

הפרדה בין בעלות לשליטה בעידן הנגזרים הפיננסיים

מאת
נדב טיומקין*

תקציר

שוק הנגזרים הפיננסיים גדל ללא הכר בשלושים השנים האחרונות, ומאפשר למשקיעים באופן הולך וגובר להפריד בין זכויות הצבעה הצמודות למניותיהן של חברות ציבוריות לבין הסיכונים הכלכליים הנובעים מהחזקתן. אפשרות זו מובילה לקיומם של "מצביעים ריקים" (empty voters), שהינם בעלי מניות שזכויות ההצבעה שלהם עולות על האינטרס הכלכלי שלהם כמניות אשר הקנו להם את זכויות ההצבעה.

תופעת ההצבעה הריקה מובילה לסיטואציות משפטיות מורכבות שבהן בעלי מניות שבכוחם להביא לידי דחייתן או אישורן של החלטות משמעותיות בחיי החברה אינם נושאים במלוא הסיכון הכלכלי הנובע מכך, ומעוררת תהייה באשר ליעילותו של שוק ההון הישראלי עקב חוסר בדין הקיים. התופעה, אשר התיאוריה העומדת בבסיסה פותחה על-ידי Henry Hu ו־Bernard Black, הינה נישה בתופעת האקטיביזם של בעלי מניות אשר זכתה בהתייחסות רבה מחוקרים ברחבי העולם אולם טרם נדונה לעומקה בספרות המחקר בישראל. רשימה זו מבקשת למלא את החלל תוך יישום התיאוריה על שוק ההון הישראלי.

מבוא

א. נגזרים פיננסיים ככלי ליצירת הצבעה ריקה

1. בעלות ושליטה

2. הנגזרים הפיננסיים

3. יעילות שוק

ב. שוק הנגזרים הפיננסיים בישראל

* בוגר הפקולטה למשפטים והפקולטה לניהול (חשבונאות), אוניברסיטת תל-אביב. ברצוני להודות למערכת כתב-העת עיוני משפט, לעורכת בר דור ולחברי המערכת ענת אלבק, יעל וירניק ויונתן לבני על הערותיהם המועילות ועבודתם המאומצת, אשר תרמו רבות למאמר. כן ברצוני להודות לליאור מדוצקי על הערותיו המועילות. מאמר זה נכתב כחלק מפרויקט כתיבה סטודנטיאלי של כתב-העת.

1. הרלוונטיות של הנגזרים הפיננסיים לשוק ההון הישראלי
 2. מיהות המשתמשים בנגזרים פיננסיים לצורך הצבעה ריקה
 - ג. קווים לפתרון
 1. חובת דיווח
 - (א) הדין הקיים בישראל
 - (ב) דרישה לשקיפות בשוקי הון ברחבי העולם
 - (ג) הדין הרצוי בישראל
 2. הצבעה בניגוד עניינים
 - (א) איסור הצבעה תוך ניגוד עניינים
 - (ב) חובת ההגינות וחובת תום-הלב
- סיכום ומסקנות
נספחים

מבוא

בשלהי שנת 2005 הציעה חברת Henderson Land Development Company Limited לרכוש את כל מניות הציבור בחברת Henderson Investment Limited (להלן: הנדרסון השקעות), שנסחרה בשוק ההון בהונג-קונג, ואשר בה היא החזיקה כ-73% עובר להצעה. הצעה זו הייתה הצעתה השנייה, לאחר שהצעתה הראשונה נדחתה על-ידי בעלי מניות המיעוט, ולכן התמורה המוצעת הומתקה ושיקפה פרמיה משמעותית. בעלי מניות המיעוט הגיבו בחיוב, ונראָה שהצלחת הרכישה מובטחת. בהתאם לכך עלה שווי השוק של מניית הנדרסון השקעות בכ-1.44%¹. אולם בסופו של דבר, למרבה ההפתעה, דחו בעלי מניות המיעוט את ההצעה,² ומדיווחים שהתקבלו ממשקיעים שעקבו אחר העסקה התברר כי קרן גידור יחידה רכשה בחשאי מספיק מניות של חברת הנדרסון השקעות כדי להוביל לחסימת ההצעה.

1 המקרה המתואר, כמו-גם מקרים רבים נוספים, נחשפו על-ידי המלומדים Henry Hu ו-Bernard Black, שפיתחו את התיאוריה העומדת בבסיסה של התופעה הנדונה במאמר זה. ראו Henry T.C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. CAL. L. REV. 811, 834 (2006) (להלן: Hu & Black, *The New Vote*); Henry T.C. Hu & Bernard Black, *Hedge Funds, Insiders, and Empty Voting: Decoupling of Economic and Voting Ownership in Public Companies*, 13 J. CORP. FIN. 343 (2007); Henry T.C. Hu & Bernard Black, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, 156 U. PA. L. REV. 625 (2008) (להלן: Hu & Black, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II*); Bernard S. Black, *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, 14 EUR. FIN. MGMT. 663 (2008); Henry T.C. Hu, *Financial Innovation and Governance Mechanisms: The Evolution of Decoupling and Transparency*, 70 BUS. LAW. 347 (2015).

2 לשם קבלת ההצעה נדרשה הסכמתם של 90% מבעלי מניות המיעוט, אך 10.94% מבעלי מניות המיעוט הצביעו נגדה, ורק 85.74% הצביעו בעדה (ראו Hu & Black, *The New Vote*).

תוצאה זו, אשר בכל מקרה אחר הייתה יכולה להיות בעיקר מפתיעה, נהפכה למטרידה במיוחד משנודע כי בזמן ההצבעה הייתה אותה קרן גידור מצויה בפוזיציה שורט³ ביחס לשווייה של מניית הנדרסון השקעות. משמעות הדבר היא שהקרן ידעה כי היא תרוויח מכך ששווייה של מניית הנדרסון השקעות יפחת, ולפיכך היא התנגדה להצעת הרכש משום שזו הייתה צפויה להיטיב עם שווי מניותיה של הנדרסון השקעות. התנהגות זו ממחישה את העיוות שהשימוש בנגזרים פיננסיים עלול ליצור: אותן מניות שהקנו לקרן הגידור את הזכות להצביע על עתידה של הנדרסון השקעות הקנו לה במקביל עניין כלכלי בכשלונה, שנאמד במיליוני דולרים.⁴

זכויות הצבעה בחברה והאינטרס הכלכלי בהצלחתה שלוכים בדרך-כלל זה בזה, ונובעים ממנייה הנמצאת בבעלותו של בעל הזכות והאינטרס. אולם, כפי שנצפה במקרה המתואר ובדוגמאות אחרות,⁵ גם אם מלכתחילה זכויות ההצבעה והאינטרס הכלכלי שלוכים זה בזה, הם עלולים להיות מופרדים. אפשרות זו מובילה לקיומם של "מצביעים ריקים" (empty voters), שהינם בעלי מניות שזכויות ההצבעה שלהם עולות על האינטרס הכלכלי שלהם במניות אשר הקנו להם את זכויות ההצבעה.⁶ תופעה זו של הצבעה ריקה מתרכה עם השימוש ההולך וגובר בנגזרים פיננסיים, ומעוררת שאלות בדבר ניצול לרעה של השוק ובאשר לעילותו של מנגנון ההצבעה המכונה "one share – one vote", החל על חברות ציבוריות הנסחרות בשוק ההון בישראל.⁷ התופעה, שהינה נישה בתופעת האקטיביזם של בעלי מניות, מכה גלים בשווקים העולמיים,⁸ ומאסדרים ברחבי העולם מנסים לספק לה

³ *Buying*, לעיל ה"ש 1, בעמ' 834. למקור הנורמטיבי לעניין הרוב הנדרש לאישור ההצעה ראו *The Companies Ordinance*, (2014) Cap. 622, 13-70, §§ 693-699 (H.K.).

⁴ באופן כללי, המצוי בפוזיציה שורט ירוויח ככל שיפחת שווי של נייר-הערך שהפוזיציה מתייחסת אליו, וזאת לעומת המצוי בפוזיציה לונג, אשר ירוויח ככל ששווי של נייר-הערך שהפוזיציה מתייחסת אליו יגדל. להרחבה על-אודות אסטרטגיית השורט ראו ה"ש 36 להלן.

⁵ לאחר שנודעו תוצאות ההצבעה נפל שווייה של מניית הנדרסון השקעות בכ" 17% – הנפילה הגדולה ביותר ביום אחד של החברה זה שמונה שנים. על כך ראו *Hu & Black, The New Vote Buying*, לעיל ה"ש 1, בעמ' 834.

⁶ לדוגמאות נוספות ראו *Hu & Black, Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II*, לעיל ה"ש 1, בעמ' 661.

⁷ להגדרת "מצביעים ריקים" ראו *Hu & Black, The New Vote Buying*, לעיל ה"ש 1, בעמ' 825.

⁸ ס' 46 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: חוק ניירות-ערך). ראו גם Shaun Martin & Frank Partnoy, *Encumbered Shares*, 2005 U. ILL. L. REV. 775, הטוענים כי משטר של שוויון בזכויות ההצבעה הינו פגום עקב היכולת להפריד בין הבעלות לשליטה. כן ראו את הדיון בחלק 1א להלן.

⁸ בינואר 2007 אמר יושב-ראש הוועדה האמריקנית לניירות-ערך ולבורסות (ה-U.S. Securities and Exchange Commission; להלן: SEC), בהתייחסו להצבעה ריקה, כי התופעה "is already a serious issue" ו"is almost certainly going to force further regulatory response". ראו Kara Scannell, *How Borrowed Shares Swing Company Votes*, WALL ST. J. (Jan. 26, 2007), <https://www.wsj.com/articles/SB116978080268188623>. באותו חודש אמר הממונה על הוועדה כי הצבעה ריקה טומנת בחובה פוטנציאל "to create much mischief in shareholder

מענה על-ידי בניית מודל שיאזן בין חסרונותיה המובהקים לבין היתרונות הפוטנציאליים הגלומים בשימוש בנגזרים הפיננסיים.⁹ ברשימה זו אציע כי התופעה, אשר טרם נדונה לעומקה בספרות המחקר בישראל, עשויה להיות רלוונטית לשוק ההון הישראלי, ומכאן שיש להתאים את הדין הקיים כדי להתמודד עימה.

מבנה הרשימה הוא כדלקמן: בפרק הראשון אתאר בקצרה את תופעת ההפרדה בין הבעלות לשליטה, כמו-גם את האופן שבו ניתן להפריד בין הבעלות לשליטה באמצעות שימוש בנגזרים פיננסיים, ואטען כי שימוש כזה עלול לפגוע ביעילות השוק. בפרק השני אבחן אם הסוגיה רלוונטית לשוק ההון הישראלי, שבו החברות מתאפיינות במבנה בעלות ריכוזי, וזאת להבדיל משוקי הון שהחברות הנסחרות בהם מתאפיינות במבנה בעלות מפוזר. בהקשר זה אציע כי בישראל בעלי מניות מיעוט מתוחכמים, ובפרט קרנות גידור, עלולים להשתמש בנגזרים פיננסיים הנסחרים מחוץ לשוק ומיושבים במזומנים¹⁰ כדי לדחות החלטות מהותיות בחיי החברה בניגוד לעמדתם של בעלי השליטה, ובעיקר כאלה הנוגעות בעסקות מיוזג ורכישה. בפרק השלישי אסקור את הדין הקיים בישראל כמו-גם את הדין הקיים במדינות אחרות – הן כאלה המתאפיינות במבנה בעלות ריכוזי והן כאלה המתאפיינות במבנה בעלות מפוזר – ואציע כי בשני מישורים יהיה בהתאמה של הדין כדי לקדם שוק יעיל: האחד הוא מישור הדיווח, שם ההתאמה המתבקשת היא הטלת חובות גילוי שתכליתן קידום השקיפות; והאחר הוא מישור ההגבלה, שם תבוא ההתאמה לידי ביטוי בקביעת חזקה שלפיה בסיטואציות מסוימות יסווג מצביע כנגוע בעניין אישי.¹¹

⁹ Paul S. Atkins, *Speech by SEC Commissioner: Remarks at the Corporate "voting" Directors Forum 2007*, U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Jan. 22, 2007), <https://www.sec.gov/news/speech/2007/spch012207psa.htm>. אכן שלוש שנים מאוחר יותר פרסמה ה-SEC נייר עמדה אשר חלק משמעותי ממנו הוקדש לנושא ההצבעה הריקה. ראו SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, CONCEPT RELEASE ON THE U.S. PROXY SYSTEM <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf> (July 14, 2010). כן ראו חלק ג1(ב) להלן לעניין תגובתם של מאסדרים ומחוקקים ברחבי העולם על התופעה.

¹⁰ לנגזרים הפיננסיים יש חשיבות כלכלית עצומה, משום שהם מאפשרים לתאגידים לגדר סיכונים מסחריים ופיננסיים. על-פי סקר שערך איגוד ה-International Swaps and Derivatives Association (ISDA), כ-94% מ-500 החברות הגדולות בעולם משתמשות בנגזרים לצורכי גידור. ראו ISDA, *2009 ISDA Derivatives Usage Survey*, 2009(2) ISDA RESEARCH NOTES <https://www.isda.org/a/SSiDE/isda-research-notes2.pdf>.1.

¹¹ הרחבה על-אודות נגזרים פיננסיים הנסחרים מחוץ לשוק ונגזרים פיננסיים המיושבים במזומנים ראו להלן בחלק א2.

החזקה המוצעת לעיל מקורה במאמרם של ברק ירקוני ואיתי פיגנבאום "חזקות לעניין אישי גלוי" תאגידים י(3) 224 (2013).

א. נגזרים פיננסיים ככלי ליצירת הצבעה ריקה

1. בעלות ושליטה

הפרדה בין הבעלות בחברה לבין השליטה בה שוללת לעיתים מבעלי המניות את היכולת לכוון באופן ישיר את אופן ניהול השקעתם בחברה. משמעות ההפרדה היא קיומו של פער בין האינטרס הכלכלי הנובע משיעור הבעלות בהון החברה לבין הבעלות באמצעי השליטה בה.¹² תופעה זו חותרת תחת ההצדקה הכלכלית המסורתית לשילוב בין השליטה לבעלות הבא לידי ביטוי במנגנון ההצבעה המכונה "one share – one vote",¹³ שלפיה שילוב זה מתמרץ את בעלי המניות להשתמש בכוח ההצבעה שלהם באופן הממקד את ערכה של החברה.¹⁴ מנקודת-מבט זו, ככל שקיים פער גדול יותר בין אמצעי השליטה לבין האינטרס הכלכלי הנובע מהבעלות בהון, הפוטנציאל לניגוד עניינים בקרב מקבלי החלטות גדל, ועימו גם הפוטנציאל לפגיעה באינטרסים של כלל הגורמים המושפעים מפעילות החברה.

הפרדה בין בעלות לשליטה תתקיים באופן טבעי בכל חברה ציבורית שבה לבעל השליטה יש יותר מ-50% מזכויות ההצבעה, משום שהלכה למעשה ביכולתו להכריע בכל הצבעה שבה נדרש רוב רגיל, ולא עומדת לבעלי מניות המיעוט זכות הוטו. במצבים אלה, מבחינה מהותית, ברשותו 100% שליטה בחברה, אף שחלק מהבעלות בהון נמצאת בידי בעלי מניות המיעוט.

כיום בעלי מניות מסוגלים להפריד בין הבעלות לשליטה גם במצבים שבהם יש בידיהם אחוזי הון נמוכים בהרבה מ-50%, וזאת על-ידי נקיטת אסטרטגיות מגוונות.¹⁵ האסטרטגיה

12 הגדרת "שליטה" בס' 1 לחוק ניירות-ערך כוללת שני תנאים חלופיים לשליטה: האחד, שיעור החזקה כמותי של יותר מ-50% באחד מאמצעי השליטה בחברה; והאחר, "שליטה אפקטיבית" במובן האיכותי של היכולת לכוון את פעילותה של החברה. להרחבה ראו יוסף גרוס חוק החברות כרך א, פרק כא, פס' 14 (מהדורה חמישית מורחבת, 2016), וכן ע"פ 3506/13 הבי נ' מדינת ישראל, פס' 223 ו-224 (פורסם בנבו, 12.1.2016). עוד יצוין כי הגדרת "אמצעי שליטה" בס' 1 לחוק ניירות-ערך כוללת את זכות ההצבעה באספה הכללית של החברה ואת הזכות למנות דירקטור של החברה.

13 ס' 46 לחוק ניירות-ערך.

14 בהתאם לאחוז ההחזקה שלהם בחברה, בעלי המניות זכאים לרווח השיורי בפירוק. כך, כבעלי זכות התביעה לשארית הנכסים, הם למעשה הבעלים הכלכליים של החברה, הנושאים ברווחים או בהפסדים כתוצאה משינוי בשווייה. כפועל יוצא מכך יש לבעלי המניות תמריץ למקד את ערכה של החברה. לכן, כאשר כוח ההצבעה מחולק באופן יחסי בהתאם לאינטרס הכלכלי בחברה, בעלי המניות מתומרצים לקבל החלטות אשר ימרבו את תוחלת הרווח מכל החלטה. מלומדים לא-מעטים תומכים בהצדקה זו, ביניהם: Bernard Black & Reinier Kraakman, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, 109 HARV. L. REV. 1911, 1945–46 (1996); Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, *One Share – One Vote and the Market for Corporate Control*, 20 J. FIN. ECON. 175 (1988); Milton Harris & Artur Raviv, *Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules*, 20 J. FIN. ECON. 203 (1988).

