of Staying Public", *National Directors Institute* (2003) [.pdfserver.amlaw.com/nlj/051203costs-study.pdf](http://pdfserver.amlaw.com/nlj/051203costs-study.pdf)
- 15 Wilda (לעיל, הערה 13) בעמ' 684.

2. עלויות חוסר ודאות:

קושי אחר שחברות ציבוריות, גדולות כקטנות, נאלצות להתמודד אתו הוא חוסר הוודאות אשר נגרם משינויים תכופים ברגולציה. אכן, שינויי חקיקה הם משהו שאפשר ברוב המקרים להתכונן אליהם¹⁶ – אותם שינויים כוללים תהליך מקדים הנמשך במרבית המקרים יותר משנה. עם זאת שינויים רבים יכולים להיעשות אפילו יום-יום: הרשות יכולה לפרסם חוות דעת משפטית או הנחיה מבלי שהעמידה טיוטה מוקדמת שלהן לעיון ולהערות הציבור. מלבד זאת, במקרים רבים עמדת הרשות יכולה להתגלות באופן אגבי, למשל כחלק מההתנהלות המקדימה לפרסום תשקיף, כאשר הרשות מחליטה ברגע האחרון להתנגד לפרט מסוים הגם שעד היום חברות רבות התנהלו כך ללא כל התנגדות, או אפילו כאשר הרשות מגלה את עמדתה לראשונה בבית המשפט.¹⁷

העלויות הנגרמות מחוסר ודאות הן תופעה ידועה.¹⁸ במקרה של חברה ציבורית הפגיעה הגדולה ביותר נגרמת מהקושי לנהל ולכלכל את צעדיה. ניקח לדוגמה תאגיד המעוניין לצאת במהלך עסקי מסוים – לרכוש נכס מקרקעין, להשתלט על חברה אחרת, לגייס הון או חוב. את חוסר הוודאות העסקי ("סיכון") יוכל אותו תאגיד לתמחר במחיר העסקה, כפי שעושות חברות במרבית המקרים. עם זאת את חוסר הוודאות המשפטית אין כל דרך לתמחר מראש. ייתכנו מקרים שבהם תאגידים יחליטו לוותר על עסקאות שהתועלת המצרפית שלהן חיובית רק משום שאינם בטוחים באפשרות שלהם להשלים את אותן עסקאות.¹⁹ מלבד זאת, העובדה שהרגולציה משתנה כה תדיר פוגעת גם

16 אם כי אין כל מניעה כי חקיקה ראשית תיעשה במהירות ובחופזה, אפילו בתוך ימים ספורים. ראו למשל: בג"ץ 6971/98 פריצקי נ' ממשלת ישראל, פ"ד נג(1) 763, בעמ' 798-803.

17 במהלך הדיון בפר"ק 35560-08-10 סלע קפיטל בע"מ נ' אספן גרופ בע"מ (פורסם בנבו, 7.11.2010) (להלן – עניין סלע) גילתה הרשות את דעתה כי החלטת המליאה 8-102: התניית הצעת רכש בתנאים, אשר פורסמה על ידיה ביוני 2005 ובה נדונה תקנה 4(ב)(1) לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), תש"ס-2000, ק"ת 314, המתירה למציע להתנות את הצעת הרכש שלו בקבלת "אישור, רשיון, היתר או הסכמה מאת רשות מוסמכת או אישור אחר על פי דין", נכללת גם האפשרות להתנות את הצעת הרכש באישור בעלי המניות של החברה הנרכשת לשינוי תקנונה. גילוי הדעת, הגם שהיה מנוגד לפרשנות שהעניקו עורכי הדין המסחריים לאותה הוראה עד לאותו מועד (וכן ללשון התקנות), מקל השתלטות עוינת באמצעות הצעת רכש, שכן הוא מאפשר למציע לפעול לשינוי התקנון במהלך אחד עם רכישת המניות ולא קודם לפרסום ההצעה.

18 ראו למשל: Agnar Sandmo, "On the Theory of the Competitive Firm Under Price Uncertainty", 61 *Am. Econ. Rev.* (1971) 65.

19 לדיון נוסף בעלויות עסקה ולקשר שלהן לתנאים של אי-ודאות ראו: Howard A. Shelanski, "Empirical Research in Transaction Costs Economics: A Review and Assessment", 11 *J. L. Econ. & Org.* (1995) 335, p. 339; Oliver E. Williamson, "Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relation", 22 *J. L. & Econ.* (1979) 233, pp. 253-254.

במהלכים שכבר החלו: לוחות הזמנים לביצוע הנפקה עלולים להתארך בגלל הוראות חדשות או בגלל התנגדות להסדר כזה או אחר, שיום קודם לכן התקבל על ידי הרשות בסבר פנים יפות, ועלויות העסקה גדלות בהרבה מהמשוער. חברה אשר מתכננת לגייס הון בינאר אך מצליחה לגייסו רק ביוני בשל התארכות דיונים עם הרגולטור, עלולה להיפגע מהעיכוב באי-ספור דרכים. לעתים הרגולטור צודק, לעתים הוא טועה, ולעתים האמת נמצאת באמצע. כך או כך, לחוסר הוודאות מחיר כבד.

3. כמה רגולציה היא רגולציה מועילה?

כאמור, אין בכוונתנו לטעון כי רגולציה או פיקוח של הרגולטור הם פסולים, או שאין כשלי שוק הדורשים תיקון. בשלוש השנים האחרונות ראינו שהמשק הישראלי חווה את משבר האשראי בצורה מינורית יותר ממרבית מדינות העולם המערבי.²⁰ האם תופעה זו אכן מעידה שהרגולטורים שלנו עושים את עבודתם נאמנה, או דווקא מאותתת כי יש לנו משק בריא שאינו מצריך התערבות חוזרת של המחוקק?

אכן, נשמעו טענות רבות ולפיהן הרגולציה המוצלחת והמדיניות הזהירה שהפעילו האחראים על הכלכלה שלנו היא שתרמה לחוסנו היחסי של המשק הישראלי בשנים 2007-2010.²¹ עם זאת לצד טענות אלה יש הגורסים כי אותה רגולציה עתידה לפגוע בחלקים מסוימים מהמשק, בין היתר על ידי הקטנת כמות ההלוואות והאשראי הזמין בשוק.²² בדומה, נשמעה הטענה כי שינויי הרגולציה העוסקים בתגמול בכירים הביאו לעיצוב חבילות תגמול אשר גורמות למנכ"לים ליטול סיכונים עסקיים רבים – סיכונים שתרמו רבות לפרוץ משבר האשראי בארצות הברית.²³

20 נגיד בנק ישראל פרופ' סטנלי פישר סבור שישראל נפגעה פחות מהמשבר, בין היתר בזכות איתנות המערכת הבנקאית – איתנות הנובעת גם מהנחיות המפקח. ראו: "דברי נגיד בנק ישראל בועידת הנשיאים של הקהילות היהודיות מארצות הברית" הודעות לעיתונות של בנק ישראל (17.2.2010) www.bankisrael.gov.il/press/heb/100217/100217n.htm. כן ראו: אליעזר שוורץ ועמי צדיק "המשבר העולמי, השלכותיו על כלכלת ישראל והיערכות הממשלה אליו" מרכז המחקר והמידע של הכנסת (16.3.2009) [<http://www.knesset.gov.il/mmm/data/pdf/m02191.pdf>].

21 ראו למשל: David Rosenberg, "The Israeli Economy: After the Financial Crisis, New Challenges", 14 *J. Middle East Rev. Int'l. Affairs* (2010) 68; קרנית פלוג "המשק הישראלי בהשוואה בינלאומית: המשבר וההתאוששות (מצגת)", בנק ישראל (2010) [<http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/neumim/neum345h5.pps>].

22 ישראל קליין, "רגולציה והקטנת הסיכון למשבר אשראי, כתוצאה ממשבר הון, בסקטור החברות הקטנות-בינוניות", רבעון לבנקאות 168 (2010) 40, בעמ' 48-51, הגורס כי "הידוק החגורה הרגולטורית" בעתות משבר עלול להחמירו.

23 Sharon Hannes, "How the Regulation that Followed the Enron Debacle Led to the 2008-2009 Financial Crisis", 2010 [http://works.bepress.com/sharon_hannes/3].

בסופו של יום השאלה היא שאלה של עלות מול תועלת – האם הרגולטורים הישראליים ישכילו למצוא את אותה נקודת שיווי המשקל שבה מחד יזכה הציבור להגנה מספקת, ומאידך יוכלו חברות להמשיך ולנהל את עסקיהן ניהול יעיל ורווחי? עיקר העלויות הנובעות מרגולציה מתחלקות לשתי קבוצות:²⁴ ראשית, עלויות שמקורן במשאבים המוקצים ישירות לצורך עמידה בדרישות הרגולטור. ההצדקה לעלויות אלה היא אמנם ברורה, שכן אי אפשר לצפות שלעמידה בדרישות המחקק לא יהיו עלויות כלל, אך כפי שהובהר לעיל, חלקן עלולות בסופו של יום לפגוע בבעל מניות מן השורה יותר משהן מועילות לו. שנית, עלויות שמקורן בהטלת רגולציה על גורמים שאינם זקוקים לה כלל. בניגוד לסוג העלויות הראשון, אשר בחלק מהמקרים הוא "רע הכרחי", במרבית המקרים לקבוצה השנייה אין כל הצדקה. למשל, ראינו כי בארצות הברית הכיר הרגולטור בכך שחברות רבות אינן זקוקות כלל לרגולציה המחמירה של חוק סרבנס-אוקסלי, ובכך הפחית בצורה דרסטית את העלויות הנגרמות למשק בכללותו מאותה רגולציה. בהקשר זה נטען דווקא כי רגולציה המטילה דרישות גילוי מחמירות מאפשרת פיקוח יעיל בעלות נמוכה יחסית, ואילו סוגים אחרים של רגולציה מטילים על הגוף המפוקח עלויות גבוהות יותר, ולכן יעילים פחות.²⁵ לדעתנו, הרגולטור אינו נותן את דעתו כלל על העלויות הנלוות לדרישותיו, או לחלופין חוטא בהערכת-חסר של העלויות העומדות בפני חברה ציבורית. בעלי המקצוע המלווים חברות ציבוריות, ובהם גם עורכי הדין ורואי החשבון שלהן, מסוגלים להעריך, לפחות הערכה גסה, את העלויות שהחברה צוברת מהטיפול שלהם באספקטים שונים של הרגולציה. הרגולטור, אשר אינו בוחן לעומק את הוצאות החברות על אותם התחומים ואינו מתמקד בהן, יתקשה להעריך את ההשפעה שתהיה להוראה כזו או אחרת על החברה. בעיה זו באה לידי ביטוי במחקר שנערך בשנת 2006 ומצא שהוצאותיהן של חברות בינוניות²⁶ על עמידה בדרישות

24 Luigi Zingales, "The Costs and Benefits of Financial Market Regulation", ECGI- Law Working Paper no. 21/2004 (April 2004), available at: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=536682>. על הוצאות אלה אפשר להוסיף גם את עלויות החקיקה המוטלות ישירות על הרגולטור, אשר על פי סוג הרגולציה הנבחרת יכולות להיות גבוהות או נמוכות. להבדלים בין סוגי החקיקה ראו: Louis Kaplow, "Rules Versus Standards: An Economic Analysis", 42 *Duke L. J.* (1992) 557.