15 לפירוט האסטרטגיות האמורות ראו Lucian A. Bebchuk, Reinier Kraakman & George Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: The Creation*

המוכרת ביותר בישראל לצורך הפרדה זו היא יצירת מבנה בעלות פירמידלי, המאפשר לבעל השליטה להשתמש בכוח ההצבעה שלו באופן שמטיב עם שווי של נכס אחר המצוי בבעלותו.¹⁶ אולם רשימה זו תתמקד באמצעי אחר המאפשר הפרדה זו – הנגזר הפיננסי – שבאמצעותו ניתן לדמות במפורש מסחר בזכויות הצבעה בנפרד מהזכויות הכלכליות הצמודות להון החברה. כפי שיתואר להלן, שימוש כזה צפוי שיעשה בעיקר על-ידי בעלי מניות מיעוט מתוחכמים, ובמיוחד בסיטואציות של עסקות מיזוג ורכישה.¹⁷

2. הנגזרים הפיננסיים

הנגזרים הפיננסיים, שהינם ביטוי מובהק לחדשנות פיננסית, מאפשרים "לפרק" נכס ולהרכיבו מחדש.¹⁸ כך, באמצעות מסחר בנגזרים בשוק ומחוז' לו, המשקיעים יכולים לחשוף את עצמם לסיכונים שהם חפצים בהם – או לחלופין לצמצם את חשיפתם לסיכונים שהם אינם מעוניינים בהם – הנובעים מנכס־בסיס כלשהו. נכס זה עשוי להיות, בין היתר, סחורה, שער מטבע, ריבית או נכס־הבסיס שבו תתמקד רשימה זו: מניה של חברה ציבורית.¹⁹ הנגזר הוא למעשה מוצר פיננסי – חוזה בין מוכר מרצון לקונה מרצון – שערכו נובע מערכו של נכס־הבסיס. כך, לדוגמה, חוזה אופציה לרכישת מניה של חברה מסוימת הינו הנגזר, ואילו המניה עצמה הינה נכס־הבסיס, אשר כל שינוי בערכו יוביל לשינוי בערכו של הנגזר.

מבחינה מבנית, הנגזרים הפיננסיים אינם חייבים להיות מורכבים, ובסיסם בשלוש אבני בניין.²⁰

1. חוזה אופציה, המקנה זכות לקנות (Call Option) או למכור (Put Option) את נכס־הבסיס בעתיד בתמורה למחיר מימוש שנקבע מראש;²¹

-
- 16 *and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights* (NBER Working Paper No. 6951, 1999), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=226401
 הוועדה להגברת התחרותיות במשק טיוטת המלצות 118 (2011) www.gov.il/BlobFolder/unit/competitiveness-committee/he/Vaadot_ahchud_CompetitivenessCommittee_TyuyatRec_Report.pdf (להלן: **טיוטת ההמלצות**). יש לציין כי השימוש בפירמידות שליטה פחת בשנים האחרונות בעקבות החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013 (להלן: חוק הריכוזיות).
- 17 להרחבה ראו להלן חלק ב2.
- 18 אפרת טולקובסקי ורועי קרייטנר "בין חדשנות פיננסית למשבר כלכלי" משפטים מ 413, 422 (2011).
- 19 Norman Menachem Feder, *Deconstructing Over-the-Counter Derivatives*, 2002 COLUM. BUS. L. REV. 677.
- 20 שם, בעמ' 692-701; Charles W. Smithson, *A LEGO Approach to Financial Engineering: An Introduction to Forwards, Futures, Swaps and Options*, 4(4) MIDLAND CORP. FIN. J. 16-18 (1987).
- 21 לדוגמה, נניח שביום 1.1.2018 (מועד העסקה) כתב א ל-ב אופציית Call שנכס־הבסיס שלה הוא מניה של חברה ציבורית ג הנסחרת במועד העסקה לפי שווי של 10 ש"ח. בהתאם לתנאי האופציה, ב יהיה זכאי לרכוש מ-א את נכס־הבסיס ביום 1.1.2019 (מועד המימוש) בתמורה

2. חוזה עתידי (Forward/Future), המשקף התחייבות של הצדדים לקנות או למכור את נכסהבסיס בעתיד בתמורה למחיר שנקבע מראש;²²

3. חוזה החלף (Swap), המשקף התחייבות של הצדדים להחליף תזרימי מזומנים עתידיים בהתאם לשינויים בשווי של נכסהבסיס.²³

הנגזרים עשויים להיות מיושבים בעין, קרי עם העברת נכסהבסיס בתמורה למחיר שעליו הסכימו הצדדים מראש, או לחלופין מיושבים במזומנים, על-דרך עסקת נטו עם העברת כסף מזומן המשקף את ההפרש בין המחיר שנקבע לנכסהבסיס מראש לבין שווי השוק שלו במועד המימוש.²⁴ להבחנה זו יש חשיבות רבה לעניין חובות הדיווח החלות על בעלי המניות, כפי שיפורט להלן בחלק ג.

בפועל, צדדים יצירתיים סוחרים בנגזרים מחוץ לשוק (over the counter), בשווקים שאינם מסונכרנים או מאורגנים על-ידי מסלקה, שבהם מבוצעות עסקאות רבות מאוד שהמשא-ומתן

-
- למחיר מימוש בסך של 10 ש"ח, ובתמורה לזכות זו שילם ב ל-א פרמיה של 1 ש"ח במועד העסקה. בהתאם, אם במועד המימוש יהיה שווי של נכסהבסיס גבוה מ-10 ש"ח, יבחר ב לממש את האופציה, והוא ירוויח מהעסקה אם שווי של נכסהבסיס במועד המימוש יהיה גבוה מ-11 ש"ח. לעומת זאת, אם א יכתוב ל-ב אופציית Put, קרי אופציה המקנה ל-ב את הזכות למכור ל-א את נכסהבסיס בהתאם לאותם תנאים, אזי אם במועד המימוש יהיה שווי של נכסהבסיס נמוך מ-10 ש"ח, יבחר ב לממש את האופציה, והוא ירוויח מהעסקה אם שווי של נכסהבסיס במועד המימוש יהיה נמוך מ-9 ש"ח.
- 22 לדוגמה, נניח שביום 1.1.2018 (מועד העסקה) נכנסו א ו-ב לחוזה עתידי שנכסהבסיס שלו הוא מניה של חברה ציבורית ג הנסחרת במועד העסקה לפי שווי של 10 ש"ח. בהתאם לתנאי החוזה העתידי, א התחייב למכור ל-ב ו-ב התחייב לקנות מ-א את נכסהבסיס ביום 1.1.2019 (מועד ההשלמה) בתמורה לסך של 10 ש"ח. בהתאם, אם במועד ההשלמה יהיה שווי של נכסהבסיס גבוה מ-10 ש"ח, ירוויח ב מהעסקה.
- 23 לדוגמה, נניח שביום 1.1.2018 (מועד העסקה) נכנסו א ו-ב לחוזה החלף שנכסהבסיס שלו הוא מניה של חברה ציבורית ג הנסחרת במועד העסקה לפי שווי של 10 ש"ח, ואשר תקופתו שנתיים ממועד העסקה. בהתאם לתנאי החוזה, א ישלם ל-ב בגין כל עליית ערך בשווי של נכסהבסיס, ואילו ב ישלם ל-א בגין כל ירידת ערך בשווי של נכסהבסיס. התשלומים יתבצעו בכל סוף שנה, קרי ביום 31.12.2018 וביום 31.12.2019, וביום 31.12.2018 יתעדכן שווי הייחוס שביחס אליו יימדד השינוי בשווי של נכסהבסיס ביום 31.12.2019. בהתאם, אם ביום 31.12.2018 יעלה שווי של נכסהבסיס ל-15 ש"ח, ישלם א ל-ב 5 ש"ח; ובהמשך, אם ביום 31.12.2019 ירד שווי של נכסהבסיס ל-12 ש"ח, ישלם ב ל-א 3 ש"ח.
- 24 כך, אם נשוב לדוגמה המתוארת בה"ש 21 לעיל, הנוגעת באופציית Call: אם מדובר בעסקה המיושבת בעין, אזי אם שווי של נכסהבסיס במועד המימוש הוא 12 ש"ח ו-ב יבחר כצפוי לממש את האופציה, יעביר ב ל-א את מחיר המימוש, קרי 10 ש"ח, ואילו א יעביר ל-ב את נכסהבסיס, קרי את המניה של החברה הציבורית ג. לעומת זאת, אם מדובר בעסקה המיושבת במזומנים, אזי בתנאים שלעיל יעביר א ל-ב 2 ש"ח (שווה ההפרש בין שווי של נכסהבסיס במועד המימוש לבין מחיר המימוש). להרחבה ראו Feder, לעיל ה"ש 19, בעמ' 683-686. רשימה זו מתייחסת בעיקר לנגזרים המיושבים במזומנים.

לגביהן מתנהל באופן פרטי בין סוחרים לצרכני־קצה (להלן: OTC).²⁵ הסוחרים – שהם ברוב המקרים בנקים – פועלים כמתווכים בין צרכני־הקצה השונים, ועושים עסקאות בנגזרים כמנהלים (principals), תוך שהם נכנסים לפוזיציות הפוכות מאלה של צרכני־הקצה וגובים מהם מרווח מסוים (spread) על כל עסקה.²⁶

להבדיל מהמכשירים הנגזרים הסטנדרטיים, הנסחרים בשווקים המאורגנים, המסחר OTC מאפשר יצירה של מכשירים נגזרים מתוחכמים המותאמים במדויק לצרכים ספציפיים.²⁷ מבחינה מהותית, מכשירים אלה מאפשרים למשקיעים השונים לרכוש כוח הצבעה הצמוד למניה בנפרד מן האינטרס הכלכלי הנובע ממנה, ובהתאם להיכנס לפוזיציות המְמַרְכּוּת את הפוטנציאל של תיק ההשקעות שלהם בעלות נמוכה יחסית ובאופן חשאי.²⁸ אחת מהפוזיציות הללו עשויה להיות זו של מצביע ריק. פוזיציה כזו, הנובעת מהחזקה במקביל של מניות ונגזרים מסוימים, משקפת כל סיטואציה שבה זכויות ההצבעה של המשקיע עולות על האינטרס הכלכלי הכולל.²⁹ שלו במניות שהקנו לו את זכויות ההצבעה.³⁰ בהקשר זה האינטרס הכלכלי הכולל של מצביע ריק עשוי להיות אחד משלושה: חיובי, ובהתאם הוא ייחנה

25 Feder, לעיל ה"ש 19, בעמ' 678. ראו גם Don M. Chance, *The Structure of Derivative Markets*, in *ESSAYS IN DERIVATIVES* 3 (1998) "simply a market for derivatives" "dealers who stand willing to trade on either side of the market" (שם).

26 השתכללותו של שוק הנגזרים OTC הובילה במרוצת השנים לצמצום המרווח שאותו יכלו הבנקים לגבות על פעולת התיווך בין צרכני־הקצה. בשל כך החלו הבנקים להיכנס בעצמם לפוזיציות נגדיות לצרכני־הקצה, תוך נטילת סיכון. פעולתם של הבנקים מתבססת על ההנחה שהם יוכלו לגדר את הפוזיציה במהירות – בין באמצעות מציאת צרכני־קצה נוסף המעוניין בפוזיציה הנגדית, ובין באמצעות כניסה לעסקה עם בנק אחר. לדיון נרחב בנוגע לשחקנים השונים בשוק הנגזרים ראו Feder, לעיל ה"ש 19, בעמ' 717.

27 Futures נסחרים בשווקים מאורגנים, אופציות עשויות להיסחר הן בשווקים מאורגנים והן OTC, ואילו Forwards ו־Swaps נסחרים OTC בלבד.

28 ככל שמשקיע מעוניין להצביע באספה כללית של חברה ציבורית, עליו לרכוש את מנייתה ולהחזיק בה במועד הקובע (ראו ס' 182(ב) לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: חוק החברות)). העלות של רכישה כזו משקפת הן את שווייז של זכויות ההצבעה הצמודות למניה והן את שווייז של האינטרס הכלכלי הנובע ממנה. באמצעות שימוש בנגזרים במקביל לרכישת המניה, המשקיע מסוגל למכור את האינטרס הכלכלי הנובע ממנה, ולפיכך העלות נטו מבחינתו פחותה בהשוואה לרכישת מניית החברה בלבד. למנגנונים של הנגזרים השונים ראו Feder, לעיל ה"ש 19, בעמ' 691-717. להרחבה בדבר חשאיית השימוש בנגזרים ראו חלק 1א (א) להלן.

29 האינטרס הכלכלי הכולל משקף שקלול של כל האינטרסים של המשקיע בנכסים שיש להם מתאם עם מניות החברה, נוסף על המניות עצמן, כגון נגזרים שנכס־הבסיס שלהם הוא מניות החברה, מניות של חברות מתחרות, עסקות שורט וכולי. על כך ראו Hu, לעיל ה"ש 1, בעמ' 356.

30 בהקשר הנדון, הצבעה ריקה תנבע מהחזקה במקביל של מניות ונגזרים המקנים אינטרס כלכלי שלילי במניות (כשלעצמם – במנותק מהאינטרס החיובי הנובע מהחזקה במניות). להגדרת המצביע הריק בספרות ראו לעיל ה"ש 6.

מעלייה בשוויין של מניות החברה; אפסי, ובהתאם הוא יהיה אדיש לשינוי בשוויין של מניות החברה; ובמקרי קיצון אף שלילי, ובהתאם הוא ייהנה מירידה בשוויין של מניות החברה.³¹ אחד המכשירים הנגזרים שבאמצעותו ניתן להיכנס במישרין לפוזיציה של הצבעה ריקה על-ידי מכירת האינטרס הכלכלי במניות הוא ה-TRES Total Return Equity Swap (להלן): בהתאם לשימוש המקובל במכשיר, משקיע המעוניין להימנע מסיכון השוק הנובע מהבעלות במניה ישלם לצד האחר לחוזה בגין כל עליית ערך בשווייה, כמו-גם בגין כל דיוודנד שיחולק, ואילו הצד האחר, המעוניין בסיכון השוק הנובע מהבעלות במניה, ישלם למשקיע בגין כל ירידת ערך בשווייה, כמו-גם ריבית תקופתית, וכל זאת במסגרת הזמנים הקבועה בעסקה.³² משמעות הדבר היא שאותו משקיע שמכר באמצעות ה-TRES את האינטרס הכלכלי שלו במניות שהוא מחזיק ייוותר במהלך תקופת הפוזיציה עם זכויות ההצבעה הצמודות למניות אולם יהיה אדיש ביחס לשינוי בשוויין.

דוגמה מעניינת לשימוש במכשיר לצורך כניסה לפוזיציה של הצבעה ריקה משתקפת מניתוח האירועים שקרו לאחר שביוולי 2004 הודיעה חברת Mylan Laboratories Inc. (להלן: מיילן) על הצעתה לרכוש את חברת King Pharmaceuticals Inc. (להלן: קינג). טכניקת הרכישה שנבחרה באותו מקרה הייתה מיזוג משולש הופכי,³³ ומימושה הותנה באישורם של בעלי מניות המיעוט בשתי החברות המתמזגות.³⁴

ככלל, עסקות מיזוג יוצרות פוטנציאל עסקי הנובע מהפער בשווי מניותיהן של החברות המתמזגות. פער זה נובע מכך שבמועד ההודעה על המיזוג מניותיה של החברה הרוכשת נסחרות במחיר גבוה מאלה של חברת-המטרה. גודלו של הפער הקיים לפני השלמת המיזוג משקף את רמת אי-הוודאות של השוק באשר להצלחת העסקה – הפער מתרחב כאשר קיימת אינדיקציה לכך שהמיזוג לא יצלח, ולעומת זאת הוא מצטמצם כאשר מתחזקת הוודאות שהמיזוג יושלם.³⁵

אסטרטגיה שעוצבה כדי לנצל את ההזדמנות הנובעת מאותו פער, המכונה "merger arbitrage", היא רכישת מניותיה של חברת-המטרה ובמקביל שאילה של אותה כמות של

31 ראו Hu, לעיל ה"ש 1, בעמ' 356.

32 להרחבה על-אודות ה-TRES ראו CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Mgmt. (U.K.) LLP, 654 F.3d 276 (2d Cir. 2011) (להלן: עניין CSX).

33 מיזוג משולש הופכי הוא מיזוג שבו החברה הרוכשת א, האמורה לשרוד לאחר המיזוג, מקימה חברה-בת ייעודית ג, אשר תתמוג עם ולתוך חברת-המטרה ב. לאחר השלמת המיזוג תחזיק החברה הרוכשת א במניותיה של חברת-המטרה ב, והחברה-הבת הייעודית ג תתחיל. להרחבה ראו שרון חנס ועמרי ידלין "על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות" הפרקליט מז 104, 108 (2003).