25 Zingales (לעיל, שם) בעמ' 2-3. לאור טענה זו ייתכן שהדרישה להחיל את חובות הדיווח של חוק סרבנס-אוקסלי גם חברות קטנות הייתה מוצדקת, והיה אפשר לחסוך בעלויות על ידי פטירתן מחובות אחרים. עוד נטען בהקשר זה כי חלק מהבעיות, אפילו בתחומים כגון ממשל תאגידי, נובעות מההסדרים החקיקתיים ולא מגורמי שוק. באופן מעשי ראינו כי גם חובות דיווח מטילות על תאגידים רבים הוצאות כבדות (שם, בעמ' 36-37).

26 חברות מסוג Accelerated Filers – אלה שהשווי הצף שלהן הוא בין 75 מיליון דולר ל-700 מיליון דולר, והשווי: לעיל, הערה 10 והטקסט שלידה.

הדיווח של סעיף 404 לחוק סרבנס-אוקסלי היו כ-2.9 מיליון דולר, ואילו ההערכה הראשונית של ה-SEC הייתה שכל חברה כזו תוציא כ-91 אלף דולר בלבד.²⁷ בסופו של יום, דיון זה מצטמצם לכדי שאלה אחת והיא אם העלויות שהרגולציה מטילה על המשק קטנות מהתועלת שהיא מביאה לו. אם התשובה היא בחיוב, העלויות שצוברות חברות קטנות ותופעות כמו רישום למסחר בחו"ל ("בריחה" מן הבורסה בתל-אביב אשר הרישום אליה מכפיף חברות להוראות הרשות לניירות ערך) או מחיקה מן המסחר (הפיכת חברה מציבורית לפרטית) נסוגות מפני טענת התועלת המצרפית של המשק כולו. בארצות הברית נעשו מחקרים שממצאיהם היו לכאן ולכאן,²⁸ ונדרמה כי יחלפו שנים (אם בכלל) עד אשר יערך מחקר דומה על השוק הישראלי. פתרון אפשרי לבעיה זו יכול להיות מנגנון פיקוח אופציונלי – בדומה למנגנון "אמץ או גלה" המיושם במקומות אחרים, שתאגידים יוכלו לבחור בו אם יהיו מעוניינים לקחת על עצמם את העלויות הכספיות הכרוכות בעמידה בתנאי רגולציה מחמירים. הטענה היא כי השוק יתמחר את מניות התאגידים אשר יבחרו שלא לאמץ כללים אלה על פי זה, וכך ערך מניותיהם ירד. כך, רק התאגידים אשר אימוץ הרגולציה יביא לתוצאה יעילה כלכלית מבחינתם אכן יבחרו לאמצה.²⁹ הצעה זו עשויה לקבל חיזוק מהממצאים שלפיהם גם בישראל קיים קשר בין ביצועי חברות ציבוריות ושיעורי התשואה על מניותיהן לבין איכות כללי הממשל התאגידי המאומצים על ידיהן.³⁰

אם כן, נראה כי הפתרון הנכון אינו קביעת נורמה אחידה דווקא אשר תהא נכונה לכל החברות הציבוריות, ובכל המצבים. אפשר כי על הרגולטור לאמץ גישה גמישה יותר, אשר מחד תגן על ציבור המשקיעים, ומאידך לא תרגום לריקונה של הבורסה בתל-אביב.

Paul P. Arnold, "Give Smaller Companies a Choice: Solving Sarbanes-Oxley Section 404 Inefficiency", 42 *U. Mich. J. L. Reform* (2009) 931, p. 934

שם, בעמ' 944.

Roberta Romano, "The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance", 114 *Yale L. J.* (2005) 1521, pp. 1595-1597

(27) בעמ' 940-942.

30 שמואל האזור, גיתית גור-גרשגורן ולורין סמדר, "בחינת הקשר בין איכות ממשל תאגידי לבין ביצועיהן של חברות שהשליטה בהן מרוכזת בידי קומץ בעלי שליטה", Working Paper No. 2008-1 **The Business School Working Paper series** (2008) [\[http://web2.ono.ac.il/ShauserPublish/files/2008.1.pdf\]](http://web2.ono.ac.il/ShauserPublish/files/2008.1.pdf)

פרק ב: הרחבת שוק ההשתלטויות העוינות בישראל

1. מבנה שוק ההון בישראל:

השוק הישראלי מתאפיין בשיעור בעלות גבוה בחברות ציבוריות,³¹ ובכך הוא דומה לחלק גדול ממדינות העולם (אך לא לאנגליה ולארצות הברית).³² לכל אחד ממבני הבעלות הללו (בעלות מרוכזת ובעלות מבוזרת) יתרונות וחסרונות משלו, והגם שבעבר הדעה הרווחת הייתה כי מבנה הבעלות המבוזרת עדיף, יותר ויותר רווחת הדעה כי לאף אחד מהמבנים אין יתרון אבסולוטי על האחר.³³ בדומה לשאלת שכר הבכירים, אשר תידון להלן, שאלת הריכוזיות זכתה גם היא לכותרות רבות בעיתונות בשנה החולפת עת החליטו ראש הממשלה ושר האוצר על מינוי ועדה שתבחן את הנושא ותגבש המלצות.³⁴ שיעורי האחזקה הגבוהים המאפיינים את שוק ההון שלנו הביאו להיותן של השתלטויות עוינות (רכישת החברה בניגוד לעמדת הנהלתה ובעלי מניות מהותיים בה) אירוע נדיר בנוף הישראלי.³⁵ בחברות שבהן בעל השליטה מחזיק מעל ל-50% מהמניות, השתלטות כזו לכאורה כלל אינה בגדר אפשרות כלל. לעומת זאת חברות שבהן בעל השליטה מחזיק בשיעור נמוך יותר של המניות – וממשיך לשמור על היכולת לכוון את ענייני התאגיד – חשופות להשתלטות של גורם חיצוני. כפי שנראה להלן, אף על פי ששוק השליטה בישראל נותר שוק קטן, והשתלטויות עוינות (או ניסיונות לבצען) נותרו בגדר אירוע נדיר – עדיין אפשר לחוש בשינוי מגמה.

2. השינויים והחידושים להם היינו עדים בעת האחרונה:

השינויים בשוק זה, בדומה לשווקים אחרים, מושפעים ממצב המשק ומהרגולציה החלה עליו. המשק האמריקאי למשל חווה גידול ניכר במספר ההשתלטויות החל מאמצע שנות השבעים ובמרבית שנות השמונים, בעיקר הודות לשינויים במצב השוק.³⁶

31 אסף חמדני "ריכוזיות השליטה בישראל – היבטים משפטיים" המכון הישראלי לדמוקרטיה [http://www.idi.org.il/PublicationsCatalog/Documents/PP_78/PP_78_FINAL_FILE.pdf] (2009).
 32 Refael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes and Andrei Shleifer, "Corporate Ownership Around the World", 54 *J. Fin.* (1999) 471.
 33 חמדני (לעיל, הערה 31) בעמ' 23-24.
 34 אדריאן פילוט "ד"ר שיינין על הריכוזיות: לא לפרק את הקבוצות, לחזק הרגולציה" גלובס www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000593933 14.10.2010.
 35 שרון חנס, "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עוינות על חברות בישראל", עיוני משפט כו (תשס"ג) 819, בעמ' 832.
 36 לתיאור התמורות במשק האמריקאי בהקשר זה וכן לשינויים שחלו בשוק ההשתלטויות העוינות בשנות התשעים ראו: Carol B. Swanson, "The Turn in Takeovers: A Study in Public Appeasement and Unstoppable Capitalism", 30 *Ga. L. Rev.* (1996) 943.

לעומתו, המשק הישראלי זכה לחזות בניסיונות לבצע השתלטות עוינת רק בשלב מאוחר מזה – בשנות התשעים – אך גם אז מדובר היה באירועים ספורים.³⁷ בשנים 2008-2010 היינו עדים לניסיונות לבצע השתלטות עוינת בשיטות "חדשות" לשוק ההון הישראלי. במקום לנסות להשיג שליטה בחברה באמצעות רכישה מסיבית של מניות, אותם מהלכים החלו בניסיונות להחליף את דירקטוריון חברות המטרה.³⁸ מדובר במהלך אשר זכה לשם "מלחמת פרוקסי" – גורם המעוניין להשתלט על החברה מציע מועמדים מטעמו כחברים בדירקטוריון ומנסה להשיג את תמיכת רוב בעלי המניות למינוים.³⁹ השליטה מושגת לא באמצעות אחזקה במניות שליטה אלא באמצעות שליטה בדירקטוריון.⁴⁰

המגמה החלה כאמור כבר בשנת 2008, עת ניסתה חברת אופטיבייס לרכוש את השליטה בחברת סקופוס, שבה היא הייתה בעלת מניות מהותית. כדי להחליף את כל דירקטוריון סקופוס היה על אופטיבייס להתמודד גם עם הסעיף בתקנון שקבע שלחברה יהיה דירקטוריון מדורג.⁴¹ ניסיון זה לא צלח בסופו של דבר.⁴²

37 ב-1996 זכה לפרסום רב ניסיון ההשתלטות של דויד גילה על חברת סאיטקס. ראו: שגיא חמץ "סאיטקס לא נבהלה מדויד" הארץ 12.4.1996. ניסיון השתלטות זה נכשל. ב-1998 הופתע המשק מההשתלטות המהירה שביצע יצחק תשובה על חברת דלק. ראו: חנס, (לעיל, הערה 35) בעמ' 836. לתיאור מקרה אחר של השתלטות עוינת, לאחר חקיקת חוק החברות, ראו: שרון חנס ועומרי ידלין, "כשלים בהסדר של הצעת רכש מיוחדת – לקחים בעקבות טבילת-האש הראשונה של חוק החברות", *עיוני משפט* כז(3) (תשס"ד) 787, בעמ' 801-807.

38 על היות החלפת הדירקטוריון דרך חליפית להשגת שליטה כשאי אפשר לרכוש כמות גדולה של מניות ראו 5 A.3d 586, 601-602 *Versata Enterprises, Inc. v. Selectica, Inc.* (Del.Supr.,2010).

39 ראו: Henry G. Manne, "Mergers and the Market for Corporate Control", 73 *J. Pol. Econ.* (1965) 110, pp. 114-115. *Econ.* (1965) 110, pp. 114-115. לתיאור עדכני יותר של שיקולי העלות-תועלת של חלופה זו ראו: Lucian Bebchuk and Marcel Kahan, "A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests", 78 *Cal. L. Rev.* (1990) 1073, pp. 1077-1082.

40 וראו לעניין זה הגדרה המושג "שליטה" בסעיף 1 לחוק ניירות ערך. כן ראו: ע"א 4275/94 הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ נ' א' ת' ניהול מאגר הספרות התורנית בע"מ, פ"ד נ(5) 485, בעמ' 543-545; מוטי ימין ואמיר וסרמן *תאגידים וניירות ערך* (2006) בעמ' 619.

41 תקנון סקופוס קבע כי בכל שנה יהיה אפשר להחליף רק שלישי מחברי הדירקטוריון. כדי לאשר את שינוי התקנון היה על אופטיבייס להשיג רוב של 75% מקרב בעלי המניות של סקופוס, שעה שלצורך מינויו של דירקטור די היה ברוב רגיל. כתב ההצבעה שנשלח לבעלי המניות קודם לכינוס האספה ניתן לצפייה באתר: www.sec.gov/Archives/edgar/data/1342575/000117891308001215/exhibit_99-1.htm.

42 שירי חביב-ולדוורן, "אופטיבייס נכשלה בניסיון להשתלט על דירקטוריון סקופוס", *גלובס* 17.6.2008. www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000352576.

כמה חודשים לאחר מכן, בתחילת שנת 2009, נעשה ניסיון דומה של חלק מבעלי המניות המהותיים של חברת אמבלייז להחליף את כל חברי הדירקטוריון שלה (למעט ה"דח"צים).⁴³ גם ניסיון זה נחל מפלה.⁴⁴

המקרה השלישי התרחש בשנת 2010, שעה שקבוצת בעלי עניין בחברת מגל ניסתה למנוע עסקה שבמסגרתה יזרים בעל השליטה בחברה הון נוסף לקופתה בתמורה למניות שיוקצו לו, וכן להחליף את חברי הדירקטוריון. גם במקרה זה כשל ניסיון ההשתלטות, אך לא לפני שהצדדים ניהלו מאבק עיקש, אשר כלל חלופת מכתבים שהופצו לכלל בעלי המניות בניסיון להשיג את תמיכתם.⁴⁵

המקרה האחרון היה בראשית חודש דצמבר 2010, אז החלה קרן רמיוס בניסיון השתלטות על חברת צורן – גם היא חברה ציבורית ישראלית הרשומה למסחר ב-NASDAQ.⁴⁶ גם צורן, כמו שלוש החברות שקדמו לה, התאפיינה בכך שלא היה גורם יחיד שהחזיק בכמות גדולה ממניותיה.⁴⁷ סופו של ניסיון השתלטות זה היה שונה משלושת המקרים הקודמים. אמנם רמיוס לא השיגה שליטה על דירקטוריון צורן, אך זאת משום שכמה שבועות קודם להצבעה על הצעתה התקשרה צורן בהסכם שבמסגרתו הייתה עתידה להתמזג לתוך חברת CSR האנגלית בעסקה המשקפת פרמייה של כ-47% מעל למחיר המניה ביום ההודעה.⁴⁸

43 לעיון בכתב ההצבעה שנשלח לבעלי המניות ראו: www.emblaze.com/doc/investors/090211.EGM.pdf.

44 יעל גרונטמן "המאבק על דירקטוריון אימבלייז הוכרע לטובת נפתלי שני ופורטיסמו ולרעתם של איתן אלדר רועי גיל ודונלד סטרומ" גלובס 18.3.2009. www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000435587.

45 לעיון בכתב ההצבעה ובמכתבים שהופצו לבעלי המניות ראו דיווחי מגל ל-SEC מהחודשים יולי ואוגוסט 2010: www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany&CIK=0000896494&owner=exclude&count=40.

46 דיווחיה של צורן ל-SEC, וכן ניירות העמדה מטעם רמיוס שבהם היא תוקפת את הנהלת צורן ומציגה את נתונה הפיננסיים הקשים, ניתנים לצפייה באתר ה-SEC בכתובת: www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?company=zoran&match=&CIK=&filenum=&State=&Country=&SIC=&owner=exclude&Find=Find+Companies&action=getcompany.

47 בעלת המניות הגדולה ביותר בצורן הייתה קרן BlackRock, אשר החזיקה באותו מועד כ-10% מסך המניות בחברה. מדובר אפוא בחברה בעלת רמת ביזור אחזקות גבוהה מאוד ביחס לחברות ישראליות אחרות.

48 Mary Watkins, "CSR shares dive as it agrees Zoran deal", *Financial Times* 21.2.2011 <http://www.ft.com/cms/s/2/61f01e98-3d96-11e0-ae2a-00144feabdc0.html#ixzz1RLyh2BK0>. כן ראו: דיווחן המשותף של צורן ו-CSR ל-SEC בכתובת www.sec.gov/Archives/edgar/data/1003022/000119312511041240/d425.htm. הצבעה שנעדה לאשר את עסקת המיזוג אמנם נערכה לאחר השלמת מאמרו, אך בשל התנאים המוצעים קיימים סיכויים גדולים כי ההתקשרות תאושר. במאמר מוסגר נציין כי בשלב זה אין בידנו מידע מספיק, אך ייתכן שמדובר באימוץ מתודה נוספת מעולם ההשתלטויות העוינות אשר עד כה לא הייתה מקובלת בארץ – "האביר הלבן" ("White Knight"). במקרים שבהם חברה מאוימת על ידי משתלט עויין, יש באפשרותה לפנות לגורם שלישי

כישלונם של כל ארבעת הניסיונות שנעשו בשנתיים וחצי האחרונות מלמד ככל הנראה כי לעת עתה יכולתם של בעלי המניות להשפיע גם על בחירתם של דירקטורים אינה רבה. החריג לכך הוא האפשרות להשפיע על מינויים של הדח"צים.⁴⁹ השנה חזינו בניסיון להשתמש בחריג זה. גזית אינק, בעלת מניות מיעוט באורמת, ניסתה למנוע את חידוש מינויים של הדח"צים שכבר כיהנו בחברה ולהציע מועמדים חלופיים מטעמה, ובכך להשיג דריסת רגל בדירקטוריון.⁵⁰ המועמדים מטעמה של גזיק אינק אמנם לא מצאו את דרכם לדירקטוריון, אך אורמת נאלצה להחליף את הדח"צים הקודמים במועמדים חדשים.⁵¹ אם כן, ייתכן שמלבד המגמה של ניסיונות השתלטות באמצעות מינוי חבריים לדירקטוריון, נהיה עדים לעוד ניסיונות להשפיע על התנהלות החברה – באמצעות מינוי דח"צים, שם כאמור יכולת ההשפעה של בעלי מניות המיעוט גבוהה יותר.⁵²

3. המקורות לשינויים בהם חזינו בתקופה האחרונה

(א) השינויים בישראל

התשובה הטריטוריאליה לשאלת המקור לשינויים שבהם חזינו בתקופה האחרונה היא ההתקדמות ה"אבולוציונית" של שוק ההשתלטויות העוינות. בשל הקשיים הרבים שמציב שיעור האחזקות הגבוה המאפיין חברות ציבוריות ישראליות, ממשיכים

ולנסות לשכנעו לרכוש את השליטה בה, ובכך לחסום את המשתלט העוין בפני השלטת תכניתו. ראו גם: Martin Lipton, "Pills, Polls and Professors Redux", 69 *U. Chi. L. Rev.* 1037 (2002).

49 על פי סעיף 239(ב) לחוק החברות, מינויים של דח"צים צריך להיות מאושר על ידי רוב מבין אלה שאינם בעלי שליטה או בעלי עניין.

50 עומר רבין, עדי בן ישראל ויעל גרונטמן "אורמת: גזית אינק מונעת ממניעים זרים לטובת החברה" גלובס 1.7.2010 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000570995.

51 גיל קליאן "סוף הסכסוך? אורמת הודיעה רשמית על מינוי ירום אריאב ויקי ירושלמי לדירקטוריון – בגזית מרוצים" כלכליסט 26.7.2010 www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3412575,00.html.