34 לתיאור ההתניה בהסכם המיזוג בין מיילן לקינג ראו Agreement and Plan of Merger by and among Mylan Laboratories Inc. and King Pharmaceuticals, Inc. 75 (July 23, 2004), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/69499/000095012304008731/j0885301exv99w1.txt>.

35 עם הפיכת המידע על-אודות ההצעה לציבורי, שווי מנייתה של חברת-המטרה עולה ואילו שווי מנייתה של החברה הרוכשת יורד, עד לנקודת שיווי-משקל המשקפת פער המכונה "pre-closing gap". לכשתושלם העסקה, ייסגר הפער לחלוטין.

מניות החברה הרוכשת ומכירתן בחסר מייד לאחר־מכן (שורט).³⁶ כאשר המיזוג יושלם וחברת־המטרה תתחסל, ייהפכו מניותיה למניות של החברה הרוכשת, ואותן ישיב המשקיע למשאל כדי להשלים את עסקת השורט.³⁷ המשמעות הכלכלית של אסטרטגיה זו היא שהמשקיע ירוויח כאשר הפער יצטמצם ובסופו של דבר יימחק, או במילים אחרות, כאשר שווייה של החברה הרוכשת יפחת ואילו שווייה של חברת־המטרה יעלה. לעומת זאת, אם המיזוג לא יושלם, המשקיע לא ירוויח כלל, ואף יספוג הפסד.

בענייננו, עובר להכרזה על המיזוג המשולש ההופכי בין החברה הרוכשת מיילן לחברת־המטרה קינג, החזיקה קרן הגידור Perry Corp. (להלן: פֶּרִי) במניותיה של קינג. פֶּרִי, שזיהתה את הפוטנציאל העסקי הגלום בהכרזה, נכנסה לפוזיציה־merger arbitrage. דא עקא, קרן גידור אחרת רכשה מניות רבות של חברת מיילן והודיעה כי תתנגד למיזוג המתוכנן. בתגובה על המהלך רכשה פֶּרִי כ־10% ממניותיה של מיילן כדי שיהיה ביכולתה להצביע בעד המיזוג, וזאת כחלק מעסקה מורכבת שטווחה עם בנק. בהתאם לתנאי העסקה, הבנק נכנס לעסקת שורט שבמסגרתה הוא שאל את מניותיה של מיילן מצד שלישי ומייד לאחר־מכן מכר אותן לפֶּרִי – פעולה שחשפה את הבנק לעלייה פוטנציאלית בשווייה של מיילן. מייד לאחר־מכן התקשרה פֶּרִי עם הבנק בשורה של הסכמי TRES המיושבים במזומנים, וזאת כדי להימנע מהסיכון הכלכלי הנובע מהחזקת המניות ששוויין צפוי לרדת כתוצאה מהמיזוג. הסכמים אלה עוצבו כדי לגדר לחלוטין את חשיפת הצדדים – פֶּרִי והבנק – לסיכון השוק שנבע ממניותיה של מיילן, על־ידי כך שבמשך תקופת הפוזיציה תפצה פֶּרִי את הבנק בגין כל עליית ערך בשווי מניותיה של מיילן, ואילו הבנק יפצה את פֶּרִי בגין כל ירידת ערך בשווי המניות. המשמעות הכלכלית של העסקה היא שלגבי שני הצדדים "קובע" שווי המניות, ולפיכך נמנעה חשיפתם לסיכון השוק שנבע מהחזקת המניות.

סקולל של שורת העסקאות האמורות מוביל לעובדה המעניינת שפֶּרִי רכשה למעשה זכויות הצבעה הנובעות מהחזקת מניות בשווי שוק של 492 מיליון דולר בעבור 5.76 מיליון דולר בלבד, שהם העמלה ששולמה לבנק בעבור מימון העסקאות שאפשרו לה להיכנס לפוזיציה של מצביע ריק ביחס למניותיה של מיילן. נוסף על כך, מכיוון שפֶּרִי לא דיווחה על הפוזיציה, היא יכלה להעמיקה על־ידי רכישת מניות נוספות של קינג, כך שהרווח הפוטנציאלי המשוקלל שהיה ביכולתה להפיק מהאסטרטגיה הסתכם בכ־41.7 מיליון דולר.³⁸

36 מכירה בחסר (שורט) היא אסטרטגיה שבה הנוקט אותה שואל נייר־הערך ומוכר אותו בשוק מייד לאחר־מכן, ובסוף תקופת השאילה הוא רוכש את נייר־הערך בשוק כדי להשיבו למשאל. בהתאם, הנוקט אסטרטגיה זו ירוויח אם שווי של נייר־הערך יפחת במהלך תקופת העסקה, ויפסיד אם שווי יעלה. לעניין זה יש לציין כי אף שמבחינה כלכלית עסקת שורט עשויה להוביל לפוזיציה דומה לזו שנכנסים אליה באמצעות נגזרים מסוימים, היא אינה מהווה נגזר פיננסי. ראו Ivo Welch, *Corporate Finance* 167 (2nd ed. 2011).

37 האסטרטגיה יעילה כאשר התמורה לבעלי מניותיה של חברת־המטרה מורכבת ממניותיה של החברה הרוכשת. אסטרטגיה זו לא תפעל מקום שבעלי מניות "נקנים החוצה" במזומנים, אולם קיימות שיטות נוספות לניצול פערי השווי, דוגמת רכישת מניותיה של חברת־המטרה ובמקביל רכישת אופציית Put ביחס למניותיה של החברה הרוכשת.

38 במועד ההודעה על המיזוג, ורגע לפני שחרור הדיווח לציבור, היה לפֶּרִי הפסד על הנייר של 20.4 מיליון דולר בקשר להשקעתה בקינג. בהמשך, באמצעות רכישת כוח ההצבעה הנדרש

אם כן, כפי שניתן לראות מהשתלשלות הדברים בעניין מיילן שתוארה לעיל, TRES מאפשר למשקיע להפריד בין הבעלות לשליטה ולהיכנס לפוזיציה של מצביע ריק בקלות, אולם הוא אינו הנגזר היחיד שבאמצעותו ניתן להשיג תוצאה זו. משקיע המעוניין להיכנס לפוזיציה של מצביע ריק באמצעות שימוש בנגזרים יכול לעשות זאת באמצעות הסכמי אופציה, באמצעות חוזים עתידיים ובדרכים רבות נוספות.³⁹

האמור לעיל נותן ביטוי לעובדה ששימוש מושכל בנגזרים פיננסיים מאפשר למשקיע, הלכה למעשה, לסחור בזכויות הצבעה בנפרד מהזכויות הכלכליות בחברה – על-ידי רכישת מניות ומכירת האינטרס הכלכלי הגלום בהן באמצעות הנגזרים – וכך להביא לידי דחייתן או אישורן של החלטות המשפיעות על ערכן של מניותיה מבלי לשאת במלוא הסיכון הכלכלי הנובע מכך. שימוש כזה יכול שיעשה כאשר הפוזיציה הנובעת מתיק ההשקעות של המשקיע – אשר את הרווח הפוטנציאלי שעשוי לנבוע ממנה הוא מעוניין לִמְרֹב על-ידי שימוש בכוח ההצבעה – אינה תואמת בהכרח את טובתה של החברה שבה מתרחשת ההצבעה ואת האינטרסים של שאר בעלי מניותיה.

3. יעילות שוק

כפי שיתואר בחלק 2 להלן, בעל מניות מיעוט יבחר להשתמש בנגזרים הפיננסיים כדי להיכנס לפוזיציה של מצביע ריק רק אם יניח במידת ודאות גבוהה כי בכוחו להכריע אם ההחלטה שבנדון תתקבל או תידחה. מידע כזה, הנוגע באופן השימוש הצפוי בכוח ההצבעה על-ידי בעל מניות המהווה לשון-מאזניים, יש בו כדי להשפיע על שווי מנייתה של החברה שבה תתרחש ההצבעה, בין שההחלטה היא לטובת החברה ובין שלרעתה, ובהתאם גם על בעלי המניות האחרים ועל גורמים רלוונטיים נוספים המושפעים מן ההחלטה. אולם ככל שמצביע ריק אינו מחויב לחשוף את הנגזרים שבהם הוא מחזיק ואת האינטרסים הנובעים מהם, ובהתאם את האינטרס הכלכלי הכולל שלו במניות החברה, שווי השוק של המניה לא יגלם את המידע האמור. סיטואציה כזו יש בה כדי לפגוע ביעילותו של שוק ההון,⁴⁰

לצורך אישור המיזוג באספה הכללית של מיילן תוך שהיא נפטרת באמצעות הנגזרים מהסיכון הכלכלי הכרוך בהחזקת המניות, עמד הרווח על הנזיר של פְּרִי שנבע מפוזיציה ה־merger arbitrage – קרי, הלונג על מניות קינג והשורט על מניות מיילן – על סך של 19.97 מיליון דולר, המשקף סווינג של 41.7 מיליון דולר ממועד ההודעה על המיזוג. בסופו של דבר נטשה מיילן את הרכישה עקב בעיות חשבונאיות בעסקה, ופְּרִי לא זכתה להשתמש בכוח ההצבעה שרכשה. לתיאור האמור ראו את ההסדר של פְּרִי מול ה־SEC בהקשר זה: Administrative Proceeding File No. 3-13561 in the Matter of PERRY CORP., <http://www.sec.gov/litigation/admin/2009/34-60351.pdf>.

39 ראו Shaun & Partnoy, לעיל ה"ש 7, בעמ' 789-792, המציגים רשימה של דרכים שבהן ניתן להפריד בין הבעלות לשליטה באמצעות נגזרים.

40 הספרות הכלכלית מתייחסת לשלושה סוגים של יעילות שוק: (א) חלשה – מחיר נייר-הערך משקף את כל המידע ההיסטורי הנוגע בו, לרבות מחירי עבר והיקפי המסחר הקודמים; (ב) חצי חזקה – מחיר נייר-הערך משקף את כל המידע הציבורי הנוגע בו, אשר מתעדכן באופן מיידי ומדויק עם כל קבלת מידע ציבורי חדש; (ג) חזקה – מחיר נייר-הערך משקף את כל המידע הנוגע בו, לרבות מידע פנים. על כך ראו: Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets*.

ובהתאם ליצור אפקט מצנן בקרב המשקיעים.⁴¹ אולם גם אם המידע על-אודות התנהגותו הצפויה של המצביע הריק גלוי, יש ליתן את הדעת לכך שאין בגילויי כשלעצמו כדי למנוע ניגוד עניינים⁴² פוטנציאלי בעת ההצבעה.⁴³

אם כן, נראה שניתן לסמן שתי בעיות עיקריות הנובעות משוק הנגזרים:

1. בעלי מניות מסוגלים להתקשר בחשאי בעסקאות בנגזרים OTC,⁴⁴ ולפיכך שווי מניותיה של החברה שבה תתקיים ההצבעה אינו משקף את המידע על-אודות הפוזיציה שבה הם מצויים ואת האופן שבו הם צפויים להצביע. כפועל יוצא מכך מצביעים ריקים יכולים לנצל את פערי המידע כדי להתנהג באופן שיפתיע את השוק לצורך מרוב האינטרס הפרטי שלהם, ובהתאם לפגוע ביעילותו.

2. גם בהנחה שהמידע היה ציבורי, ככל שענייננו במצביע ריק שהאינטרס הכלכלי הכולל שלו הוא שלילי, קרי מצביע ריק אשר ייחנה מירידה בשוויין של מניות החברה, שווי מניית החברה ישקף אומנם את כל המידע הרלוונטי, אולם לא ישקף את שווייה הפוטנציאלי, קרי, את השווי שהיה יכול להיות לה אלמלא הצפי להצבעה בניגוד עניינים.

לנוכח האמור, וכפי שאציע בחלק ג להלן, יש להתייחס לשימוש בנגזרים הפיננסיים בשני מישורים: האחד הוא בחינה מחודשת של כללי הדיווח במטרה לחשוף את כל המידע הרלוונטי לפני ציבור המשקיעים, כדי למנוע פגיעה ביעילותו של השוק; והאחר הוא יישום הכללים החלים על הצבעה בניגוד עניינים על הסיטואציה, כדי למנוע הצבעה בניגוד עניינים.⁴⁵

ב. שוק הנגזרים הפיננסיים בישראל

אופיו הריכוזי של שוק ההון הישראלי הניע את המחוקק לעשות מאמצים כדי להגביל את תופעת ההפרדה ששררה בו בין הבעלות לשליטה. מאמצים אלה הולידו את חוק הריכוזיות. לחוק קדמו דוח-ביניים ודוח סופי של הוועדה להגברת התחרותיות במשק,⁴⁶

-
- 41 *A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. FIN. 383 (1970). הגישה המקובלת היא שבשוקי ההון מתקיימת יעילות חזקה, ודיני ניירות-הערך מגינים על יעילות זו. ראו ע"פ 220/17 דנקנר נ' מדינת ישראל, פס' 5 לפסק-דינו של השופט הנדל (פורסם בנבו, 29.8.2018).
- 42 על-פי תיאוריית השוק היעיל, אם לא מתקיימת הנחת-היסוד שלפיה כוחות השוק יובילו בהכרח להקצאת המשאבים היעילה ביותר במצב שבו מחיר נייר-הערך משקף את כל המידע הציבורי הנוגע בו, אזי ייגרם הפסד חברתי עקב הירתעות המשקיעים ממסחר בשוק. ראו Fama, לעיל ה"ש 40.
- 43 להגדרת הצבעה בניגוד עניינים ראו להלן ליד ה"ש 143.
- 44 על-פי תיאוריית השוק היעיל, בשוק ללא הגנה מפני הצבעה בניגוד עניינים יימנעו המשקיעים מלרכוש ניירות-ערך, משום שהשוק יגלם את עלויות הנציג שבין המצביע בניגוד עניינים לבין שאר בעלי המניות במחירו של נייר-הערך, אשר בסופו של דבר יהיה אפס. על כך ראו זוהר גושן "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות" משפטים כט 17, 39 (1998).
- 45 לדיון בכללי הדיווח הקיימים כיום בישראל ראו חלק ג(א) להלן.
- 46 לדעה דומה ראו Wolf-Georg Ringe, *Empty Voting Revisited: The Telus Saga* (Oxford Legal Studies Research Paper No. 18/2013).
- 47 חוק הריכוזיות פורסם ביום 11.12.2013. טיוטת המלצות-הביניים של הוועדה להגברת התחרותיות

אשר אחת ממסקנותיה הייתה שיש להגביל את השימוש במבנים פירמידליים על-ידי בעלי השליטה,⁴⁷ וזאת נוסף על ההגבלה הקיימת לגבי שימוש במניות סוג בחברות ציבוריות.⁴⁸ להבדיל משימוש במבנים פירמידליים ובמניות סוג על-ידי בעלי שליטה, סוגיית השימוש בנגזרים פיננסיים על-ידי בעלי מניות מיעוט לצורך הפרדה בין הבעלות לשליטה לא נבחנה לעומקה, ונותרה ללא מענה. ייתכן שאחת הסיבות לכך היא הטענה כי השימוש בנגזרים פיננסיים אינו נפוץ מספיק בישראל.⁴⁹ טענה אפשרית נוספת שעשויה להצדיק את העדר ההתייחסות היא שמדינות המפקחות באופן מוגבר על השימוש בנגזרים הן כאלה ששוק ההון שלהן מתאפיין במבנה בעלות מפוזר, דוגמת ארצות-הברית, משום שמבנה בעלות מפוזר מאפשר לבעלי מניות מיעוט להשפיע על קבלת ההחלטות בחברה בצורה משמעותית. לעומת זאת, במבנה הבעלות הריכוזי של החברות הנסחרות בשוק ההון הישראלי⁵⁰ יש כדי להפחית מהרלוונטיות של הסוגיה, שכן כאשר רוב זכויות הצבעה נמצאות בידיו של בעל השליטה, ממילא מצטמצמת יכולתם של בעלי מניות המיעוט להשפיע על קבלת ההחלטות בחברה.⁵¹

במשק פורסמה לתגובות הציבור בחודש ספטמבר 2011 באתר משרד האוצר, ומסקנותיה הסופיות של הוועדה הוצגו ביום 18.3.2012. ראו **טיוטת ההמלצות**, לעיל ה"ש 16; הוועדה להגברת התחרותיות במשק **המלצות סופיות והשלמה לדר"ח הביניים** (2012) www.gov.il/BlobFolder/unit/competitiveness-committee/he/Vaadot_ahchud_CompetitivenessCommittee_FinalReport_FinalRec.pdf.

47 ככל שהחברות במורד הפירמידה מתרבות כן הנתק בין שליטתו של בעל השליטה לבין האינטרס הכלכלי שיש לו באותן חברות גובר. להגבלת השימוש במבנים פירמידליים ראו ס' 21 לחוק הריכוזיות.

48 ככל שמניות סוג מקנות זכויות הצבעה עודפות לבעלי מניות מסוימים, כוח ההצבעה שלהם אינו תואם את האינטרס הכלכלי שלהם במניות. להרחבה ראו Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Perils of Small-Minority Controllers*, GEO L.J. (forthcoming 2019). להגבלה הקיימת בישראל בנוגע לשימוש במניות סוג ראו ס' 46 לחוק ניירות-ערך.