52 בסוף שנת 2009 חזינו באירוע דומה, שעה שבעלי מניות מיעוט בחברת התרופות תרו מנעו את מינויים מחדש של הדח"צים אגב מאבק שליטה בחברה, אך זאת מבלי להציע מועמדים חדשים מטעמם. ראו דיווח החברה ל-SEC בכתובת www.sec.gov/Archives/edgar/data/906338/000134100409002590/taro6k.htm; כן ראו: רון שטיינבלט, "אסיפת תרו אישרה את מינוי הדירקטורים ומתן שיפוי ביטוחי להם", גלובס 31.12.2009 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000526856 – על פי האמור לעיל, בעלי מניות המיעוט הצליחו להשפיע רק על מינויים של הדח"צים ולא על מינוי הדירקטורים הרגילים.

השחקנים לנסות ולמצוא את הדרך שתאפשר להם לבצע השתלטויות כאלה. בחינה מעמיקה יותר של אותם שינויים מגלה כי ייתכן שיש עוד סיבה לשינוי זה. המשק הישראלי היה ער לצורך בכניסתם של משקיעים זרים כבר למן שנותיו הראשונות,⁵³ אך השתלבותם של אלה הייתה תהליך ארוך. החל משנות התשעים הלך והתגבר זרם ההשקעות מחו"ל, לרבות באמצעות רכישת שליטה בחברות ציבוריות ישראליות.⁵⁴ בד בבד החלו עורכי הדין הישראליים המייצגים גופים בין-לאומיים מאמצים עם הזמן יותר ויותר טקטיקות שהיו מקובלות פחות בישראל ויותר מעבר לים, ונדמה כי לדעה של הלקוחות ולהכרתם את הפרקטיקה הזו יש חלק נרחב באותו תהליך. הגם שעורך הדין הוא בסופו של יום "נותן שירותים", מערכת היחסים שלו עם הלקוח כוללת הזנה הדדית, והתוצאה המתקבלת היא אימוץ תפיסות משפטיות-עסקיות שחרף היותן מקובלות בארצות הברית במשק הישראלי הן נחשבו עד לאחרונה למחזה נדיר.⁵⁵ ההשפעה הגדולה של אימוץ פרקטיקות הנהוגות מעבר לים על ידי משפטנים ישראלים נובעת גם מכך שתפקידו של עורך הדין המסחרי אינו מסתכם במציאת המסגרת המשפטית המתאימה להחלטות העסקיות של הלקוח והוצאתה אל הפועל. במקרים רבים להחלטות המשפטיות של עורך הדין יהיו השפעות מרחיקות לכת בעולם המעשה גם שנים לאחר מכן.

(ב) הבדלי עלויות בין מנגנוני ההשתלטות

המנגנון המקובל להשתלטויות הוא הצעות רכש. אולם בישראל מנגנון זה טומן בחובו עלויות גבוהות במיוחד. נוסף על זה, אם המשתלט מבקש לרכוש את מלוא מניות החברה, עליו לצאת בהצעת רכש מלאה.⁵⁶ בשונה מהמקובל בדלאוור למשל, הדין הישראלי יוצר מצב שבו הוצאותיו של משתלט פוטנציאלי עלולות להיות גבוהות עשרות מונים משתכנן להוציא: במקרה של הצעת רכש מלאה קיים הסיכון כי גם אם הרכישה תצליח, אחד מבעלי המניות שמניותיהם נרכשו יפנה לבית המשפט בבקשה לסעד הערכה

53 ס' וולף, "חוקי התאגידים והחברות והמשק", הפרקליט יז (תשכ"א) 348, בעמ' 349-350.
54 מחקר שנערך בשנות התשעים מצא כי מרבית המשקיעים הזרים שבחרו להשקיע בשוק ההון הישראלי עשו זאת בדרך של רכישת שליטה בחברות הנסחרות בבורסה של תל-אביב ולא על ידי הזרמת הון כמשקיעים פסיביים. ראו: Asher Blass, Yishay Yafeh and Oved Yosha, "Corporate Governance in Emerging Market: The Case of Israel", 10(4) *J. App. Corp. Fin.* (1998) 79, p. 79.

55 הטענה כי לגישה שנוקטים הלקוחות יש השפעה על הפרקטיקה של עורכי הדין נשמעה גם בארצות הברית באשר להבדלים בשוק ההשתלטויות העוינות בין החוף המזרחי לזה המערבי. עם זאת נתונים אמפיריים העידו כי לא בטוח שזהו המצב בפועל. ראו: John C. Coates IV, "Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers", 89 *Cal. L. Rev.* (2001) 1301, p. 1380.

56 על פי סעיף 337 לחוק החברות.

לפי סעיף 338 לחוק החברות.⁵⁷ בקשה שכזו, אם תתקבל, תחייב את הרוכש לשלם את ההפרש בין המחיר ששילם לכל מניה לבין המחיר הראוי שלה.⁵⁸ השתלטות על חברה בדרך של ניהול מלחמת פרוקסי, המביאה להחלפת הדירקטוריון, היא במרבית המקרים תהליך זול בהרבה מרכישת בלוק של שליטה בדרך של הצעת רכש מיוחדת, או רכישת שליטה מלאה בדרך של הצעת רכש מלאה.⁵⁹ הצעת רכש תחייב רכישת כמות גדולה יחסית של מניות תוך תשלום פרמיה נכבדת על מחיר השוק.⁶⁰ זאת ועוד, הואיל ומשקיעים זרים רבים יעדיפו שלא להישאר בעלי מניות פסיביים בחברה שניסיון ההשלטות שלהם עליה נכשל,⁶¹ הם ינסו למכור את אחזקותיהם, במקרים רבים במחיר הפסד. מנגד העלויות הכרוכות בניהול מלחמת פרוקסי מסתכמות במקרים רבים בתשלום לגורמים מלווים כגון עורכי דין, בנקי השקעות וחברות המתמחות בניהול מלחמות פרוקסי, ניסוח כתבי הצבעה וניירות עמדה וכדומה.⁶² כמה מחקרים אשר נערכו בחמישים השנים האחרונות ניסו להסביר את ההעדפה של משתלט פוטנציאלי לנקוט טקטיקה אחת ולא אחרת. היו כאלה שטענו כי בחברות שבהן הבעלות מפורזת בין כמה קבוצות המחזיקות כל אחת בלוק שליטה קטן, יעדיף המשתלט לצאת בהצעת רכש;⁶³ היו שייחסו את ההעדפה לניהול מלחמת פרוקסי למקרים שבהם

57 ראו: זוהר גושן, "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית", משפטים לב (תשס"ב) 381, בעמ' 406-410. עד לאחרונה התיר חוק החברות לכל בעל מניות לבקש סעד הערכה, בין שהתנגד להצעה ובין שהצביע בעדה. בכך היה שונה הדין הישראלי מן הדין בדלאוור למשל, שם רק הניצעים שהתנגדו להצעה ועמדו בעוד דרישות רשאים לפנות לבית המשפט. ראו: Del. Code § 262.8. תיקון מספר 16 לחוק החברות שינה את המצב, וכעת מאפשר סעיף 338(ג) למציע לקבוע כי ניצע שנענה להצעת הרכש לא יהיה זכאי לסעד הערכה. ראו: סעיף 42 לחוק החברות (תיקון מס' 16), תש"ע-2011, ס"ח 390.

58 במסגרת פסק הדין בע"א 10406/06 עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (פורסם בנבו, 28.12.2009) קבע בית המשפט העליון כי במקרים רבים ערכה האמתי של חברה יחושב בשיטת היוון תזרים מזומנים (DCF), ולכן שער המניות בבורסה לא תמיד יהיה אינדיקציה למחיר שישלם המשתלט בסופו של יום.

59 Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings* (2007) p.274.

60 ראו למשל: שרון חנס, "אופציות למנהלים בשוק הון עם בעלות מרוכזת: הערכה מחודשת ודיון במקרה הישראלי", משפטים לו (תשס"ז) 49, בעמ' 73, המציג מחקר שלפיו הפרמיה ההמוצעת ששולמה בעסקאות העברת שליטה בחברות ציבוריות ישראליות הייתה 27%. Ronen Barak and Beni Lauterbach, "Estimating the Private Benefits of Control from Block Trades: Methodology and Evidence", *EFA Ljubljana Meetings Paper* (2007).

61 Blass, Yafeh and Yosha (לעיל, הערה 54).

62 חלק גדול מעלויות אלה קיים גם בניסיונות השתלטות באמצעות הצעת רכש.

63 ראו: Manne (לעיל, הערה 39).

ביצועי החברה כפי שהשתקפו בערך מניותיה היו נמוכים מהממוצע או שדוחותיה הכספיים חשפו ניהול לא יעיל;⁶⁴ נשמעו גם טענות כי קיים קשר בין רמת המינוף של תאגיד ובין מידת ההשפעה של ההנהלה עליו לבין הסיכוי כי יהיה יעד לניסיון השתלטות באמצעות מלחמת פרוקסי.⁶⁵

נדמה כי בחינת נתוני המשק הישראלי אינה נותנת תשובה ישירה לשאלה אם אותם מחקרים משקפים נכונה גם את הנעשה כאן. אכן, כפי שצוין בחלק מהמחקרים, חלק מניסיונות ההשתלטות נעשו על חברות שהביצועים כספיים שלהם היו גרועים.⁶⁶ עם זאת המשק הישראלי חזה גם בעבר במספר לא מבוטל של חברות שביצועי הנהלותיהן היו גרועים, אך לא נאלצו להתמודד עם ניסיונות השתלטות באמצעות מלחמת פרוקסי.

(ג) שוק ההון וחברות טכנולוגיות:

הגם שהמשק הישראלי מתאפיין בבעלות מרוכזת, ביותר ויותר חברות בעל השליטה מחזיק בפחות מ-50% מהמניות,⁶⁷ וקיימות חברות טכנולוגיות המגייסות כסף בארץ ובחור"ל אשר מאופיינות בהיעדר בעל שליטה. חברות שלהן מבנה בעלות שכזה הן יעד אופציונלי לניסיונות השתלטות בדרך של הצעת מועמדים לדירקטוריון חלף המועמדים שמונו מטעם בעל השליטה. אנו סבורים כי השינוי שחל במבנה האחזקות של חברות

64 Uma V. Sridharan and Marc R. Reinganum, "Determinants of the Choice of Hostile Takeover Mechanism: An Empirical Analysis of Tender Offers and Proxy Contests", Richard M. Duvall and Douglas V. Austin, "Predicting the Results of Proxy Contests", 20(3) *The Journal of Finance* (1965) 464 להשתלט עליה באמצעות מלחמת פרוקסי.

65 Ning Gao and Jason Everett Brooks, "Capital Structure and Outcome of Proxy Contest Targets: An Empirical Study", 36(4) *Financial Management* (2010) 294, pp. 297-298.

66 שווי מניותיה של מגל למשל צלל בכ-40% בחצי השנה שקדמה לניסיון ההשתלטות, בתקופה שבורסת ה-NASDAQ שבה היא רשומה עלתה דווקא בעשרות אחוזים. גם שווי מניותיה של צורן חווה שחיקה ניכרת, לאחר שהחברה פרסמה אזהרת רווח חמורה. למען הסדר הטוב נציין שבשבועות שחלפו מאז החל מאבק השליטה שב ערך המניות לטפס ועלה ביותר מ-40%.

67 מחקר של אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר מגלה כי חציון שיעור האחזקות של בעל מניות השליטה בחברה ציבורית ישראלית עומד על כ-50%. ראו: ענת פייער "ריכוזיות הבעלות על החברות הציבוריות: השוואה בינלאומית" משרד האוצר – אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון (17.1.2006) http://www.finance.gov.il/hon/2001/hon_dep/memos/skira2005-12a.pdf. חנס, (לעיל, הערה 35) בעמ' 831-832, טען כי הגברת השימוש במנגנונים למניעת השתלטויות עוינות עשויה להוביל לירידת שיעורי האחזקות של בעלי שליטה, שכן אלה ירגישו "בטוחים" יותר גם כאשר יחזיקו פחות מ-50% מן המניות. אפשר שמגמה זו היא שהביאה לעלייה במספר ניסיונות ההשתלטות בכלל ולשימוש במלחמת פרוקסי בפרט.

ציבוריות בארץ, הגם שהוא מינורי, עשוי להיות הסבר המניח את הדעת, ולו במידה, לתחילת השימוש במלחמות פרוקסי כאמצעי להשגת שליטה.

4. ההשלכות של אימוץ שיטות חדשות של השתלטויות עוינות:

לארבעת ניסיונות ההשתלטות באמצעות מלחמת פרוקסי יש כמה מאפיינים דומים: בארבעת המקרים זנחו כאמור המשתלטים את הניסיון לרכוש את הבעלות בחברה ובחרו לנסות ולהשתלט עליה על ידי החלפת הדירקטוריון; בארבעת המקרים דובר בחברות הרשומות למסחר מחוץ לישראל;⁶⁸ בארבעת המקרים לא הצליחו המשתלטים לאשר את הצעתם באספה הכללית של בעלי המניות.⁶⁹ מלבד זאת, הגם שארבע חברות היעד התאגדו בישראל ונרשמו בה, חל עליהן הדין הישראלי והן ממשיכות לרכז לפחות חלק מהפעילות בארץ, הזיקה שלהן לשוק הבין-לאומי גדולה: כולן חברות הפועלות ברמה כזו או אחרת בתחום הטכנולוגי, כולן מנהלות עסקים חובקי עולם ועיקר הרווח שלהן אינו מגיע מישראל דווקא, וכולן כאמור נסחרות מחוץ לישראל,⁷⁰ ולכן זוכות לחשיפה שונה.⁷¹ שתי חברות מתוך הארבע אף מתהדרות בבעל שליטה שאינו ישראלי. לאור זאת אפשר לטעון כי יחלוף עוד פרק זמן עד שנחזה במלחמת פרוקסי שהיא כל כולה "ישראלית" – כזו שתתנהל על גבי מערכת המגנ"א של הרשות לניירות ערך ולא על גבי מערכת ה-EDGAR.⁷² הסיבות לכך עשויות להיות בין היתר מבנה הבעלות של חברות שהן ישראליות לחלוטין⁷³ וחשיפתן המועטה למשקיעים זרים וכן העדפות של בעלי המניות שלהן אשר גם הם מושפעים מהשוק שבו הם פועלים.⁷⁴ מנגד ייתכן שפסק דין שניתן השנה על ידי בית המשפט המחוזי בתל-אביב, ואשר לא עסק כלל בשאלת מלחמות הפרוקסי, דווקא יוביל להגברת השימוש באמצעי זה. בעניין

68 אמבלייז רשומה למסחר בבורסה של לונדון, ואילו מגל, סקופוס וצורן ב-NASDAQ.
 69 לתיאור השתלטות מוצלחת על חברה ישראלית שבוצעה בראשית 2009, דווקא באמצעות המנגנון של הצעת רכש, ראו: תומר קורנפלד "אקזיט עצוב לינקי מרגלית: אלדין נמכרת לוקטור תמורת 160 מיליון דולר בלבד" כלכליסט 12.1.2009 [www.calcalist.co.il/markets/12.1.2009](http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3189462,00.html)
 70 לסוגיה זו אפשר לייחס משמעות נוספת: האזור, גור-גרשגורן וסמדר (לעיל, הערה 30) בעמ' 5, מציינים כי ממוצע האחזקות של בעלי עניין בחברות הרשומות למסחר בישראל ואשר נסקרו לצורך המחקר הוא 67%, ואילו בחברות דואליות (אלה הרשומות למסחר בישראל ובחו"ל במקביל) שיעור זה עומד על 42% בלבד. אפשר להניח שבחברות הרשומות למסחר בחו"ל בלבד המצב דומה יותר לזה שבחברות הדואליות.
 71 תוצאה אחרת של רישומן למסחר של אותן חברות בחו"ל היא היעדר תכולה של דיני ניירות הערך הישראליים עליהן.
 72 דרכה מדווחות חברות לרשות לניירות ערך בארצות הברית.
 73 נדמה כי הדוגמה הטריטוריאלית ביותר היא של חברה ציבורית העוסקת אך ורק בנדל"ן ישראלי.
 74 וראו בעניין זה: לעיל, הערה 55.

סלע⁷⁵ דן השופט איתן אורנשטיין בניסיון המקורי לבצע השתלטות עוינת באמצעות סעיף 350 לחוק החברות, אשר עוסק בסמכותו של בית המשפט לאשר הסדר בין החברה לבין בעלי מניותיה ונושיה ומשמש לעתים גם לעסקאות שינוי מבנה והחלפת שליטה.⁷⁶ בנסיבות אותו מקרה ביקשה אספן גרופ לכפות על חברת סלע קפיטל לכנס אספה של בעלי מניותיה כדי שזו תצביע על אישור הסדר לפי סעיף 350 לחוק החברות, שבמסגרתו תימכרנה מלוא מניותיה במלואן לאספן, שעה שדירקטוריון סלע התנגד למהלך. אחת מטענותיה העיקריות של אספן הייתה כי לאור התקנון הייחודי של סלע, ומבנה האחזקות שלה,⁷⁷ אין כל אפשרות מעשית אחרת להשיג שליטה בחברה. רשימה זו לא נתנת את פסק דינו של השופט אורנשטיין, אך די אם נציין כי אף על פי שבית המשפט היה ער לקושי שמציב מבנה האחזקות בפני המבקש להשתלט על סלע, הוא קבע שהדין אינו מתיר לבצע השתלטות עוינת במתווה זה.⁷⁸ פסק דין זה זכה לביקורת נרחבת מצד פרקטיקנים חשובים, אשר טענו שהוא מקשה מאוד לבצע השתלטויות עוינות בשוק שבו ממילא מדובר באירועים נדירים, וכי הוא עלול להוביל לקיפאון בתחום זה.⁷⁹ אנו סבורים כי אף על פי שבאופן מעשי לא תהיה לפסק דינו של השופט אורנשטיין השפעה ישירה של שוק ההשתלטויות,⁸⁰ אפשר שבטווח הרחוק יביא הדבר לעלייה במספר מלחמות הפרוקסי, בשל המגמה שתוארה לעיל ובהיעדר חלופות אחרות. לדעתנו להרחבת שוק מאבקי השליטה עשויה להיות השפעה חיובית על המשק, אך מדובר לפי שעה בהשפעה מצומצמת למדי.

75 עניין סלע (לעיל הערה 17).

76 ראו: חגית בלייברג ורותם ידלין, "מיוזג לפי סעיפים 350-351 לחוק החברות" תאגידים ה/1 (2008) 29. וכן באנגליה: Jennifer Payne, "Schemes of Arrangement, Takeovers and Minority Shareholder Protection", 11 *J. Corp. L. Stud.* (2004) 67.

77 סלע קפיטל היא קרן להשקעות במקרקעין (קרן REIT) כהגדרתה בחלק ד לפרק השני של פקודת מס הכנסה [נוסח חדש], תשכ"א-1961, ס"ח 120. כדי לשמור על מעמד זה, המזכה את בעלי מניותיה בהטבות מס שונות, עליה לעמוד בכמה תנאים, שאחד מהם אוסר על בעלי מניות יחיד להחזיק יותר מ-10% ממניות החברה. הוראה דומה נקבעה גם בתקנון החברה. לקריאה נוספת ראו: יועד פרנקל, "קרנות השקעה בנדל"ן: סיכום ביניים", מיסים כב/1 (2008) 16.

78 עניין סלע (לעיל, הערה 17) בפסקה 17.3 לפסק הדין.

79 ראו למשל: הילה רו "החסמים שמפריעים להשתלטויות עוינות" *TheMarker* 16.11.2010. www.themarker.com/tmc/article.jhtml?ElementId=skira20101116_1198650. בד בבד נשמעה גם העמדה שלפיה פסק הדין יקשה לבצע גם עסקאות ידידותיות. ראה: יוסף גרוס, "האם נחסמה הדרך לרכישת שליטה בחברה באמצעות סעיף 350 לחוק החברות?" תאגידים ח/1 (2011) 62.