49 ראו **טיוטת ההמלצות**, לעיל ה"ש 16, בעמ' 122, שם מציינים עורכי הטיוטה, בהתייחסם לכלים כלליים לביצור שליטה, כי "ניתן להגיע להצבעה ריקה" באמצעות קניית מניות ושימוש בפוזיציות נגזרים כדי לנטרל את הפוזיציה ההוגנית (או אפילו ליצור פוזיציות הון שלילית). הרבר יכול להיעשות במישרין (באמצעות 'equity swaps') או באמצעות הרכבת פוזיציה סינתטית (לדוגמה על ידי מכירת אופציית Call [אופציית רכש] וקניית אופציית Put [אופציית מכר]). באופן זה בעל המניות יכול להביא לאישורן של הצעות הפוגעות בערך מניית החברה כדי לתמוך בפוזיציה אחרת (לדוגמה, פוזיציה על חברה מתחרה). טיבן של אופציות מגביל אסטרטגיה זו לטווחי זמן קצרים בלבד, ולכן היא לרוב משמשת קרנות גידור כדי להצביע בהצבעות חשובות במיוחד (כגון הצבעה על מיזוג). מאחר ששוק הנגזרים בישראל איננו מפותח, אסטרטגיה זו לרלוונטיות פחות לשוק הישראלי."

50 נכון לספטמבר 2010, בכ-88% מהחברות הציבוריות בישראל קיים בעל שליטה. בכ-65% מהחברות אחוזי ההחזקה של בעל השליטה בהון החברה גבוהים מ-50%, וכ-35% מהחברות אחוזי ההחזקה של בעל השליטה בהון החברה גבוהים מ-70%. על כך ראו **טיוטת ההמלצות**, לעיל ה"ש 16, בעמ' 27-28.

51 ראו Kobi Kastiel, *Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies*, 2016 COLUM. BUS. L. REV. 60, 74 (להלן: קסטיאל). במאמרו זה מציג קסטיאל את התיאוריה

אולם, כפי שאציע בהמשך, נראה שהסוגיה אכן עשויה להיות רלוונטית לשוק ההון בישראל: ראשית, כפי שיתואר בחלק 1 להלן, נתונים אמפיריים עקיפים מצביעים על כך ששוק הנגזרים העלול להוביל להיווצרותם של מצביעים ריקים אינו זניח או לכל-הפחות התפתח בשנים האחרונות. שנית, כפי שיתואר בחלק 2 להלן, המנגנון החוקי הקיים בדין הישראלי עלול להוביל לכך ששימוש בנגזרים פיננסיים לצורך ביצוע הצבעה ריקה יהיה כדאי. שימוש כאמור צפוי שיעשה על-ידי בעלי מניות מיעוט מתוחכמים כדי להכריע בחלטות משמעותיות בחיי החברה, בעיקר בנוגע לעסקות מיזוג ורכישה, וזאת ככל שיש ביכולתם להטיל וטו על החלטתו של בעל השליטה.⁵² העדות המשמעותית ביותר הקיימת כיום לשימוש כאמור הובאה לידיעת הציבור בעבודתם של Bernard Black ו־Henry Hu, אשר תיעדו עשרות רבות של מקרים מן השנים 1988–2008 שבהם השתמשו בעלי מניות באסטרטגיה בשוקי הון ברחבי העולם המתאפיינים ברמות ריכוזיות שונות.⁵³ בין השווקים המתאפיינים במבנה בעלות ריכוזי שבהם תועדה הפעילות ניתן למצוא, בין היתר, את ניו־זילנד, איטליה, צרפת, סינגפור, פורטוגל ואף הונג־קונג, שבה מבנה הבעלות של החברות הנסחרות בשוק ההון ריכוזי אף יותר מאשר בישראל.⁵⁴

1. הרלוונטיות של הנגזרים הפיננסיים לשוק ההון הישראלי

כאמור בחלק הקודם, סוגיית השימוש בנגזרים פיננסיים על-ידי בעלי מניות מיעוט לצורך הפרדה בין הבעלות לשליטה לא נבחנה לעומקה בישראל, וייתכן שאחת הסיבות לכך היא הטענה כי השימוש בנגזרים פיננסיים בישראל אינו נפוץ דיו. על-מנת לנקוט עמדה ביחס לטענה זו, יש לבחון את מידת היתכנותו של השימוש בנגזרים בישראל לצורך כניסה לפוזיציה של מצביע ריק, וזאת להבדיל משימוש בנגזרים למטרות שאינן מעניינה של רשימה זו. לשם כך יש למקד את הראיות לקיומו של שוק נגזרים כאמור סביב המאפיינים הבאים: ראשית, יש לאתר את השחקנים הרלוונטיים שקיים חשש שישתמשו בנגזרים פיננסיים על-דרך הצבעה ריקה – כפי שיתואר בחלק 2 להלן, מדובר לרוב בבעלי מניות מיעוט מתוחכמים, בעיקר קרנות גידור אקטיביסטיות, וזאת לנוכח אופיים של הנגזרים הפיננסיים, המגביל את השימוש בהם לטווחי זמן קצרים בלבד; שנית, יש לאפיין את סוג הנגזרים שקיים חשש שתבוצע באמצעותם הצבעה ריקה – מדובר בעיקר בנגזרים הנסחרים OTC שנכסה־הבסיס

העומדת בבסיס הטענה, אך בהמשך מציג נתונים אמפיריים התומכים בכך שבסיטואציות מסוימות אקטיביזם של בעלי מניות מתקיים גם בחברות עם בעל שליטה.

52 ראו חלק 2 להלן. לעניין זה יש לציין כי יש אחוז מסוים של חברות הנסחרות בשוק ההון הישראלי שמבנה הבעלות שלהן מפורז. חברות אלה, ובפרט חברות הנסחרות גם בחוץ־לארץ, עשויות להיות מטרה לפעילות אקטיביסטית, והשימוש בנגזרים יכול להיות קריטי בהצבעות שהן מקיימות. ראו, לדוגמה, עניין איזיצ'פ המתואר להלן ליד ה"ש 86.

53 ראו Hu & Black, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II*, לעיל ה"ש 1, בעמ' 661.

54 למחקר על-אודות מבנה הבעלות בחברות הנסחרות בשוקי הון ברחבי העולם ראו Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes & Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. Fin. 471 (1999).

שלהם הוא מניות של חברות ציבוריות (להלן: נגזרי הון OTC).⁵⁵ במצב של הצבעה ריקה המשקיעים המתוחכמים משתמשים בנגזרי הון OTC כדי לצמצם, לעיתים עד לאפס, את הסיכון הכלכלי הנובע מהמניות שרכשו על-מנת שיקנו להם את הכוח להכריע בהחלטות הנוגעות בפעולות מהותיות במיוחד בחיי החברה, שמשמעותן תנודה משמעותית בערך של המניות.

בדיקת הרלוונטיות של השימוש בנגזרים פיננסיים לשוק ההון הישראלי לפי המאפיינים המתוארים לעיל מקימה קושי ממשי בעריכת ניתוח אמפירי, משום שבישראל אין כיום חובת דיווח על התקשרויות בנגזרים מסוג זה, ואין כל מאגר המכמת במדויק את היקף השימוש בנגזרי הון OTC בכלל או את השימוש בהם לצורך כניסה לפוזיציה של מצביע ריק בפרט. למרות זאת ניתן להצביע על שלוש מגמות עיקריות, שניתן להסיק מהן בעקיפין על התפתחותו של שוק הנגזרים הרלוונטי בישראל בשנים האחרונות. יודגש כי אין להסיק מהנתונים שיובאו להלן כי כל שימוש בנגזרים פיננסיים צפוי להוביל לסיטואציה של הצבעה ריקה, אולם יש בהם כדי ללמד על פוטנציאל של השוק לאפשר מצב כזה:

1. כפי שעולה מהדוחות הכספיים השנתיים של חמשת הבנקים המסחריים הגדולים בישראל, בין שנת 2010 לשנת 2017 צמח היקף המסחר שבוצע על-ידי אותם בנקים בנגזרי הון OTC בכ-232% במוצע.⁵⁶ כאמור לעיל, לבנקים יש תפקיד משמעותי בכניסה לפוזיציה של הצבעה ריקה, כצד נגדי לעסקאות בנגזרי הון OTC.⁵⁷ מן הנתונים אומנם אי-אפשר ללמוד מהו שיעור הצמיחה בנגזרי הון OTC המשמשים מצביעים ריקים, אך ניתן בהחלט ללמוד באופן עקיף על פוטנציאל צמיחתו של שיעור זה, ההולך וגובר עם השנים.⁵⁸
2. בהתאם לנתונים שפורסמו על-ידי מדר קרנות הגידור הישראליות צור-גלבוץ ביחס לשנים 2015-2017, שוק קרנות הגידור נמצא בצמיחה מתמדת, וכיום פועלות בישראל יותר מ-120 קרנות גידור. עוד ניתן ללמוד מן הנתונים כי בין שנת 2011 לשנת 2016 צמח היקף הנכסים המנוהלים על-ידי הקרנות מכ-2 מיליארד דולר לכ-4.1 מיליארד דולר (שיעור צמיחה שנתי של כ-15.5%), אשר כ-20% מהם הינם נגזרים, ובין 400 ל-500 מיליון דולר מהם מנוהלים על-ידי קרנות סטיווגו את עצמן כקרנות "Event Driven, Distressed, Special Situations, Activist", הנוטות להשתמש בנגזרים פיננסיים.⁵⁹

-
- 55 לתיאור נגזרים OTC ראו לעיל ה"ש 25-27 והטקסט המפנה אליהן.
 - 56 ראו נספח א להלן. יוער גם שלפי הנתונים בנספח, היקף המסחר בנגזרי הון (OTC) ונגזרי הון הנסחרים בבורסה) צמח באותה תקופה בכ-138% במוצע, והיקף המסחר בנגזרים בכלל (שאינם דווקא נגזרי הון) צמח באותה תקופה בכ-54%.
 - 57 לתפקידים של הבנקים בשוק ה-OTC ראו לעיל ליד ה"ש 26.
 - 58 לעניין זה יש להביא בחשבון שלעיתים קרובות שחקנים בשוק הנגזרים מבצעים עסקאות באמצעות בנקים זרים להשקעות, וזאת נוסף על העסקאות שהם מבצעים באמצעות הבנקים המקומיים שנדגמו.
 - 59 לעניין זה יש להביא בחשבון כי יותר מ-30 קרנות בחרו לא להשתתף בסקרים, וניתן להניח כי דווקא אותן קרנות שנוקטות אסטרטגיות ייחודיות יבקשו להימנע מחשיפה. ראו ממצאי הסקרים לשנים 2015-2017: [http://2015-2017SurveyofIsraelHedgeFunds\(June2015\)http://tzurmanagement.com/sites/default/files/Tzur%202015%20Israel%20Hedge%20Fund%20http://media.wix.com/Survey.pdf](http://2015-2017SurveyofIsraelHedgeFunds(June2015)http://tzurmanagement.com/sites/default/files/Tzur%202015%20Israel%20Hedge%20Fund%20http://media.wix.com/Survey.pdf); 2016 SURVEY OF ISRAEL HEDGE FUNDS (June 2016)

3. בשנים האחרונות הכיר בנק ישראל בכך ששוק הנגזרים OTC הינו משמעותי, ולפיכך קבע אסדרה שנועדה לאפשר שקיפות באשר להיקף העסקאות כמו-גם פיקוח עליהן. כך, באוקטובר 2015 פרסם הפיקוח על הבנקים חוזר בנושא "דרישות הון בגין חשיפות לצדדים נגדיים מרכזיים", שנכנס לתוקף בינואר 2017.⁶⁰ החוזר מפרט את ההנחיות החדשות שיחולו על חשיפות לצדדים נגדיים מרכזיים הנגרמות, בין היתר, ממסחר בנגזרי הון OTC. נוסף על כך, ההנחיות מסדירות חשיפות של תאגידים בנקאיים ללקוחות הפעילים בבורסה. אף שמדובר בראיות עקיפות, יש בתמורות המשמעותיות העולות מנתוני המערכת הבנקאית, כמו-גם מהנתונים שפורסמו על-ידי מרד קרנות הגידור צור-גלבו, כדי לתמוך בטענה ששוק נגזרי הון OTC העלול להוביל להיווצרותם של מצביעים ריקים אינו זניח או כלל-הפחות התפתח בשנים האחרונות.

2. מיהות המשתמשים בנגזרים פיננסיים לצורך הצבעה ריקה

אף שעלות ההשקעה בנגזרים נמוכה בהשוואה להשקעה ישירה בנכס-הבסיס, ואף שהתפתחות הטכנולוגיה הפיננסית והצמיחה בהיצע המוצרים והסוחרים מובילות לקיטון בעלויות העסקה,⁶¹ יש להביא בחשבון שקיימות עלויות משמעותיות לשימוש בנגזרים עקב הצורך במתווכים. בהתאם, ככלל נעשה בהם שימוש לטווחי זמן קצרים על-ידי צרכני-קצה מתוחכמים, בעיקר קרנות גידור, שהינן קרנות השקעה פרטיות המתאפיינות בהתנהגות אקטיביסטית ואסטרטגית המתיימרת להרוויח בכל מצב שוק, בין שמחירי השוק עולים ובין שהם יורדים. דרך פעולתן של הקרנות, המתוארת בספרות כ"אקטיביזם תוקפני", היא בחינה אקס-אנטה של הפוטנציאל להפקת רווחים לא-צפויים הקיים בהתערבות בהתנהלותן של חברות ציבוריות, ומשנמצא שהוא אכן קיים, החזקה במניות לטווח זמן קצר ושימוש בכוח הצבעה הנלווה אליהן כדי להשפיע על קבלת ההחלטות באותן חברות.⁶² כדי להשיג את מטרתן, קרנות הגידור עושות שימוש במכשירים פיננסיים מתוחכמים, דוגמת נגזרים פיננסיים, המאפשרים להן להיכנס לפוזיציות שונות, ביניהן של מצביע ריק.⁶³

ugd/2cb611_6e88aace127f43438a5f7ceff3c6888b.pdf; 2017 SURVEY OF ISRAELI HEDGE FUNDS (June 2017) http://docs.wixstatic.com/ugd/2cb611_55595fed1b3a4d7f8bd55fa.d0de7dc08.pdf

60 חוזר המפקחת על הבנקים ח-06-2485 "דרישות הון בגין חשיפות לצדדים נגדיים מרכזיים (הוראות ניהול בנקאי מס' 203 ו-204)" (22.10.2015) www.boi.org.il/he/BankingSupervision/LettersAndCircularsSupervisorOfBanks/HozSup/h2485.pdf

61 ראו Hu & Black, *The New Vote Buying*, לעיל ה"ש 1, בעמ' 844. לגידול בהיקף המסחר בנגזרי הון OTC בישראל ראו לעיל ליד ה"ש 56.

62 וזאת להבדיל מ"אקטיביזם הגנתי", המאפיין גופים מוסדיים אשר מתערבים בהתנהלותן של החברות שבהן הם השקיעו אקס-פוסט. על כך ראו Brian R. Cheffins & John Armour, *The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, 37 J. CORP. L. 51, 57 (2011).

63 כפי שיתואר בהמשך, במקרים חריגים גם בעלי מניות מיעוט המבקשים לשתף פעולה עם בעלי השליטה בחברות עשויים להשתמש בנגזרים כדי לבצע הצבעה ריקה.

עקב עלויות השימוש שתוארו לעיל, ומכיוון שכדי לנקוט אסטרטגיה של הצבעה ריקה יש להחזיק כאמור במניות ובנגזרים במקביל, בעל מניות מיעוט צפוי לנקוט את האסטרטגיה רק אם יצפה כי האופן שבו יצביע יוביל לכך שהסכום של תוחלת התועלת היחסית שלו כבעל מניות בחברה ותוחלת התועלת הפרטית שלו הנובעת מנכסים אחרים בתיק ההשקעות שלו יהיה גבוה מהעלויות שעליו להשקיע כדי לנקוט את האסטרטגיה.⁶⁴ משמעות הדבר היא שבעל מניות מיעוט ישתמש באסטרטגיה רק אם יניח כי בכוחו להכריע בהצבעה במידת ודאות גבוהה.