80 אין ספק כי לו הייתה התוצאה של פסק הדין שונה, והמתווה שבו ניסתה אספן לילך היה מקבל את הכשר בית המשפט, היה מדובר בחידוש, אשר היה מביא לעלייה במספר הניסיונות להשתלטויות עוינות.

השינויים שתוארו לעיל עשויים להשפיע גם על עורכי הדין המלווים את אותם תאגידים. עורך הדין המסחרי, אשר רגיל ללוות עסקאות "ידידותיות", חייב לסגל לעצמו סגנון עבודה שונה שעה שמדובר בעסקה ששני הצדדים לה נצים זה לזה. במרבית המקרים יחייבו ניסיונות השתלטות עוינים ליווי מצדם של עורכי דין מתחום יישוב הסכסוכים ("ליטיגטורים"), גם אם הדברים לא יגיעו לכדי התדיינות בבית משפט. מגמה זו מחייבת אפוא שינוי תפיסתי לא רק מצדו של הלקוח אלא גם מצדו של עורך הדין המלווה אותו.

פרק ג: תגמול בכירים

סוגיית שכר הבכירים נמצאת בכותרות בעולם כבר כמה שנים,⁸¹ וגם בישראל אפשר למצוא מחקרים בנושא שקדמו למשבר האשראי האחרון.⁸² עם זאת נדמה כי בשנה האחרונה לא היה גורם בישראל שלא ראה לנכון להתערב ולהביע את דעתו בעניין. השנה החלה בהצעת חוק הקטנת פערי שכר במשק, אשר הוגשה על ידי חברי הכנסת שלי יחימוביץ', חיים כץ ומרינה סולודקין.⁸³ לפי ההצעה, השכר הגבוה ביותר שישולם לנושא משרה בחברה לא יעלה על פי חמישים מהשכר הנמוך ביותר המשולם לעובד באותה החברה. תשלומים גבוהים יותר יהיו אסורים בניכוי כהוצאה בייצור הכנסה.

81 לסקירה מקיפה של הנושא ראו: Lucian Bebchuk and Jesse Fried, *Pay Without Performance* (2004). את ניצני הרגולציה היה אפשר לראות כבר ב-1993, כאשר ביל קלינטון קיים את אחת מהבטחות מסע הבחירות שלו ופעל להוספת סעיף 162(m) Internal Revenue Code, 26 U.S.C. §162-162(m) סעיף זה מנע מחברות ציבוריות לנכות כהוצאה תשלומי שכר לנושאי משרה מסוימים העולים על מיליון דולר בשנה (כמובן, מבלי להתייחס לסעיפי תגמול שאינם חלק משכר הבסיס). 16 שנים לאחר מכן נטען כי סעיף זה היה אחד הגורמים לפרוץ משבר האשראי, שכן הוא הוביל לשינוי בהרכב תכניות התגמול, ולכן חלק גדול יותר מהן היו "תלויות ביצועים". אותו שינוי הוביל להעדפת סיכון מוגברת בקרב מנהלי החברות. ראו: Jonathan R. Macey, "Washington's Plans May Result in Even Higher Executive Pay", *Wall-Street Journal* 25.10.2009 www.cato.org/pub_display.php?pub_id=10703

82 יונתן ארליך "שכר מנהלים בכירים בחברות ציבוריות: רגולציה ומנגנוני פיקוח" מרכז המחקר והמידע של הכנסת (17.5.2006) [\[www.knesset.gov.il/mmm/data/pdf/m01452.pdf\]](http://www.knesset.gov.il/mmm/data/pdf/m01452.pdf)

83 הצעת חוק הקטנת פערי שכר במשק, תש"ע-2010. מדובר למעשה בגלגול של הצעת חוק קודמת שהוגשה על ידי חברת הכנסת יחימוביץ' כבר בשנת 2007. ביני לביני דחתה הכנסת בשנה החולפת גם הצעת חוק שהוגשה על ידי מאיר שטרית, ולפיה שכר מנכ"לים בחברות ציבוריות היה עתיד להיות מוגבל לעד פי עשרה מהשכר הממוצע במשק. ראו: הצעת חוק החברות (תיקון – הגבלת שכר מנהלים בחברה ציבורית), תש"ע-2010.

מחברי הצעת חוק הקטנת פערי שכר הסכימו לדחיית הדיון בה עד לאחר שוועדת השרים בראשות שר המשפטים יעקב נאמן תגיש את המלצותיה בנושא.⁸⁴ לוועדת נאמן הוגשו חוות דעת ומסמכים שונים מעשרות גופים – נציגי הרגולטורים, אקדמאים, פרקטיקנים, נציגי המגזר הפרטי, ארגוני עובדים ומעבידים ועוד.⁸⁵ משרד המשפטים הכין לאחרונה תזכיר חוק אשר הוגש לוועדה.⁸⁶ עיון בתזכיר תיקון שכר הבכירים חושף כי מוצע לחוקק הישראלי ללכת בדרך שבה הלכו מחוקקים במדינות אחרות – מתן האפשרות לאספה הכללית להביע את דעתה בהשאת ההחלטה הסופית בידי הדירקטוריון.⁸⁷ ההצעה לאישור מדיניות השכר של החברה תובא להצבעה בפני האספה הכללית בדומה למנגנון הקבוע בסעיף 275(א)(3) לחוק החברות, אך אם תידחה, היא תוחזר לדיון בדירקטוריון (שיהיה כאמור האורגן בעל הסמכות הסופית לאשר את התגמול). על הדירקטוריון יהיה לקבל את ההחלטתו תוך שימת לב לעמדת בעלי המניות כפי שהיא עולה מההצבעה באספה הכללית. בסופו של דבר בחרה הוועדה להמליץ שלא להתערב ישירות בשכר הבכירים אלא לאמץ מודל שיחייב חברות ציבוריות בהפנמת אמות מידה הנוגעות לשכר בכיריהן. הוועדה סברה גם כי הדרך הנכונה לפתרון "בעיית השכר" היא להגביר את עצמאות הדירקטורים ובאותה נשימה את הפיקוח עליהם, וכן לשפר את המתווים הנהוגים לאישור השכר.⁸⁸

1. הדיון החברתי על שכר "ראוי"?

שאלת שכר הבכירים מעניינת, בעיקר משום שאף על פי שרבים מעלים טענות בנושא, יש בלבול רב בנוגע לשאלה "מה בדיוק הבעיה". השאלה אם שכרו של אדם מופרז או מוצדק היא שאלה יחסית.⁸⁹ נניח, לצורך הדיון, שהשכר שמשולם לקבוצה קטנה של נושאי משרה בכירים הוא אכן מופרז – אפילו מושחת.

84 "צוות שרים ימליץ כיצד לפתור את בעיית שכר הבכירים מבלי לפגוע במשק" משרד ראש הממשלה – הודעות לעיתונות (25.4.2010) www.pmo.gov.il/PMO/Archive/Spokesman/2010/04/spokebchirim250410.htm

85 עיון קצר בארכיונים של מהדורות האינטרנט של העיתונים הכלכליים חושף עשרות, אם לא מאות, ידיעות העוסקות בגורמים המביעים את דעתם על שכר הבכירים וועדת נאמן.

86 "תזכיר הצעת חוק החברות (תיקון מס' ...) (שכר בכירים בחברות ציבוריות), התשע"א-2010" משרד המשפטים (14.11.2010) [http://www.news1.co.il/\[RedirectToFile.aspx?FileID=2983](http://www.news1.co.il/[RedirectToFile.aspx?FileID=2983)

87 להלן הערות 108-109 והטקסט שלידן.

88 יובל יועז "ועדת נאמן: להימנע מהתערבות ישירה בשכר הבכירים" גלובס 23.2.2011 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000625702. נכון למועד השלמת המאמר המלצות הוועדה טרם אושרו על ידי הממשלה.

89 לשאלת יחסיות השכר יש ממד נוסף בישראל, שאינו קיים בארצות הברית למשל: קו העוני שלנו מוגדר כמחצית מההכנסה הפנויה החציונית למשפחה. המשמעות היא שעוני בישראל הוא מושג יחסי. לעומת זאת בארצות הברית קו העוני מוגדר כאפשרות לרכוש סל מסוים

רבים מהמבקרים את שکر הבכירים טוענים בהקשר זה שתגמול כזה הוא פשוט "לא בסדר" ברמה החברתית; "אינו מוסרי"; פוגע במרקם החברתי. מצדדי הגישה הזו סבורים שתגמול גבוה הוא פסול כשלעצמו (*malum in se*). מנכ"ל משרד האוצר לשעבר ירום אריאב פרסם טור זמן לא רב לאחר שמונתה ועדת נאמן, ובו טען כי "בחברה רגישה כמו החברה הישראלית חייבים לשמור על סולידריות חברתית. רמות שکر מנקרות עיניים חותרות תחת סולידריות זאת, מביאות למצב שבו חלקים מהחברה חשים דחויים ומנוכרים ומרופפים את החישוקים החברתיים שהופכים אותנו לחברה אחת".⁹⁰ בהנחה שרמות שکر גבוהות אכן תורמות לבעיה שכן הן פוגעות בסולידריות ובלכידות החברתית – ובהחלט ייתכן שזה המצב – האם זה שיקול שדירקטוריון של חברה (או אפילו האספה הכללית או אחת מן הוועדות שמינה לצורך כך הדירקטוריון) צריך לשקול בבואו לאשר תכנית תגמולים?⁹¹ האם סולידריות חברתית היא אחד מהנושאים הנכנסים בגדר חובות האמון והזהירות של דירקטור שעה שהוא מקבל החלטה?

כזכור, חובותיו של נושא משרה מופנות קודם כול לטובת החברה,⁹² וטובתה של החברה נקבעת לפי התכלית שלה, הקבועה בסעיף 11(א) לחוק החברות.⁹³ חילוקי הדעות בנושא תכלית החברה העסקית קיימים כבר למעלה ממאה שנה. אחד מהדיונים הראשונים שמצאו את דרכם לבית המשפט היה בעניין *Dodge v. Ford Motor Co.*, שם פסק בית המשפט העליון של מדינת משיגן כי התכלית העיקרית העומדת בבסיס פעולתו של התאגיד היא השגת רווחים לבעלי המניות.⁹⁴ גם כיום עדיין קיימות מחלוקות בשאלת הגדרת תכלית החברה, בין היתר לאור הסיפה של סעיף 11(א). עם זאת נקודת המוצא, בדין הישראלי ובמרבית מדינות העולם, היא כי תכלית החברה היא בראש ובראשונה להשיא את רווחיה.⁹⁵

של מוצרים. זוהי הגדרה מוחלטת. לקריאה נוספת ראו: לאה אחדות, "על המוחלט והיחסי בהגדרת קו העוני", מחלוקות בכלכלה (מכון ון ליר, 2009), בעמ' 122.

90 ירום אריאב "חגיגת השכר – השחתה מוסרית ופשיטת רגל חברתית" *TheMarker* 24.5.2010 www.themarker.com/tmc/article.jhtml?ElementId=skira20100524_1170152.

91 עמיר פרץ אמר בעבר כי "אם לא תהיה ברירה, נכריז מלחמה נגד המליונרים במדינת ישראל. הקרקע כל כך בוערת, שעשירי הארץ לא יתפלאו אם יגיעו קבוצות שפשוט יעלו על הבתים שלהם, ויגרשו אותם מהבית, או שהבנות שלהם כבר לא יוכלו להסתובב בחוץ" (אורנה קדוש "עמיר פרץ תוקף: "בייגה הוא זאב בעור כבש, שזה הכי מסוכן" מעריב 11.5.2000 www.nrg.co.il/online/archive/ART47/692.html).

92 ראו: סעיפים 252(א) ו-254(א) לחוק החברות.

93 לשונו של החלק הרלוונטי בסעיף היא כדלקמן: "תכלית חברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה, וניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין השאר, את עניניהם של נושיה, עובדיה ואת ענינו של הציבור".

94 *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N.W. 668, 684 (Mich. 1919).

95 Michael C. Jensen, "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", 12 *Bus.*

לביטוי "השאת רווחי החברה" ניתנו פרשנויות שונות: ידידיה שטרן גורס כי הואיל והחברה היא אישיות משפטית נפרדת, הזוכה לחובות וזכויות בנפרד מבעלי מניותיה, כך גם השאת רווחיה היא לאו דווקא השאת רווחי בעלי המניות.⁹⁶ מנגד עמיר ליכט מציע פרשנות שלפיה טובת החברה וטובת בעלי המניות הן מונחים שקולים.⁹⁷ הגישה הכלכלית המסורתית גורסת כי תכלית החברה היא השאת הערך המוקנה לבעלי המניות, קרי השאת שווי המניות.⁹⁸

נדמה שגם אם נעדיף את הפרשנות המרחיבה ביותר לסעיף 11, עדיין לא יהיה בכך כדי לקבוע כי "ענייניו של הציבור" שאותם אפשר לשקול במסגרת שאלת טובתה של החברה מחייבים את נושאי המשרה לבחון את ההשפעה של הענקת התגמול גם לאור סוגיות כגון לכידות חברתית או היותו של התגמול "מוסרי" ו"ראוי". האם יהיה נכון לדרוש מדירקטורים בארץ לקיים, עובר לקבלת החלטה על גובהה של חבילת תגמולים, דיון בסוגיות שבהן לא בטוח כלל שיש להם ידע מקדים?⁹⁹ האם על כל דירקטוריון לשכור "יועץ לענייני לכידות חברתית" שיחווה את דעתו על ההשפעות שיש להחלטתו על החברה הישראלית בכללותה? מעניין גם מה תהיה דעתם של בעלי שליטה (או סתם בעלי מניות) זרים שבחרו להשקיע בחברות ישראליות ממניעים כלכליים גרדא. נדמה כי

Ethics Q. (2002) 235. לגישה זו היה אפשר למצוא ביטוי בפסיקה עוד קודם לחקיקת סעיף 11 לחוק החברות. ראו: ד"ר 7/81 פנידר, חברה להשקעות פתוח ובנין בע"מ נ' קסטרו, פ"ד לז(4) 673, בעמ' 695. בתי המשפט התייחסו להגדרתו של הנשיא שמגר בעניין פנידר בבואם לבחון את החובות החלות על נושאי משרה ומושאן של אותן החובות. ראו למשל: ת"א (חיפה) 489/95 שינדלהיים נ' מרכז כהנא מאיר לתרבות נוער וספורט בע"מ (פורסם בנבו, 27.6.2007).

96 ידידיה צ' שטרן, "תכלית החברה העסקית – פרשנות והשפעות מעשיות", משפטים לב(2) (תשס"ב) 327, בעמ' 327-328.

97 עמיר ליכט, "תכליות החברה" משפט ועסקים א (תשס"ד) 173, בעמ' 179-183. ליכט גורס כי המחוקק לא טרח כלל להזכיר את בעלי המניות בגדר הגורמים אשר את טובתם אפשר לשקול במסגרת סעיף 11(א), ללמדך כי אין הבדל בינם ובין החברה עצמה.

98 Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (1996), pp. 36-39. המחברים גורסים כי בעלי המניות הם בעלי החוב השני, ולכן השאת רווחיהם תבטיח בין היתר גם את תשלום החובות של הנמצאים גבוה מהם בטולם הנשייה. הקביעה כי טובת החברה היא גם טובתם של הנושים תגרום להגדלת עלויות הפיקוח, שכן נושאי משרה לא ידעו כיצד לתפקד כאשר האינטרסים של הקבוצות השונות סותרים. במאמר מוסגר נציין כי מתנגדי גישה זו סבורים כי הצבת טובתם של בעלי המניות כמושא היחיד תביא להצנת עלויות כלפי הנושים. ראו: ידיה צ' שטרן "האם חברות נועדו להשיא את רווחיהם של בעלי המניות? ניתוח כלכלי ביקורתי" משפט ועסקים א (תשס"ד) 105, בעמ' 115-121.

99 במסגרת החובות החלות עליהם מצופים נושאי המשרה לקבל החלטות לאחר שקיימו דיונים מקדימים ועל סמך מלוא האינפורמציה הנדרשת. ראו: ע"א 610/94 בוכבינדר נ' כונס הנכסים הרשמי, בתפקידו כמפרק בנק צפון אמריקה, פ"ד נו(4) 289. וכן לדיון בארצות הברית: *Smith v. Van Gorkom* 488 A.2d 858 (Del. 1985).

קביעת כללים שכאלה לא יסייעו להגברת העניין הבין-לאומי בהשקעה בחברות ישראליות.

בנוסף, אם אכן שאלת היותו של שכר הבכירים "ראוי" ו"מוסרי" היא שאלה לגיטימית שיש להביאה בחשבון – מדוע לעצור שם? האם כאשר ספורטאים בכירים זוכים למשכורות עתק השכר שלהם ראוי?¹⁰⁰ האם כאשר כוכבי טלוויזיה משתכרים עשרות אלפי שקלים בתמורה לפרסומת או להפקת פרק אחד¹⁰¹ הפגיעה בסולידריות החברתית היא פחותה?

2. האם מבנה חבילות התגמול פוגע בחברות במקום לסייע להן?

הקבוצה האחרת הטוענת נגד חבילות התמריצים שלהם זוכים נושאי משרה¹⁰² גורסת כי מבנה השכר גורם למנהלים להסתכן סיכונים מיותרים, לחשוב על הטווח הקצר ולא על הטווח הארוך, ובכך לפגוע בערך התאגיד ובבעלי מניותיו.¹⁰³ במילים אחרות, תכניות התגמול גורמות למנהלים לרצות לשפר את ביצועי החברה בטווח הקרוב כדי להעלות את ערך המניות באופן מיידי, שכן פיתוח עסקי יציב וארוך טווח יניב תוצאות – אשר בתורן יתורגמו לשכר גבוה יותר שלהם – רק בעתיד הרחוק, אם בכלל.¹⁰⁴ הטענה כי אחת מהסיבות העיקריות למשבר האשראי היא נטילת סיכונים עודפים אשר נבעה מהרכב חבילת התגמול של המנהלים נשמעת כמעט טריוויאלית.¹⁰⁵ להבדיל מהטענות

100 טל וולק "ליגת העל: 35 שחקנים 'מיליונרים' לעומת 53 בעונה הקודמת" גלובס 15.3.2010 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000546708&fid=2605. השנה שמענו כי שחקן הכדורגל יוסי בניון חתם על חוזה המבטיח לו משכורת של כ-75 אלף לירות שטרלינג בשבוע (כמעט שני מיליון ש"ח בחודש), ואיש לא טען שמדובר בשכר לא ראוי. ראו: Rory Smith, "Chelsea Sign Liverpool's Israeli Midfielder Yossi Benayoun", *The Telegraph* (2.7.2010) www.telegraph.co.uk/sport/football/teams/chelsea/7868817/.
Chelsea-sign-Liverpools-Israeli-midfielder-Yossi-Benayoun.html

101 "צביקה הדר – 335 אלף שקל בחודש" עכבר העיר 5.10.2007 www.mouse.co.il/CM.television_articles_item.797,209,15923,.aspx

102 שכר הבסיס של מנהלים רבים הוא רק חלק קטן מסך התגמולים שהם מקבלים מהחברה. יתר התגמולים מורכבים במרבית המקרים ממכשירים פיננסיים שונים, אשר ערכם תלוי לרוב בביצועי החברה שבראשה הם עומדים.

103 ראו למשל: אוריאל פרוקצ'יה, "אדם סמית' והמשבר הכלכלי הגדול", משפטים מ (2011) 355, הגורס כי "אחת הסיבות המרכזיות למשבר הכלכלי הגדול של 2008 נעוצה בתאווה הבצע של מנהלי חברות".