בהתאם, בבואנו לבחון את היתכנות השימוש באסטרטגיה של הצבעה ריקה בישראל, יש להביא בחשבון את מבנה הבעלות הריכוזי של החברות הציבוריות הנסחרות בבורסה בתל-אביב ואת הדין החל עליהן.⁶⁵ בחינתם של שני משתנים אלה מובילה למסקנה כי אין ביכולתו בעל מניות מיעוט להוביל לאישור החלטה בניגוד לעמדתו של בעל השליטה, ולפיכך צפוי שהוא יימנע משימוש באסטרטגיה כאשר ברצונו לאשר החלטה העומדת על סדר-היום.⁶⁶ לעומת זאת, ככל שבעל מניות מיעוט מעוניין לדחות החלטה בניגוד לעמדתו של בעל השליטה, קיימת היתכנות לשימוש באסטרטגיה, שכן תיקונים 16 ו-20 לחוק החברות⁶⁷ הובילו לכך שהחלטות בשורה של נושאים, ביניהם המשמעותיים ביותר בחיי החברה, מחייבות כיום אישור של רוב גם מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי בהחלטה ואשר אינם נמנים עם בעלי השליטה, ולפיכך כפופות לזכות הוטו של בעלי מניות המיעוט.⁶⁸ כפועל יוצא מן האמור, המקרה הפרדיגמטי של שימוש בנגזרים פיננסיים לצורך הצבעה ריקה בישראל הוא על-ידי בעלי מניות מיעוט המבקשים להטיל וטו על החלטות בניגוד לעמדתו של בעל השליטה, בעיקר על החלטות הנוגעות בעסקות מיזוג ורכישה שסוגו כעסקאות שלבעל השליטה יש עניין אישי בהן.⁶⁹ כמה סיבות הופכות את השימוש באסטרטגיה לכדאי במצבים אלה:

-
- 64 ראו Cheffins & Armour, לעיל ה"ש 62, בעמ' 76.
- 65 במחקר מקיף על האקטיביזם של קרנות גידור בחברות ציבוריות שנסחרות בארצות-הברית, ואשר מבנה הבעלות בהן ריכוזי וקיים בהן בעל שליטה, נמצא כי קרנות גידור נוטות לנצל מנגנון חוקי המקנה להן את הכוח להטיל וטו על החלטות בניגוד לעמדתו של בעל השליטה. למחקר זה ראו קסטיאל, לעיל ה"ש 51, בעמ' 99.
- 66 בנוגע להחלטות הכפופות לאישורה של האספה הכללית, חוק החברות קובע כי לצורך אישורן נדרש רוב רגיל או מיוחד מקרב בעלי המניות המשתתפים בהצבעה. מכאן שבחברות שקיים בהן בעל שליטה אין ביכולתם של בעלי מניות המיעוט לאשר החלטה ללא תמיכתו.
- 67 חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ח 390; חוק החברות (תיקון מס' 20), התשע"ג-2012, ס"ח 6.
- 68 ראו גרוס, לעיל ה"ש 12, פרק כא, פס' 15. למצבים הרלוונטיים שבהם החוק מעניק למיעוט זכויות וטו ראו להלן ה"ש 77-82 והטקסט המפנה אליהן.
- 69 במחקרו של קסטיאל, לעיל ה"ש 51, נמצא כי אחת האסטרטגיות האקטיביסטיות המקובלות בקרב קרנות הגידור היא הטלת וטו על עסקות מיזוג ורכישה עם בעל השליטה, ככל שהדין הקיים מעניק להן את הכוח לעשות כן. במדגם של 24 עסקאות שנבחנו, שיעור ההצלחה של האסטרטגיה עמד על 83%, והיה גבוה משיעורי ההצלחה של כל האסטרטגיות האקטיביסטיות האחרות שנבחנו במחקר.

1. ההחלטות שבהן הדין הישראלי מעניק למיעוט את זכות הווטו הן המשמעותיות ביותר במהלך חיי החברה, ולכן דחייתן צפויה להוביל לשינוי גדול יחסית בשווי השוק של מנייתה. בהתאם, הפוטנציאל לרווח כתוצאה משימוש באסטרטגיה הינו גבוה.

2. במצבים שבהם הרוב הנדרש לקבלת החלטות אלה הוא רוב מקרב בעלי המניות שאינם נמנים עם בעל השליטה ואינם בעלי עניין אישי בהחלטה, הנוקט אסטרטגיה זו נדרש לרכוש רק כמות קטנה יחסית של זכויות הצבעה.⁷⁰

3. בעלי מניות המיעוט מקרב הציבור מתאפיינים באדישות רציונלית. בהתאם, מקום שקיים אחוז משמעותי יחסית של בעלי מניות מיעוט שאינם מוסדיים, נוקט האסטרטגיה יכול להניח באופן מושכל כי חלקם יימנעו מהשתתפות בהצבעה,⁷¹ ובהתאם לרכוש כמות פחותה אף יותר של זכויות הצבעה.

לצורך ביסוס הפרופוזיציה מצורף בנספח ב לרשימה זו פילוח של החלטות שהתקבלו באספות כלליות של חברות ציבוריות אשר נסחרות (או נסחרו באותה עת) בבורסה בתל-אביב, כאשר על סדר-היום עמדה שאלת אישורה של עסקת מיזוג שסווגה כעסקה שלבעל השליטה יש עניין אישי בה. מדובר בכל ההחלטות מסוג זה שדווחו ל"מאי"⁷² מיום כניסתו לתוקף של תיקון 16 לחוק החברות, אשר חייב כאמור את אישורו של רוב מקרב בעלי מניות שאין להם עניין אישי בהחלטה ואשר אינם מנויים עם בעלי השליטה, ועד ליום 1.2.2018.⁷³

עינינו הרואות שברוב העסקאות (37 מתוך 46) נדרשו אחוזי הצבעה חד-ספרתיים כדי לדחות את ההחלטה, ויש בכך כדי לתמוך בטענה כי מצביע ריק ידרש לרכוש כמות קטנה יחסית של זכויות הצבעה כדי לדחות את ההחלטות. ממצא חשוב נוסף העולה מהפילוח הוא שבכ-24% מן העסקאות (11 מתוך 46) נדרשו פחות מ-5% מזכויות ההצבעה כדי לדחות את ההחלטה. באותם מקרים המצביע אינו מוגדר כלל כ"בעל עניין", ולפיכך אינו כפוף לחובות דיווח כלשהן הנובעות מחוק ניירות-ערך.⁷⁴

- 70 תחת הדין הישראלי הנוגע בהליך אישור ההחלטות, ככל שמבנה הבעלות בחברה ריכוזי יותר כן כדאי יותר להשתמש באסטרטגיה, שכן המצביע הריק נדרש לרכוש פחות זכויות הצבעה.
- 71 דב סלומון "אדישות רציונלית של בעלי מניות: כיצד לעור את ציבור המשקיעים מתרדמתו?" עיוני משפט לט 317 (2016).
- 72 מאי"ה היא מערכת מקוונת להודעות של חברות ציבוריות, המהווה כלי עבודה מרכזי לציבור המשקיעים, לחברות בורסאיות ולקהילת שוק ההון. ראו maya.tase.co.il.
- 73 יודגש כי גם החלטות בנושאים נוספים – כגון אישור שכר המנכ"ל, מינויו גם כיושב-ראש הדיקטוריון וכדומה – עשויות להוביל לשינוי משמעותי בשווי ההון של החברה ולכן עשויות להיות רלוונטיות לשימוש באסטרטגיה.
- 74 יש לציין כי החישוב שבוצע הינו שמרני משום שלא הובאו בחשבון קולות הנמנעים, שלגביהם יש חוסר ודאות אקס-אנטה. הבאתם בחשבון תוביל למסקנה שנדרש שיעור נמוך אף יותר מזכויות ההצבעה לצורך דחיית ההחלטות. כך, לדוגמה, בעסקה של הלמן אלרובי בית השקעות בע"מ (תצפית 12) דווח כי השתתפו בהצבעה בעלי מניות שהחזיקו ב-20,178,443 מניות, וכי כדי לדחותה נדרשו זכויות הצבעה המשקפות כ-5.06% מן המניות שהשתתפו בהצבעה. אולם, כפי שעולה ממצבת בעלי העניין של החברה שפורסמה כשבועיים לפני ההצבעה, לחברה היו 26,186,760 מניות מונפקות. הבאתם בחשבון של הנמנעים תוביל למסקנה שנדרשו זכויות הצבעה המשקפות כ-3.9% בלבד מהון החברה כדי לדחות את ההצבעה.

נוסף על ממצאים אלה יש להביא בחשבון שעקב מבנה הבעלות הריכוזי בחברות הציבוריות הנסחרות בבורסה בתל-אביב,⁷⁵ רוב הצעות הרכש בישראל הינן הצעות רכש מלאות.⁷⁶ במקרים אלה בעל מניות המחזיק ב-5% מזכויות ההצבעה בחברה מסוגל לדחות את ההצעה, וכאשר יותר מ-90% מבעלי המניות בחברה מנויים עם בעל השליטה או נגועים בעניין אישי, אף בעל מניות המחזיק בפחות מ-5% יהיה מסוגל לדחותה.

מלבד החלטות הנוגעות בעסקות מיזוג ורכישה שסוגו כעסקאות שלבעל השליטה יש עניין אישי בהן,⁷⁷ הדין הישראלי מעניק לבעלי מניות המיעוט זכות וטו גם בנוגע להחלטות בנושאים משמעותיים נוספים שביחס אליהן השימוש בנגזרים לצורך ביצוע הצבעה ריקה עשוי להיות כדאי משום שקבלתן או דחייתן עשויה להוביל אף היא לשינוי משמעותי בשווי המניה. עם אלה ניתן למנות, בין היתר, החלטות בנושאים הבאים: אישור עסקאות עם בעל השליטה;⁷⁸ אישור פעולות הנגועות בהפרת אמונים;⁷⁹ מינוי דירקטור חיצוני והארכת כהונתו;⁸⁰ הסמכת יושב-ראש הדירקטוריון לפעול כמנכ"ל;⁸¹ וכן אישור תנאי הכהונה וההעסקה של המנכ"ל.⁸²

אולם חשוב להדגיש כי להבדיל מעסקות מיזוג ורכישה, שבהן ההשפעה של דחיית ההחלטה על שווי המניה ודאית יחסית משום שהרוכש נוקב מחיר המשקף פרמיה שניתן לנתח, מנקודת-מבטו של בעל מניות המיעוט מסובך יותר לנתח את מידת ההשפעה של דחיית ההחלטות שתוארו לעיל על שווי המניה, ולפיכך הסבירות להתקיימות התופעה של שימוש בנגזרים לצורך ביצוע הצבעה ריקה סביב החלטות אלה פחותה.

75 ראו טיוטת ההמלצות, לעיל ה"ש 16, בעמ' 79.

76 ראו ס' 336-337 לחוק החברות. ככל שבעל מניות מבקש להחזיק ביותר מ-90% מהונה של חברה ציבורית, עליו לרכוש את כל יתרת ההון המוחזקת על-ידי שאר בעלי המניות ולהפוך את החברה לפרטית. כדי לעשות כן, עליו להציע הצעת רכש מלאה ולקבל את אישורו של רוב מקרב בעלי המניות שאינם נגועים בעניין אישי ואשר אינם מנויים עם בעל השליטה. נוסף על כך עליו להבטיח שיתרת המתנגדים להצעת הרכש המלאה לא תעלה על 5% מהון החברה.

77 להצעות רכש מלאות ראו שם; למיזוגים ראו ס' 320(ו) לחוק החברות; ולהצעות רכש מיוחדות ראו ס' 328 ו-331 לחוק החברות, שלפיהם ככל שבעל מניות מבקש להחזיק ביותר מ-25% או מ-45% מהונה של חברה ציבורית, ואין בעל מניות אחר המחזיק ביותר משיעור כאמור מהונה של החברה (בהתאמה), עליו להציע הצעת רכש מיוחדת ולקבל את אישורו של רוב מקרב בעלי המניות שמשותפים בהצבעה ואשר אינם נגועים בעניין אישי ואינם מנויים עם בעל השליטה.

78 חוק החברות, ס' 275(א)(3).

79 שם, ס' 255(ב).

80 שם, ס' 239(ב).

81 שם, ס' 121(ג).

82 שם, ס' 272(ג1). דוגמה לכך משתקפת מן המקרה שבו דחו בעלי מניות המיעוט של חברת השקעות דיסקונט בע"מ את תנאי הכהונה וההעסקה של גיל שרון, בניגוד לעמדתו של בעל השליטה, באמצעות כוח הצבעה זניח ששיקף רק 2.75% מהון החברה. התנאים שעמדו על סדר-היום נתפסו בשוק כחריגים בהיקפם, ובהתאם לכך הגיב השוק בחיוב על דחיית ההחלטה, ושווי המניה זינק באותו יום ב-7.2%. לדיווח המיידית של החברה ראו חברת השקעות דיסקונט בע"מ "תוצ' אסיפה מ-21.12.2015 – לא אושרו תנאי כהונת מנכ"ל" (אסמכתא מס' 01-2015

185487 (21.12.2015) maya.tase.co.il/reports/details/1009556

אם כן, ההחלטות שהמידע הקיים מצביע על כך שדחייתן תוביל לתנודה משמעותית בשווי המניה, ובראשן כאלה הנוגעות בעסקות מיזוג ורכישה, צפויות להיות "מסומנות" על-ידי בעלי מניות אקטיביסטים, שיבקשו להוביל לדחיית ההחלטה בניגוד לעמדתו של בעל השליטה. כפי שהוצג בתחילת הרשימה,⁸³ מקרה כזה התרחש בחברת הנדרסון השקעות, שנסחרה באותה עת בשוק הריכוזי בהונג-קונג. באותו מקרה ניצלה קרן גידור את מבנה הבעלות הריכוזי של החברה, כמו-גם את הדין שדרש רוב מקרב בעלי מניות המיעוט לצורך אישור ההחלטה, ודחתה את הצעת הרכש באמצעות שימוש בכוח הצבעה זניח. במקרה זה הייתה הצבעתה של קרן הגידור מנוגדת לאינטרסים של שאר בעלי מניות המיעוט, אולם ייתכנו גם מקרים שבהם מצביעים ריקים ישתמשו בנגזרים באופן התואם את האינטרסים של שאר בעלי מניות המיעוט. סיטואציות כאלה עשויות להתרחש כאשר למצביע ריק יש אינטרס כלכלי כולל חיובי לפני ההכרזה על ההצבעה באספה הכללית, והוא מבקש לרכוש זכויות הצבעה נוספות כדי לדחות עסקאות שאינן טובות לחברה,⁸⁴ או כאשר הוא מזהה פוטנציאל לדרוש פרמיה משמעותית יותר מבעל השליטה בעסקות מיזוג ורכישה שבהן בעל השליטה הוא הרוכש.⁸⁵ במקרים אלה המצביע הריק לא יהיה מעוניין בהכרח (או מסוגל) לחשוף את עצמו למלוא הסיכון הכלכלי הנובע מהחזקת סך המניות הדרושות כדי להשיג את אחוז ההצבעה הנדרש לצורך דחיית ההחלטה, ועל-כן הוא עשוי להשתמש בנגזרים כדי למכור את האינטרס הכלכלי במקביל לרכישת המניות.

דוגמה לפוטנציאל השימוש בנגזרים לצורך ביצוע הצבעה ריקה בשוק ההון הישראלי משתקפת מהאירועים שהתרחשו לאחר שביום 30 בספטמבר 2015 הודיעה איזיצ'יפ סמיקונדקטור בע"מ (להלן: איזיצ'יפ) על כוונתה להתמזג עם ולתוך חברה-בת בבעלות מלאה של מלאנוקס טכנולוגיות בע"מ.⁸⁶ דובר באחת העסקאות המשמעותיות בשוק ההיי-טק הישראלי, אשר התמורה המוצעת בה עמדה על כ-811 מיליון דולר,⁸⁷ והשלמתה הייתה

83 ראו לעיל ה"ש 1 והטקסט המפנה אליה.

84 ראו, לדוגמה, מקרה שבו השתמש בעל מניות באסטרטגיית הצבעה ריקה כדי להשפיע על ההנהלה: *Laxey Gets Digging in Switzerland*, FIN. TIMES (Nov. 2, 2007), <https://ftalphaville.ft.com/2007/11/02/8581/laxey-gets-digging-in-switzerland/>.

85 קסטיאל, לעיל ה"ש 51. ראו גם Wei Jiang, Tao Li & Danqing Mei, *Activist Arbitrage in M&A Acquirers* (Colum. Bus. Sch. Working Paper No. 18-45, 2018), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3147304, המתארים את התופעה שבה משקיעים אקטיביסטים נכנסים לפוזיציות בחברה רוכשת המציעה מחיר מופרז לחברת-המטרה, כדי להשתמש בכוח ההצבעה שלהם לצורך איום בדחיית הרכישה במטרה להביא לידי שיפור תנאי העסקה המוצעים על-ידי הרוכשת מנקודת-מבטה.

86 לדיווח המיידית ראו איזיצ'יפ "הסכם סופי לרכישת איזיצ'יפ ע"י מלאנוקס בכ-811 מ' \$ (25.5\$ למניה)" (30.9.2015) maya.tase.co.il/reports/details/993990/2/0 (להלן: דיווח מיידית של איזיצ'יפ מ-30.9.2015).

87 התמורה נקבעה לפי שווי של כ-25.5 דולר למניה של איזיצ'יפ, ושיקפה פרמיה משמעותית על המחיר המצוטט למניה, שעמד על כ-21.99 דולר לפני ההודעה. בהתאם זינק מחיר המניה המצוטט בכ-14.4% מייד לאחר הדיווח לכ-25.16 דולר למניה. ראו "EZchip Semiconductor" – סקירה il.investing.com/equities/ezchip-semicond?cid=16047.

מותנית באישורם של 75% מבעלי מניותיה של איזיצ'יפ.⁸⁸ כשבוע לאחר דיווחה של איזיצ'יפ בדבר מועד כינוסה של האספה הכללית⁸⁹ חשפה קרן הגידור Raging Capital Master Fund, Ltd. (להלן: רייגינג קפיטל) החזקה של כ-6.5% ממניותיה של איזיצ'יפ,⁹⁰ והודיעה כי היא תתנגד לעסקה משום שלטענתה התמורה המוצעת שיקפה מחיר נמוך מדי למניה. בהמשך היא אף פנתה לשאר בעלי המניות בבקשה שגם הם ידחו את העסקה.⁹¹ אולם מדיווחה של רייגינג קפיטל עלה גם כי במקביל לרכישת המניות היא רכשה אופציות Put סחירות בכמות שהעלתה את החשש שהקרן נותרה אדישה ביחס לירידה בשווי מניותיה של איזיצ'יפ.⁹² בסופו של דבר, משהבינה רייגינג קפיטל כי לא יעלה בידה לממש את האסטרטגיה,⁹³ היא נפטרה מכ-70% מהחזקתה במניות איזיצ'יפ, והעסקה אושרה על-ידי האספה הכללית.⁹⁴

- 88 ראו דיווח מידי של איזיצ'יפ מ-30.9.2015, לעיל ה"ש 86, בעמ' 66 (עמ' 58 להסכם המיזוג).
- 89 לדיווח המידי ראו *FORM 6-K – Report of Foreign Private Issuer*, EZchip Semiconductor Ltd., (להלן: דיווח מידי של איזיצ'יפ) (Oct. 2015), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/892534/000117891315002996/zk1517384.htm>.
- 90 לדיווח המידי ראו איזיצ'יפ "שינוי החזקות ב"ע.נ.משרה – Raging Capital – 13D" (להלן: דיווח מידי של איזיצ'יפ מ-14.10.2015), maya.tase.co.il/reports/details/996194/2/0 (14.10.2015) (להלן: דיווח מידי של איזיצ'יפ מ-14.10.2015). לאחר-מכן המשיכה רייגינג קפיטל לרכוש מניות ולצבור כוח הצבעה עד להחזקה ששיקפה כ-8.1% ממניות איזיצ'יפ.
- 91 לדיווח המידי, שכלל שני מכתבים פתוחים לבעלי המניות, ראו איזיצ'יפ "שינוי החזקות ב"ע.נ.משרה – רייגינג קפיטל – 13D Amendment No. 2" (3.11.2015) [maya.tase.co.il/reports/ \(3.11.2015\) "13D Amendment No. 2"](http://maya.tase.co.il/reports/details/999452/2/0) details/999452/2/0.
- 92 במועד הדיווח המידי החזיקה רייגינג קפיטל במקביל 1,944,595 מניות, 1,025,200 אופציות Put במחיר מימוש של 25 דולר שמועד פקיעתן בתאריך 20.11.2015 וכן 919,300 אופציות Put במחיר מימוש של 25 דולר שמועד פקיעתן בתאריך 15.1.2006. ראו דיווח מידי של איזיצ'יפ מ-14.10.2015, לעיל ה"ש 90. ראו גם דרור רייך "איזיצ'יפ לבעלי המניות: האינטרס של קרן הגידור רייגינג קפיטל מנוגד לשלכם" *כלכליסט* 26.10.2015 [www.calcalist.co.il/ 26.10.2015 כלכליסט](http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3671940,00.html) markets/articles/0,7340,L-3671940,00.html.
- 93 במועד שבו הייתה האספה הכללית אמורה להתכנס להצבעה לצורך אישור העסקה, נוכחה איזיצ'יפ כי לא תשיג ככל הנראה את הרוב הדרוש לצורך אישורה, ולכן דחתה את האספה למועד מאוחר יותר, כך שההצבעה נערכה – במתכוון או לא במתכוון – ארבעה ימים לאחר המועד האחרון למימוש האופציות של רייגינג קפיטל. לדיווח המידי ראו *FORM 6-K – Report of Foreign Private Issuer* EZchip Semiconductor Ltd., (Nov. 2015), <https://mayafiles.tase.co.il/rpdf/1002001-1003000/P1002489-00.pdf>.
- 94 ראו הבורסה לניירות ערך "התאמת החזקות בעלי עניין – איזיצ'יפ (חברה רואלית)" (18.1.2016) maya.tase.co.il/reports/details/1015252. יש לציין כי איזיצ'יפ נסחרה באותה עת גם בנסד"ק, דיווחה לפי כללי הגילוי האמריקניים, ומבנה הבעלות בה היה מפוזר. כמו-כן, אופציות ה-Put שרכשה רייגינג קפיטל נסחרו גם הן, ובהתאם המסחר בהן דווח. אולם, אף שהוא אינו תואם במדויק את המקרה הפרדיגמטי שתואר לעיל, מקרה זה מהווה עדות לכך שהשימוש בנגזרים לצורך ביצוע הצבעה ריקה עשוי להיות מיושם גם בחברות ישראליות בכלל ובכאלה הנסחרות בישראל בפרט.

מלבד השימוש באסטרטגיה על-ידי קרנות גידור ובעלי מניות מיעוט מתוחכמים אחרים, כמתואר לעיל, קיימות סיטואציות נוספות, אם כי שוליות יותר, שבהן עלולה להתבצע הצבעה ריקה עקב שימוש בנגזרים. דוגמה לכך משתקפת משורה של עסקאות שבהן מכרה חברה אי-די-בי חברה לפתוח בע"מ (להלן: אי-די-בי) את מניותיה בחברה כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ (להלן: כלל ביטוח) לכמה בעלי מניות שונים כחלק מהסדר חוב של אי-די-בי. במסגרת אותן עסקאות התקשרו בעלי המניות הרוכשים עם הבנקים שמימנו את העסקאות בהסכמי Equity Swap שנכס-הבסיס שלהם הוא המניות הנרכשות, ובמקביל התקשרה אי-די-בי עם הבנקים בהסכמים הפוכים לצורך שימור האינטרס הכלכלי במניות שמכרה.⁹⁵ כפועל יוצא ממהלכים אלה, בתקופה של הסכמי Equity Swap לא יהיה לבעלי המניות הרוכשים, המחזיקים במצטבר כ-20% מזכויות ההצבעה בכלל ביטוח, כל אינטרס כלכלי בשווי השוק של המניות שרכשו. במילים אחרות, לאורך התקופה יהיו הרוכשים בפוזיציה של מצביעים ריקים בכל החלטה שתתקבל באספה הכללית של כלל ביטוח.

סיטואציה נוספת, שעשויה להתקיים במקרים חריגים בלבד, היא כאשר בעל מניות מיעוט מבקש לשתף פעולה עם בעל השליטה בחברה. במקרה כזה יבקש אותו בעל מניות מיעוט לסייע לבעל השליטה לאשר עסקה שאינה לטובת החברה עקב תמריץ כלכלי חיצוני. כדי להימנע מהחשיפה לירידה בשווי מניותיה של החברה עקב העסקה, אותו בעל מניות ייפטר מהסיכון באמצעות הנגזרים. סיטואציה כזו נדונה בעניין ערד,⁹⁶ שעסק במקרה שבו בעל השליטה בחברה מכר לצד שלישי מניות לצורך אישור עסקה בניגוד עניינים, ובמקביל העניק לו אופציית Put שגידרה לחלוטין את החשיפה שלו לשינוי שלילי אפשרי בשוויין של המניות. גידור החשיפה אפשר לצד השלישי להצביע בניגוד לטובתה של החברה, בהתאם לאינטרס של בעל השליטה.

השילוב של צמיחתו של שוק נגזרי ההון OTC עם הצמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים על-ידי השחקנים הרלוונטיים שעשויים להשתמש בהם, שהם בעיקר קרנות הגידור כאמור, ועם הדין הקיים – המקנה לשחקנים אלה כוח רב באשר לקבלתן או לדחייתן של החלטות שעשויות להשפיע באופן מהותי על שוויין של חברות הנסחרות בבורסה בתל-אביב – מחייב התאמה של חובות הדיווח והכללים החלים על סיטואציות של הצבעה בניגוד עניינים, כפי שאציע בחלק הבא.

ג. קווים לפתרון

בפרק זה אציע כי כדי להתמודד עם תופעת ההפרדה בין בעלות לשליטה באמצעות שימוש בנגזרים פיננסיים, יש לפעול בשני מישורים: האחד נוגע בחובות הדיווח המוטלות על בעלי העניין בחברה מכוח חוק ניירות-ערך, והאחר נוגע בכללים החלים על הצבעה בניגוד עניינים.

95 ראו ביאור בדיווח המיידני של כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ "שינוי החזקות ב"ע/נ.משרה – אי די בי חברה לפתוח בע"מ" (6.5.2018) maya.tase.co.il/reports/details/1159982
96 ע"פ 3891/04 ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל, פ"ד ס (1) 294, פס" 8 (2005) (להלן: עניין ערד).

באשר למישור הדיווח, אציע כי יש לשנות את כללי הדיווח כך שהחברה (ובהתאם, בעלי העניין בה) תידרש לדווח באופן מיידי לבעלי מניותיה על עסקאות בנגזרי הון OTC שבעלי העניין מבצעים, ולהבהיר שיש ליתן גילוי על החזקותיהם בנגזרים כאמור גם בדוח המצבה. נוסף על כך אציע כי החברה (ובהתאם, בעלי העניין בה) תידרש לדווח לבעלי מניותיה על האינטרס הכלכלי נטו של בעלי העניין, הבא לידי ביטוי בשקלול האינטרס הכלכלי הנובע מהון החברה שבה תתרחש ההצבעה, מנגזרי הון שנכס־הבסיס שלהם הוא מניותיה וממכשירים פיננסיים בעלי אפקט כלכלי דומה (כולל עסקות שורט),⁹⁷ וזאת חלף הדיווח על שיעור ההון המונפק של החברה המוחזק על־ידי בעלי העניין או נוסף על דיווח זה. דיווח כזה יאפשר לחשוף את האופן שבו אותם בעלי עניין צפויים לממש את כוח ההצבעה שלהם. באשר לכללים החלים על הצבעה בניגוד עניינים, אציע כי ככל שלבעל מניות בחברה יש אינטרס כלכלי נטו אפסי או שלילי במניותיה, תתקיים חזקה שלפיה הוא נגוע בעניין אישי שלילי. בהתאם, כל עוד הוא לא יוכיח אחרת, ייאסר עליו להשתתף בהצבעה.

1. חובת דיווח

בשנת 2009 דנו מנהיגי ה-G20⁹⁸ בהתפתחותו של שוק הנגזרים OTC, ובכינוסים נוספים הם נשאו את עיניהם לרפורמה בדין הקיים, תוך עידוד התייעצות בין־לאומית בפיתוח סטנדרטים רלוונטיים.⁹⁹ המאמצים שהשקיעו מנהיגי ה-G20 התמקדו בחמישה תחומים כלליים, ביניהם הדרישה לדיווח על פרטי עסקאות בנגזרים OTC, שייעשה לצרכים אסדרתיים ולשם הפצת המידע לציבור.

כפועל יוצא מן המאמצים הללו הוטמעו חובות דיווח כאמור על־ידי מדינות שונות, ביניהן הונג־קונג, יפן, אוסטרליה, ברזיל, קנדה, סין, הודו, אינדונזיה, קוריאה הדרומית, מקסיקו, רוסיה, ערב הסעודית, סינגפור, אנגליה, האיחוד האירופי וארצות־הברית, ומדינות נוספות נמצאות בתהליך בחינה של אופן הטמעה.¹⁰⁰ ומה עם ישראל?

97 האינטרס הכלכלי נטו יכול להיות אחד משלושה: (1) חיובי – באותו כיוון כמו התזרים הכלכלי הנובע ממניות החברה; (2) שלילי – בכיוון הפוך מהתזרים הכלכלי הנובע ממניות החברה; (3) אפס. על כך ראו Hu, לעיל ה"ש 1, בעמ' 356. בחלק זה נעשה שימוש במונח "אינטרס כלכלי נטו", להבדיל מן המונח "אינטרס כלכלי כולל", משום שבעל העניין אינו נדרש לדווח על החזקה בכל נכס שיש לו מתאם עם מניות החברה.

98 פורום ה-G20 הוא פורום בין־לאומי שחברים בו שרי האוצר ונגידי הבנקים של תשע־עשרה המדינות עם הכלכלות הגדולות בעולם וכן של האיחוד האירופי. מטרת הפורום היא לדון במדיניות הקשורה לקידום היציבות הפיננסית העולמית. ראו <http://g20.org.tr/about-g20/> וראו g20-members/.

99 ראו G20 Research Group, *Cannes Summit Final Declaration – Building Our Common Future: Renewed Collective Action for the Benefit of All* (Nov. 4, 2011), <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cannes-declaration-111104-en.html>.

100 FINANCIAL STABILITY BOARD, OTC DERIVATIVES MARKET REFORMS: TENTH PROGRESS REPORT ON IMPLEMENTATION (2015), <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/OTC-Derivatives-10th-Progress-Report.pdf>. דוח זה של הוועדה ליציבות פיננסית מאשר כי רוב החברים הטמיעו חובות דיווח כאמור. ראו FINANCIAL STABILITY BOARD, THEMATIC REVIEW ON OTC

(א) הדין הקיים בישראל

במרוצת השנים התפתחו בישראל דיני ניירות-הערך, אשר עיקר מגמתם היא הגנה על ציבור המשקיעים בניירות-ערך.¹⁰¹ חוקים אלה מטילים על חברות ציבוריות חובות דיווח, הבאות לידי ביטוי בדיווחים מיידיים וכן בדוחות תקופתיים ושנתיים המתפרסמים ועומדים לרשות הציבור.¹⁰² נוסף על כך הם מטילים על "בעל עניין" בחברה – שהינו, בין היתר, "מי שמחזיק בחמישה אחוזים או יותר מהון המניות המונפק של התאגיד או מכוח ההצבעה בו"¹⁰³ – את החובה ליתן גילוי לחברה על-אודות פרטים הנדרשים לה לצורך עמידה בחובות הדיווח המוטלות עליה.¹⁰⁴

דיווחיה של החברה מוסדרים, בין היתר, בתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן: תקנות ניירות-ערך או התקנות). הדיווחים הרלוונטיים לענייננו הם אלה הנוגעים בהחזקותיהם של בעלי העניין. כך, התקנות קובעות כי על החברה לדווח באופן מיידי על שינויים בהחזקותיהם של בעלי העניין;¹⁰⁵ להגיש דוח מצבה רבעוני המכיל מידע מפורט על-אודות החזקות אלה;¹⁰⁶ ולהמציא באופן מיידי, במועד שבו נהפך בעל מניות לבעל עניין, דיווח הכולל את המידע המפורט שחייב להופיע לאחר-מכן גם בדוח המצבה.¹⁰⁷ אם כן, כדי לבחון אם בעל עניין נדרש לדווח על החזקותיו בנגזרים הפיננסיים הרלוונטיים לענייננו, קרי נגזרי הון OTC המיושבים במזומנים,¹⁰⁸ עלינו להידרש תחילה להגדרת המונח "החזקה". מונח זה מוגדר בתקנה 33(א) לתקנות כדלהלן: "החזקה" – החזקה בניירות ערך של התאגיד, או של חברה מוחזקת שלו אם פעילותה מהותית לפעילות התאגיד, או כריתת חוזה שביצעו יגרום החזקה כאמור". כעולה מלשון החוק, הרישא של ההגדרה מתייחס להחזקה בניירות-ערך של התאגיד, ובמילים אחרות – להחזקה בניירות-ערך שהתאגיד הנפיק; ואילו הסיפא מתייחס לחוזים שביצעם יוביל להחזקה בניירות-הערך המתוארים ברישא. עינינו הרואות כי נגזרי הון OTC המיושבים במזומנים אינם נופלים תחת הגדרה זו – הם אינם מונפקים בסדרות על-ידי התאגיד, ואין בהם כדי להוביל להחזקה פיזית בניירות-הערך שלו, וזאת להבדיל מעסקות שורט או מעסקאות בנגזרי הון המיושבים בעין, אשר מובילים לשינוי החזקה פיזי בניירות-הערך של התאגיד ולכן חייבים בדיווח.¹⁰⁹

DERIVATIVES TRADE REPORTING (2015), <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/Peer-review-on-trade-reporting.pdf>

- 101 ס' 2 לחוק ניירות-ערך.
 102 שם, ס' 36.
 103 שם, ס' 1.
 104 שם, ס' 37. ככל שבעל מניות אינו מוגדר "בעל עניין", לא מוטלות עליו חובות דיווח מכוח חוק ניירות-ערך, וממילא גם לא חובות דיווח על החזקה בנגזרים פיננסיים. ראו לעניין זה את הממצא שלפיו בכ-24% מן העסקאות שנבחנו כחלק ב2 לעיל נדרשו פחות מ-5% מזכויות ההצבעה כדי לדחות את העסקה.
 105 תק' 33(ב) לתקנות ניירות-ערך.
 106 תק' 33(ג) לתקנות ניירות-ערך.
 107 תק' 33(ה) לתקנות ניירות-ערך.
 108 לתיאור הנגזרים המיושבים במזומנים ראו לעיל ה"ש 24 והטקסט המפנה אליה.
 109 תק' 33(ב)(5), 33(ב)(6) ו-33(ב)(9) לתקנות ניירות-ערך.