104 David I. Walker, "The Challenge of Improving the Long-Term Focus of Executive Pay", 51 *B.C. L. Rev.* (2010) 435, pp. 439-444. לקריאה נוספת על מבנה חבילת התגמולים ושאלת הסיכון ראו: יניב גרינשטיין, "הקצאת מכשירים הוניים – היבטי עלות-תועלת", מכשירים הוניים לתגמול עובדים (שמעון לביא עורך, 2010) בעמ' 241, 246-244, 263-262.

105 שם, בעמ' 339. עם זאת יש גם כאלה שאינם מסכימים עם טענה זו וגורסים שההחלטות שקיבלו מנהלים, בעיקר מנהלים של גופים פיננסיים, לא נבעו מהעדפה מוגזמת לנטילת

במישור המוסרי/חברתי (לעיל), טענות אלו מצויות בהחלט במישור ההתייחסות והאחריות של כל דירקטוריון בבואו לדון בתגמול.

האם טענות אלו, שיוכאו מארצות הברית שם פרץ המשבר, נכונות גם למשק הישראלי? האם גם מנהלים בישראל מעדיפים את הטווח המידי על פני שיקולים ארוכי טווח, ממשכנים את ההווה על חשבון העתיד רק כדי להאדיר את כיסם? נדמה כי אין לנו מספיק מידע מבוסס שיתמוך בהצהרות אלו. המחלקה הכלכלית של הרשות עשתה מחקר מקיף בנוגע לשכר הבכירים והשינויים שחלו בו בין השנים 2003 ו-2009.¹⁰⁶ אותו מחקר גורס כי הקשר בין גובה השכר לבין ביצועי החברה הוא חלש ולא עקיב. מנגד, יושב ראש הרשות פרופ' זוהר גושן אמר שעה שנשא דברים בנושא שכר הבכירים בפני ועדת נאמן, כי "התייחסות לסוגיה נעשית מנקודת המבט הכלכלית ולא הערכית (המעוררת סוגיות כמו פערים חברתיים ושוויון). יו"ר הרשות אמר כי בשיטה הנוכחית קיימים מספר כשלים, שהעיקריים בהם נוגעים ליצירת תמריצים לטווח הקצר תוך כדי נטילת סיכונים העלולים לפגוע בחברה".¹⁰⁷

ההסדר שבחרו לאמץ לאחרונה בארצות הברית במסגרת סעיף 951 ל־Dodd-Frank Act, הכולל שינוי של ה־Securities Exchange Act, קובע כי על בעלי המניות להצביע כדי להביע את דעתם על שכר הבכירים בחברה (ולא כדי לאשרו) לפחות אחת לכל שלוש שנים, וכן להצביע על מדיניות ה־"say on pay"¹⁰⁸ של החברה אחת לכל שש שנים.¹⁰⁹ נוסף על כך, Dodd-Frank Act גם מטיל חובה על המשקיעים המוסדיים לפרט את אופן הצבעתם בנושאים אלו.¹¹⁰

האם גם לאחר משבר האשראי, ולאחר השערוריות שנתגלו בחברות כמו Enron ו־WorldCom, האמריקאים נשארו תמימים באשר לעיקרון "אמץ או גלה", או שיכול להיות שגם הם הגיעו למסקנה ששכר גבוה כשלעצמו אינו פשע? מכל מקום, גם תזכיר

סיכונים אלא מעצם היותם עיוורים לסיכונים שנטלו. ראו: David Yermack, "Keeping the Pay Police at Bay", *Wall-Street Journal* 10.10.2009 online.wsj.com/article/SB10001424052748703746604574461462598126406.html

106 ריכוז תוצאות המחקר ניתן לצפייה בכתובת: www.isa.gov.il/Download/IsaFile_5029.pdf

107 יהודה שרוני "זוהר גושן: 'שכר הבכירים במתכונתו הנוכחית פוגע בבעלי המניות'" *NRG* 23.5.2010 www.nrg.co.il/online/16/ART2/110/179.html

108 הבעת דעה על ידי בעלי המניות בנוגע לשכר שלו זוכים בכירי החברה. כלומר, אם אותה הבעת דעה מצד בעלי המניות תינתן אחת לכל שלוש שנים או בתכיפות גבוהה יותר.

109 ראו גם: Dino Falaschetti, Fred Karlinsky and Richard Fidei, "Dodd-Frank and Board Governance: New Political-Legal Risks to Monetary Policy and Business Judgments?", *Banking & Financial Services Policy Report*. (forthcoming, 2010) [availbale at: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1686030](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1686030) p. 13-14

110 אותו תיקון חל רק על משקיעים מוסדיים בגודל מסוים, והוא מחייב אותם לבצע גילוי זה לפחות פעם בשנה. ראו: סעיף 14A(d) שהוסף ל־15 U.S.C 78־ Securities and Exchange Act.

הצעת החוק אשר הוכן על ידי משרד המשפטים בשביל ועדת נאמן הולך בנתיב דומה – עלינו להמתין ולראות מה יחליט המחוקק בענין זה.

3. מה קורה בסוף היום?

בין שתתקבל ההצעה שבבסיס תזכיר תיקון שכר הבכירים ובין שלא, ההחלטה נמצאת בסופו של יום בידי דירקטוריון החברה – הוא האורגן שצריך לשקול, להחליט ולהצביע. כל דירקטור שואל את עצמו במצב כזה – מה "נכון" לעשות. אבל הדירקטורים אינם מסתפקים בלשאול את עצמם. הם שואלים גם אותנו, היועצים המשפטיים – מה הם הכללים החלים עליהם שעה שהם מאשרים הסכם שכר כזה או אחר.

על הדירקטוריון לכלול מדי שנה בדוח הדירקטוריון שלו, אשר מצורף לדוחות הכספיים השנתיים של כל חברה ציבוריות, הסבר על הקשר שבין התגמולים ששולמו לבכירי החברה לבין תרומתם לה, וכן לקבוע אם אותה תמורה היא הוגנת וסבירה.¹¹¹ בנוסף, כאשר הדירקטוריון מאשר חבילת תגמול למנכ"ל החברה, החברות מדווחות גם על אופן קביעת התגמול, הנימוקים שהביאו את הדירקטוריון לקבל את ההחלטה שקיבל, אם נבחנו נתונים השוואתיים, ובאיזו מידה קיים שוני בין המסלול הנבחר לבין אותם נתונים השוואתיים.¹¹²

להבדיל ממה שמצטייר לא פעם בכלי התקשורת, מניסיוננו בדירקטוריונים של חברות ציבוריות, הדיון בנושאי תגמול מעמיק ורציני. הדירקטוריון מתכנס, בוחן את הנתונים ההשוואתיים העומדים לפניו, עושה מאמצים ליצור תמהיל סביר בין שכר הבסיס, תגמול מבוסס-ביצועים ותגמול המבוסס על שותפות בהון המניות בחברה – כדי למנוע את הבעיות שהוצגו לעיל ושלחן נחשף המשק האמריקאי.

פרק ד: סיכום

המסקנה העיקרית שרשימה זו מבקשת להעביר היא כי שימוש בעודף רגולציה, במיוחד כאשר הוא נעשה בחופזה ועל דרך של "כיבוי שרפות", עלול להיות מזיק. אין בכוננתנו לטעון כי יש להימנע כליל מחקיקה עתידית בנושאי תאגידים וניירות ערך. קיימים לעתים כשלי שוק שצריך לטפל בהם, ובמקרים מעין אלה ראוי שהרגולטור יתערב. עם זאת סבורנו כי יש להקדיש תשומת לב יתרה לא רק לתוכנם של החוקים, התקנות וההוראות קודם לפרסומם, אלא גם להשפעות עקיפות שיש להם – השפעות

111 תקנה 21 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970, ק"ת 2037.
112 תקנה 37א(3) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים).

שאותן רואים לעתים בעיקר עורכי הדין. ראינו כי במקרים מסוימים עצם השימוש העודף ברגולציה, בלא תלות בתוכנה, יכול להסב נזק גם לציבור המשקיעים – אותו ציבור שעליו הרגולטור מבקש להגן.

רשימה זו הציעה נקודת מבט חדשה על שוק ההשתלטויות העוינות בישראל. ראינו כי עורכי הדין המסחריים ממשיכים להעלות דרכים להתמודדות עם המבנה הריכוזי של שוק ההון, וכי ייתכן שבעתיד נחזה בשימוש רב יותר בדירקטורים ודח"צים ככלי להשגת השליטה בחברה, או לכל הפחות ככלי המקנה לבעלי אינטרס דריסת רגל בדירקטוריון. הואיל וכאמור לשוק השתלטויות עוינות מיוחסת תרומה ליעילות הכלכלית של הפירמה, אפשר לטעון כי ככל שיתפתחו דרכים חדשות להתגבר על המכשולים שמציב מבנה המשק הישראלי, כך תגדל גם התועלת למשקיעים. באותה הנשימה יש לזכור כי נראה שמדובר במגמה אטית, וכי יחלוף עוד פרק זמן לא מבוטל עד אשר נחזה בשוק שליטה פעיל בישראל. אפשר שבשנים הקרובות שוק זה יהיה נחלתם הבלעדית של סוג מסוים של תאגידיים, כפי שנדון בפרק ב(4) לעיל.

לבסוף ראינו כי שאלות כגון היותו של שכר הבכירים "ראוי", "מוסרי" או "נכון" אינן בהכרח שאלות שיש להעלות במסגרת הדיון במוסדות התאגיד, וכי ייתכן שמבנה חבילות השכר, אשר נטען כי היה אחד הגורמים העיקריים לפרוץ משבר האשראי בארצות הברית, אינו משפיע על המשק הישראלי השפעה דומה. אנו מאמינים כי בסופו של יום הדיון אשר נערך ברוב החברות הציבוריות בארץ הוא דיון מעמיק שבסופו נקבעת חבילת שכר אשר הדירקטוריון מאמין כי היא מתמרצת את המנהל בהשגת יעדי התאגיד כפי שהותוו על ידי הדירקטוריון.