לנוכח האמור, המסקנה הנובעת מההגדרות של "בעל עניין" בחוק ושל "החזקה" בתקנות היא שעסקאות בנגזרי הון OTC המיושבים במזומנים לא יהפכו משקיע לבעל עניין בחברה אף אם רכש באמצעותם אינטרס כלכלי במניותיה העולה על 5%, ולא יובילו ל"שינוי בחזקה"¹¹⁰ שעליו תידרש החברה לדווח באופן מיידי לבעלי המניות. באשר לדוח המצבה הרבעוני, התקנות כוללות תקנת-סל שלפיה על התאגיד לדווח על "כל פרט בקשר עם ניירות ערך כהגדרתם בסעיף 52 לחוק או זכויות או חיובים של בעל העניין, ששוויים נגזר משווי של נייר ערך של התאגיד; לעניין זה, 'זכות או חיוב' – לרבות מכוח חוזה או מכוח כל דין"¹¹¹. מבלי להידרש לשאלה הסבוכה אם נגזרי הון OTC המיושבים במזומנים הם ניירות-ערך לצורכי התקנה¹¹² או לשאלה אם ראוי לתפוס אותם בהגדרה המרחיבה שבסיפא הנוגעת ב"זכות או חיוב" – שמלשונה עולה לכאורה כי בעל העניין צריך לדווח על החזקותיו בכל דבר המושפע משווי נייר-הערך של התאגיד (לצורך הדוגמה, נייר-ערך של חברה מתחרה), וזאת להבדיל מהתייחסות מפורשת לצורך בדיווח עליהן, כפי שנעשה במדינות אחרות שהתמודדו עם הסוגיה¹¹³ – לטעמי מועדי הדיווח מרוקנים מתוכן את התקנה בהקשר הנדון. כפי שתואר לעיל, השימוש בנגזרים צפוי שיעשה לטווחי זמן קצרים בלבד סביב ההצבעות באספות הכלליות של החברות הציבוריות, בהינתן שהמועד הקובע לעניין הזכאים להצביע באספה נע בין ארבעה לעשרים ואחד ימי עסקים

110 תק' 33(א) לתקנות ניירות-ערך.

111 תק' 33(ג)(16) לתקנות ניירות-ערך.

112 ראו שרון חנס ואיתי פיגנבאום "עיון מחודש בהגדרת 'נייר-ערך' בדין הישראלי" משפט ועסקים ז 11 (2007), המציינים כי לדעתם אין תשובה חותכת לשאלה אם דיני ניירות-ערך יחולו גם על נגזרים פיננסיים, ולכן על המחוקק הישראלי להבהיר עניין זה מפורשות. ראו עת"ם (לכלכלת ת"א) 17-01-26602-ג.ג. פירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב (פורסם בנבו, 2.3.2017), שם קבעה השופטת רונן כי אופציות בינריות הנסחרות בזירות מסחר נכנסות להגדרת 'ניירות ערך' שתחת ס' 52 לחוק. אולם ראו המ' (מחוזי ת"א) 3199/95 צבי נ' בנק המזרחי המאוחד בע"מ (פורסם בנבו, 22.6.1995), שם קבעה השופטת אלשיך כי "מאחר ופסקתי כי החוזים העתידיים אינם ניירות ערך על פי מהותם וטיבם, הרי שממילא אין הם עומדים בהגדרת 'ניירות ערך' לפי סעיף 52 לחוק..." (שם, פס' 13). החלטה זו בוטלה בבית-המשפט העליון, אך מבלי שנדונה השאלה המהותית שבנדון. ראו גם את הדיון בקריאה הראשונה לתיקון מס' 32 לחוק ניירות-ערך, הנוגע בס' 52, שם נאמר במפורש כי תכלית התיקון היא לתפוס נגזרים הנסחרים בכורסה, מבלי להתייחס לנגזרים OTC, וכן את דברי ההסבר לתיקון מס' 42 לחוק ניירות-ערך, הנוגע בהגדרת "מכשיר פיננסי" שבס' 44(א) (אשר ס' 52 לחוק מפנה אליו כיום), שם נאמר במפורש כי תכלית התיקון היא לתפוס נגזרים הנסחרים בזירות מסחר, שוב מבלי להתייחס לנגזרים OTC. ראו דברי ההסבר להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 32) (מידע פנים ותרמית במכשירים פיננסיים נגזרים), התשס"ו-2005, ה"ח 174; פרוטוקול ישיבה מס' 300 של הכנסת ה-16 (12.12.2005) http://knesset.gov.il/tql/knesset_new/knesset16/HTML_28_03_2012_12-16.html (דיון בתיקון האמור בקריאה הראשונה); דברי ההסבר להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 40) (זירת סוחר לחשבונו העצמי), התש"ע-2010, ה"ח 540 http://fs.knesset.gov.il/law/18_ls1_174760.pdf.

113 להרחבה ראו חלק ג(ב) להלן.

לפני מועד האספה.¹¹⁴ לכן, גם אם נניח שכיום התקנה דורשת ליתן גילוי ברוח המצבה על השימוש בנגזרי הון OTC המיושבים במזומנים – ולטעמי ספק רב אם כך הדבר¹¹⁵ – גילוי כזה אינו נדרש ככל שבעל העניין פתח וסגר את הפוזיציה במהלך רבעון. כמו־כן, גילוי כזה אינו נדרש במועד שבו החל בעל המניות להיות בעל עניין ככל שהפוזיציה בנגזרים נפתחה רגע לאחר־מכן.

מלבד הסוגיה הנוגעת בעצם הגילוי על המסחר בנגזרים, יש לתת את הדעת לכך שבדוח המצבה על החברה להציג את שיעור החזקה בהון המונפק של התאגיד,¹¹⁶ וזאת להבדיל מהאינטרס הכלכלי נטו בו.¹¹⁷ מודל זה – המבוסס על החזקה פיזית בניירות־הערך, להבדיל ממודל של חשיפה לאינטרס הכלכלי בניירות־הערך, כמקובל במדינות שונות שהתמודדו עם הסוגיה (כפי שיפורט בחלק ג1 (ב) להלן) – יש בו כדי לפגום ביכולתם של משתתפי השוק להכין את מבנה האינטרסים בחברה, ובהתאמה את האופן שבו בעלי זכויות ההצבעה יממשו את כוחם.

לצד דיני ניירות־ערך, חוק החברות מטיל אף הוא חובות גילוי על בעלי המניות בחברה ציבורית בקשר למימוש כוח ההצבעה באספה הכללית של החברה. כך, החוק קובע כי בעל מניות המשתתף בהצבעה הנוגעת בעסקה המאושרת לפי סעיף 275 לחוק יודיע לחברה לפני ההצבעה באספה אם יש לו עניין אישי באישור העסקה אם לאו.¹¹⁸ אם הודיע בעל מניות על עניין אישי כאמור, קולו לא יימנה במניין הקולות הבלתי־נגועים לצורך הרוב המיוחד הנדרש לאישור עסקאות כאלה.

בענייננו, חובת גילוי זו מעוררת שאלה פרשנית, והיא אם החזקה בנגזרי הון OTC המיושבים במזומנים יוצרת עניין אישי אצל בעל המניות המבקש להשתתף בהצבעה. בשאלה זו, כמו־גם במשמעות האופרטיבית של הסיווג, ארון בהרחבה בחלק ג2 (א) להלן, אולם אקדים ואומר כי מסקנתי היא כדלהלן: ככל שלבעל המניות יש אינטרס כלכלי נטו חיובי במועד ההצבעה, הנטל להוכחת עניינו האישי השלילי יוטל על כתפי הטוען (בדומה למצב המשפטי הקיים), אולם ככל שלבעל המניות יש אינטרס כלכלי נטו אפסי או שלילי, תתקיים חזקה שלפיה בעל המניות נגוע בעניין אישי שלילי, כך שנטל ההוכחה יועבר אל כתפיו. באשר לחובות הגילוי הנובעות מחוק ניירות־ערך קיים חסר בדין הישראלי, כפי שאציג בחלקים הבאים: בחלק הבא אסקור בקצרה את הדין הרלוונטי הקיים במדינות נוספות שהתמודדו עם השימוש בנגזרי הון OTC המיושבים במזומנים על־ידי בעלי מניות מיעוט – הן באשר

114 ס' 182(ב) לחוק החברות.

115 הספק האמור נובע מן ההתייחסות המפורשת במונחים "החזקה" ו"בעל עניין" לכך שנדרשת החזקה פיזית במניות או לחלופין היכולת לגרום להחזקה כזו; מן ההסבר בה"ש 112 לעיל; וכן מהדרישה להציג ברוח המצבה את שיעור הבעלות בהון המניות, להבדיל מהאינטרס הכלכלי בהון החברה העולה בקנה אחד עם הגדרות אלה. ההכרה מצד המאסדרים ברחבי העולם בפער הנובע ממודל דיווח זה, והקושי הנובע ממנו בכל הקשור לדיווח על נגזרי הון המיושבים במזומנים, הובילו להתאמות הנדרשות בכללי הדיווח, כפי שיתואר להלן בחלק ג1(ב).

116 תק' 33(ג)7 לתקנות ניירות־ערך.

117 להגדרת אינטרס כלכלי נטו ראו לעיל ה"ש 97 והטקסט המפנה אליה.

118 ס' 276 לחוק החברות.

להגדרה המקבילה לבעל העניין הישראלי והן באשר לחובות הדיווח השוטפות החלות על החזקה בנגזרים הללו; ובחלק שאחריו אציע מהי המדיניות הראויה שיש ליישם בישראל.

(ב) דרישה לשקיפות בשוקי הון ברחבי העולם

הונג-קונג

כבר בשנת 2003 הוסיפה הרשות לניירות-ערך של הונג-קונג נדבך משמעותי לכללי הדיווח,¹¹⁹ שכותרתו "Disclosure of interests and short positions".¹²⁰ התוספת הרחיבה את ההגדרה בהונג-קונג של המקבילה לבעל העניין הישראלי, כך שמחזיק בניירות-ערך של חברה נדרש לגלות את החזקותיו לחברה ולבורסה שבה היא נסחרת, וכך בעקיפין גם לציבור, אם בידיו 5% של "notifiable interest", שהוגדרו באופן רחב כאינטרס כלכלי במניותיה של חברה רשומה למסחר. משעבר את הרף האמור, הוא נדרש גם לדווח על כל שינוי בשיעורם של אותם אינטרסים.¹²¹ כך, להבדיל מההגדרה הישראלית, המתייחסת להחזקה בהון בלבד, בהונג-קונג מחזיק בניירות-ערך כפוף לחובות הדיווח אם עבר את רף חמשת האחוזים עקב אינטרס כלכלי חיובי או אינטרס כלכלי שלילי, בין שאינטרסים אלה נובעים מהחזקה במניות ובין שהם נובעים מהחזקה בנגזרי הון כלשהם (OTC ונגזרים הנסחרים בבורסה, בין שהם מיושבים בעין או במזומנים). באשר לנגזרים, החוק דורש במפורש מ"בעל העניין" לדווח לחברה ולבורסה שבה היא נסחרת, וכך בעקיפין גם לציבור, פרטים על נגזרי ההון שבהם הוא מחזיק, ובפרט על כאלה המיושבים במזומנים.¹²² כמו-כן, ככל שלמחזיק בניירות-ערך יש אינטרסים מעורבים, עליו לדווח בנפרד על אינטרס כלכלי שלילי העולה על 1%, ולהימנע מקיזוז בין אינטרס כלכלי חיובי לשלילי. כך, גם אם למחזיק בניירות-ערך אין אינטרס כלכלי חיובי העולה על 5%, אינטרס כלכלי שלילי יובא בחשבון לצורך הבחינה אם האינטרס הכלכלי עובר את הרף.

האיחוד האירופי

התפתחותה של תופעת ההפרדה בין הבעלות לשליטה באמצעות שימוש בנגזרים פיננסיים, וההצבעה הריקה בפרט, הניעו את הרשות לניירות-ערך של האיחוד האירופי לפנות לציבור במסמך שכותרתו "Call for Evidence – Empty Voting" ובו בקשה לספק לה עדויות לקיומן של הצבעות ריקות ולאופן שבו הן מבוצעות.¹²³ מן העדויות שהצטברו, אשר התקבלו בעיקר מבתי השקעות, מקרנות השקעה ומבנקים, עלה כי התופעה רלוונטית בהחלט למדינות האיחוד האירופי, וכי מופיעה נובעים, בין היתר, משימוש בנגזרי הון OTC.

119 Securities and Futures Ordinance, (2003) Cap. 571, 15-32, §§ 313, 315 (H.K.) (להלן: SFO הונג-קונג).

120 Robert E.P. Shaw, *What We Don't Know Can Hurt Us – Ontario's Regulation of Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 29 BANKING & FIN. L. REV. 517, 538-39 (2014). לפירוט על המצב המשפטי בבריטניה ראו שם בעמ' 536-538.

121 SFO הונג-קונג, לעיל ה"ש 119, ס' 310.

122 ראו שם, ס' 311(2).

123 Eur. Sec. & Mkts. Auth., *Call for Evidence – Empty Voting* (Sep. 14, 2012), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011_288.pdf

אולם כמות המידע שנאסף, כמו־גם הקושי בניתוח הסוגיה המורכבת, לא אפשרו לרשות להגיע באותה עת למסקנות חד־משמעיות או ליתן המלצות קונקרטיות.¹²⁴ קצת יותר משנה לאחר־מכן ערך האיחוד האירופי רוויזיה בכללי הדיווח הקיימים, שאומצו בשנת 2004, כך שבנובמבר 2013 נכנסו לתוקף כללים חדשים,¹²⁵ וזאת במטרה להתמודד עם התפתחות התופעה.¹²⁶ להבדיל מכללי הדיווח הקודמים – אשר התרכזו, בדומה לדין הקיים בישראל, בדיווח על החזקה בניירות־ערך מסוימים ככל שהמחזיק בהם עבר רף החזקה מסוים – הכללים החדשים מתרכזים בהשפעה הכלכלית של ניירות־הערך והמכשירים הפיננסיים על האינטרס של המחזיק בהם בחברה, ובהתאם הם מקיפים את כל הסוגים של נגזרי ההון.¹²⁷ כך, בהתאם לכללים החדשים ולהבדיל מהדין הישראלי, תחול חובת דיווח על־אודות החזקה ישירה או בלתי־ישירה במכשירים פיננסיים בעלי השפעה כלכלית דומה להחזקה במניות, וביניהם הנגזרים הפיננסיים (OTC ונגזרים הנסחרים בבורסה, בין שהם מיושבים בעין או במזומנים). לגבי כל אלה, ובפרט לגבי נגזרי הון OTC המיושבים במזומנים, יידרש המחזיק ליתן דיווח לחברה, וכך בעקיפין גם לציבור, הן על האינטרס הכלכלי החיובי והן על האינטרס הכלכלי השלילי הנובעים מהם, כמו־גם על פרטי העסקאות. זאת ועוד, להבדיל מהונג־קונג, לצורך בחינת רף החזקה שחצייתו מכפיפה את המחזיק לחובות הדיווח נקבע כי יש לערוך תחשיב של האינטרס הכלכלי החיובי בלבד המוקנה על־ידי החזקה במניות בצירוף האינטרס הכלכלי החיובי המוקנה על־ידי החזקה במכשירים הפיננסיים, ולא תינתן אפשרות לערוך קיזוז בין אינטרס כלכלי חיובי לשלילי או בין האינטרס הכלכלי הנובע ממניות לבין האינטרס הכלכלי הנובע משאר המכשירים הפיננסיים.¹²⁸ כדי למנוע בלבול באשר לאופי החזקה, בעל המניות נדרש לגלות בנפרד על החזקה במניות ועל החזקה בשאר המכשירים הפיננסיים.

לצורך יישום הכללים החדשים נקבע כי המדינות החברות באיחוד האירופי צריכות לנקוט את הצעדים הדרושים כדי להפוך את ההחלטה לדין מדינתי לא יאוחר משנתיים מן

Eur. Sec. & Mkts. Auth., *Feedback Statement – Call for Evidence on Empty Voting* 4–5 124 (June 29, 2012), https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/2012-415.pdf.

Council Directive 2013/50/EU, 2013 O.J. (L 294) 13 125 (להלן: הדירקטיבה משנת 2013).

ראו דברי ההסבר לדירקטיבה משנת 2013: Directive 2013/50/EU of the European Parliament and of the Council (22.10.2013), available at <http://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2013/50/oj>.

ראו הדירקטיבה משנת 2013, לעיל ה"ש 125, ס' 13(a)-(b).

EUR. SEC. & MKTS. AUTH., *PRACTICAL GUIDE: NATIONAL RULES ON NOTIFICATIONS OF MAJOR HOLDINGS UNDER THE TRANSPARENCY DIRECTIVE 80* (May 25, 2018), available at https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/practical_guide_major_holdings_notifications_under_transparency_directive.pdf.

היום שבו היא התקבלה. אכן, ההחלטה הוטמעה במדינות האיחוד, ביניהן גרמניה, צרפת, איטליה ועוד.¹²⁹

ארצות-הברית

בארצות-הברית מחזיק בניירות-ערך שבידו יותר מ-5% של "beneficial ownership" נדרש להגיש ל-SEC גילוי נרחב על-אודות החזקותיו בחברה.¹³⁰ גילוי זה, המכונה Schedule 13D, יועבר לחברה ולבורסה שבה היא נסחרת, וכך בעקפין גם לציבור. בעניין CSX נדונה השאלה אם אינטרס כלכלי הנובע מ-TRES המיושב במזומנים עונה על הגדרת beneficial ownership, ובהתאם אם יש לרווח על חציית הרף כאמור וגם על פרטי המכשירים שהובילו לחצייתו.¹³¹ במקרה זה נדון עניינן של שתי קרנות גידור שרכשו אינטרס כלכלי חיובי בשיעור של כ-14% בחברה ציבורית באמצעות TRES אולם נמנעו מגילוי החזקותיהם. בית-המשפט המחוזי שם קיבל את הטענה שה-TRES המיושב במזומנים יוצר beneficial ownership, ובהתאם שהקרנות הפרו את חובות הגילוי המוטלות עליהן,¹³² אולם בערעור על פסק-הדין נמנעה דעת הרוב מלאמץ קביעה זו, ודעת מיעוט אף דחתה אותה.¹³³ מכאן שבדומה לדין הישראלי, גם לפי המצב המשפטי כיום בארצות-הברית משקיעים אינם נדרשים ליתן גילוי על נגזרי הון המיושבים במזומנים,¹³⁴ אלא שלהבדיל מהמצב בישראל, ל-SEC נתונה הסמכות לדרוש גילוי כזה באופן פרטני.¹³⁵

כדי להתמודד עם המצב המשפטי שתואר, ועם היבטים שליליים של תופעת האקטיביזם של קרנות גידור בכלל, הוצגה לפני הסנט האמריקני, במרץ 2016, הצעת חוק בשם Brokaw

129 לניתוח השוואתי מעמיק בין מדינות האיחוד השונות ראו Edita Čulinović-Herc & Antonija Zubović, *Tackling Empty Voting in the EU: The Shareholders' Rights Directive and the Revised Transparency Directive*, 11 CROATIAN Y.B. EUR. L. & POL'Y 133 (2015).

130 Securities Exchange Act of 1934, Pub.L. 73-291, § 13(d)(1), 48 Stat. 125. לצורכי הסעיף, beneficial owner מוגדר כדלקמן: "For the purposes of sections 13(d) and 13(g) of the Act a beneficial owner of a security includes any person who, directly or indirectly, through any contract, arrangement, understanding, relationship, or otherwise has or shares: (1) Voting power which includes the power to vote, or to direct the voting of, such security; and/or, (2) Investment power which includes the power to dispose, or to direct the disposition of, such security..." ראו 17 C.F.R. § 240.13d-3 (2011).

131 עניין CSX, לעיל ה"ש 32.

132 CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management (U.K.) LLP, 562 F. Supp. 2d 511 (S.D.N.Y. 2008).

133 עניין CSX, לעיל ה"ש 32.

134 ראו Hu, לעיל ה"ש 1, בעמ' 365.

135 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub.L. 111-203, § 766, 124 Stat. 1797 (2010), המסמיך את ה-SEC לראות באינטרסים הנובעים מנגזרים כאמור כעונים על הגדרת beneficial ownership. יצוין, עם זאת, כי סמכות זו לא הופעלה עד היום. ראו Mary L. Schapiro, *Remarks at the Transatlantic Corporate Governance*, U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Dec. 15, 2015), <https://www.sec.gov/news/speech/2011/spch121511mls.htm>.

Act¹³⁶, המבקשת להרחיב את חובות הגילוי הרלוונטיות לענייננו. בין היתר מבקשת ההצעה להרחיב את הגדרת beneficial ownership כך שתכלול גם אינטרס כלכלי הנובע מהחזקה בנגזרי הון המיושבים במזומנים, ובהתאם ידווחו גם כל הפרטים על-אודותיהם ככל שהרף נחצה. נוסף על כך מבקשת ההצעה להטיל חובת גילוי גם על בעל מניות שיש לו "short interest"¹³⁷ בגובה הרף, ולא לאפשר לו לקזז לעניין זה בין אינטרס כלכלי חיובי לשלילי.

(ג) הדין הרצוי בישראל

כאמור בחלק 3א לעיל, מידע הנוגע באופן השימוש הצפוי בכוח ההצבעה על-ידי בעל מניות יש בו כדי להשפיע על שווי מנייתה של החברה שבה תתרחש ההצבעה. אולם ככל שבעל מניות אינו מחויב לחשוף את הנגזרים שבהם הוא מחזיק ואת האינטרסים הנובעים מהם, ובהתאם את הפוזיציה שבה הוא מצוי ביחס לטובתה של החברה, שווי השוק של המניה לא יגלם את המידע האמור. סיטואציה כזו, אשר עלולה להתרחש עקב כללי הדיווח הקיימים כיום בישראל,¹³⁸ יש בה כדי לפגוע ביעילותו של שוק ההון, ולכן יש לעצב את הדין הישראלי בהתאם.

ראינו לעיל כי הכללים הקיימים בהונג-קונג ובאיחוד האירופי, כמו-גם אלה הכלולים בהצעת החוק בארצות-הברית, שמים את הדגש באופן שבו נכסים שונים המרכיבים את תיק ההשקעות של בעלי המניות משפיעים על האינטרס הכלכלי שלהם באותן מניות, ובהתאם על האופן שבו הם צפויים לממש את זכויות ההצבעה שלהם, וזאת להבדיל מהמודל הישראלי, המבוסס על החזקה פיזית בניירות-הערך של התאגיד. למעט הבדלים הנוגעים בגובה רף החזקה שמעליו בעלי המניות חייבים בדיווח, הכללים באותן מדינות משקפים רציונל זהה, שאינו מושפע ממבנה הבעלות של החברות הנסחרות בשוק ההון המקומי. אכן, הוא מיושם הן במדינות שבהן מבנה הבעלות מפוזר (חלק ממדינות האיחוד האירופי וכן ארצות-הברית לעניין הצעת החוק) והן במדינות שבהן מבנה הבעלות ריכוזי, ובפרט בהונג-קונג, שבה מבנה הבעלות ריכוזי אף יותר מזה שבישראל.¹³⁹

בהתבסס על הסקירה שנערכה לעיל, אני מציע לעצב את חובות הדיווח הנובעות מחוק ניירות-ערך על-פי העקרונות הבאים: ראשית, יש לאמץ מודל דיווח המתמקד באינטרסים הכלכליים בניירות-הערך של החברה. בהתאם, בדומה לכללים בהונג-קונג ובאיחוד האירופי וכן בהצעת החוק בארצות-הברית, "בעל עניין" יוגדר כמי שיש לו זכויות הצבעה או אינטרס כלכלי נטו במניות החברה הגבוהים מ-5%. אינטרס כלכלי נטו יובא בחשבון בין שהוא נובע

S.2720 – Brokaw Act: Introduced in Senate, CONGRESS.GOV (Mar. 17, 2016), available 136
<https://www.congress.gov/bill/114th-congress/senate-bill/2720>. נכון ליום 1.6.2018.

הצעת החוק עורנה תלויה ועומדת.

137 "short interest" מוגדר בהצעת החוק, שם, כדלהלן: "...a person shall be deemed to have a short interest in a security if the person, directly or indirectly, through any contract, arrangement, understanding, relationship, or otherwise, has the opportunity to profit from, or share in any profit derived from, any decrease in the value of the security..."

138 ראו לעיל בחלק 1ג(א).

139 La Porta, Lopez-De-Silanes & Shleifer, לעיל ה"ש 54.

מהחזקה פיזית במניות או במכשירים המיושבים בעין, בדומה לדין הקיים כיום, ובין שהוא נובע מנגזרי הון המיושבים במזומנים. שנית, לצורך חישוב האינטרס הכלכלי נטו יהיה צורך להביא בחשבון הן אינטרס כלכלי חיובי והן אינטרס כלכלי שלילי, ולא תינתן זכות לקזז ביניהם. שלישיית, תשונה הגדרת "החזקה" בתקנות ניירות-ערך, כך שיינתן דיווח מיידי על עסקאות בנגזרי הון המיושבים במזומנים ככל שהם הובילו לשינוי באינטרס הכלכלי נטו הגבוה מרף שני האחוזים הקבוע כיום בהגדרת "שינוי בהחזקה"¹⁴⁰. לבסוף, ברוח המצבה יינתן גילוי על נגזרי הון המיושבים במזומנים, וחלף הגילוי על שיעור החזקה במניות החברה או נוסף על גילוי זה יינתן גילוי על שיעור האינטרס הכלכלי נטו במניות החברה לצד הגילוי על שיעור זכויות ההצבעה.

הגברת השקיפות באשר לאינטרס הכלכלי נטו של בעלי העניין בחברה, ובהתאם באשר לאופן שבו הם צפויים לממש את כוח ההצבעה שלהם, תאפשר לשאר בעלי המניות להסתייע במידע ולקבל החלטה מושכלת ואוטונומית באשר להשקעתם, לרבות באשר לכדאיות מימושה, לאופן הצבעתם או לכדאיות שבהגשת תביעה נגזרת.

אולם, כפי שתואר לעיל,¹⁴¹ שקיפות הינה תנאי נדרש, אך היא אינה תנאי מספיק. אין בחובות דיווח לברן כדי למנוע את המצביע הריק מלנצל את כוחו לרעה, מכיוון שגם כאשר הפוזיציה שלו שקופה, הוא יוכל להצביע בניגוד עניינים ככל שאין דין המגביל אותו מלעשות כן.¹⁴² לכן ראוי ליתן הגנה נוספת לציבור המשקיעים, שתבוא לידי ביטוי ביישום כללי הצבעה בניגוד עניינים על הסיטואציה.

2. הצבעה בניגוד עניינים

הצבעה בניגוד עניינים הינה תופעה שבה מצביע מפעיל את כוחו לא בהתאם להערכתו הסובייקטיבית בנוגע לכדאיותה של ההחלטה שעל סדר-היום מבחינת הקבוצה, המורכבת מבעלי המניות בחברה שבה מתרחשת ההצבעה, אלא באופן המבטא את הערכתו לגבי כדאיות העסקה בעבורו בלבד.¹⁴³

למעשה, הצבעה ריקה הנובעת משימוש בנגזרים פיננסיים עלולה לעלות כדי הצבעה בניגוד עניינים, משום שנוסף על השיקול באשר לאופן שבו תשפיע ההצבעה על שוויין של מניות החברה, המצביע הריק שוקל גם כיצד היא תשפיע על שווי הנגזרים הכלולים בתיק ההשקעות שלו. מצבים אלה, שבהם מצביע ריק מבקש להפעיל את כוח הווטו באופן התואם את האינטרסים הפרטיים שלו בלבד, עלולים להוות פתח לסחטנות ולהברחת ערך,¹⁴⁴ ולכן

140 תק' 33(א) לתקנות ניירות-ערך.

141 ראו חלק א' 3 לעיל.

142 ביטוי מובהק לאמור ניתן לראות במקרה של חברת Telus, שיובא להלן, ואשר בעקבותיו התעוררה ביקורת רבה בספרות על חוסר בכללים רלוונטיים במדינות שונות, ביניהן קנדה, הונג-קונג, אנגליה וארצות-הברית. ראו גם Ringe, לעיל ה"ש 45; Hu, לעיל ה"ש 1; Shaw, לעיל ה"ש 120.

143 ראו גושן, לעיל ה"ש 43.

144 גרוס, לעיל ה"ש 12, בעמ' 333-338. בהתייחסו להכפפת אישור עסקאות בניגוד עניינים לזכות הווטו של בעלי מניות המיעוט, מציין גרוס כי זכות הווטו עלולה להוביל לתופעה שבה בעלי

מחייבים מציאת פתרון שיאפשר לשמר את מנגנון ההצבעה ככלי שייתן ביטוי להעדפת הקבוצה. בהקשר זה, דרך-המלך בדיני החברות להתמודדות עם תופעת ההצבעה בניגוד עניינים היא יישום כללים האוסרים הצבעה תוך ניגוד עניינים, ואילו הדרך השיוויונית היא יישום דוקטרינת ההגינות ותום-הלב, אשר אינם אוסרים הצבעה כאמור אך מטילים סנקציה על העושה כן. בחלק זה אבקש ליישם את הפתרונות שלעיל על הסיטואציה שבה בעלי מניות מיעוט עושים שימוש בנגזרים פיננסיים כדי להפריד בין הבעלות לשליטה ולהיכנס לפוזיציה של מצביעים ריקים, ולצורך כך אבחין בין שני מצבי עולם: האחד שבו למצביע יש אינטרס כלכלי נטו חיובי אולם פחות מבעלות מלאה;¹⁴⁵ והאחר שבו למצביע יש אינטרס כלכלי נטו אפסי או שלילי.

(א) איסור הצבעה תוך ניגוד עניינים

כלל הקובע איסור הצבעה בניגוד עניינים בא לידי ביטוי בחוק החברות בהחלטות שלצורך אישורן נדרש רוב מקרב בעלי המניות שאינם נגועים בעניין אישי.¹⁴⁶ לגבי החלטות אלה החוק קובע כי על בעלי המניות לגלות את עניינם האישי בהחלטה,¹⁴⁷ וככל שניתן גילוי, קולם לא יימנה במניין הקולות הבלתי-נגועים לצורך הרוב הנדרש.¹⁴⁸

מניות מיעוט סחטנים יבקשו לקדם את האינטרס הפרטי שלהם ולהעשיר את עצמם על-חשבון שאר בעלי המניות בחברה על-ידי התניית אישורם בקבלת תמורה עורפת מבעל השליטה.

145 בעלות מלאה משקפת סיטואציה שבה אין פער בין האינטרס הכלכלי הנובע משיעור הבעלות בהון החברה לבין זכויות ההצבעה.

146 ראו לעיל ה"ש 77-82 והטקסט המפנה אליהן.

147 ס' 276 לחוק החברות.

148 מדינות נוספות ברחבי העולם נדרשו לשאלה אם רצוי לאסור על מצביעים שהאינטרסים שלהם אינם עולים בקנה אחד עם האינטרסים של שאר חברי הקבוצה לממש את זכות ההצבעה שלהם. כך, לדוגמה: החוק הגרמני אוסר הצבעה במקרים שבהם נקנו קולות או נעשה בהם שימוש לרעה (Aktengesetz [AktG] [Stock Corporation Act], Sept. 6, 1965, BGBL I at 1089, last amended by Gesetz [G], July 17, 2017, BGBL I at 1089, arts. 136, 405 (Ger.), <http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/BJNR010890965.html>); הדין האנגלי מכיר בעיקרון שלפיו מימוש זכות הצבעה בהסדר נושים מחייב אינטרס כלכלי בתוצאותיה (Re Bluebrook) (1994) ch. 12 (2009); *In re Tea Corp. Ltd.* (1994) 11 U.S.C. (1978) § 1126(e). הקוד אינו מגדיר את המונח "תום-לב", אולם הפסיקה הבהירה כי יש לפסול את ההצבעה כאשר היא נעשית מסיבה שאינה מרובה החזר לנושים, ומשמעות הדבר היא שהסעיף מבקש לגלות את החשיפה הכלכלית של המצביעים לשווייה של החברה (*In re Save Our Springs (S.O.S.) Alliance, Inc.*, 388 B.R. 202, 230 (Bankr. W.D. Tex. 2008)). כפי שניתן לראות, העיקרון המשפטי הנובע מכל אותם דינים הוא שזכות ההצבעה תעמוד ככל שלמבקש לממשה יש חשיפה אמיתית לסיכון הנובע משינוי בשווי של הון החברה.

כלל כזה מעביר למעשה את כוח ההכרעה בדבר עתידה של החברה לבעלי המניות שאינם נגועים בעניין אישי, ובהתאם מייתר את ההסתמכות על בית-המשפט כמי שיבחן באופן מהותי את טיב העסקה, ומשמר את מנגנון ההצבעה ככלי לאיתור העדפת הקבוצה.¹⁴⁹ מושג-מפתח העומד בבסיס הכלל הוא "עניין אישי",¹⁵⁰ המהווה הגדרה פתוחה שעל בית-המשפט למלא בה תוכן ממקרה למקרה.¹⁵¹ כיום הפרשנות המקובלת להגדרת "עניין אישי" מבוססת על פסיקת בית-המשפט בעניין ערד, שם מכר בעל השליטה בחברה לצד שלישי מניות לצורך אישור עסקה בניגוד עניינים.¹⁵² באותו מקרה קבע בית-המשפט העליון מבחן לקיומו של עניין אישי של בעל מניות, ולפיו יש לאתר זיקה עודפת מהותית מעבר לאינטרס הטבוע בבעל מניות מעצם היותו כזה, כלומר, זיקה שאינה נובעת מעצם הבעלות במניות החברה ואשר משקלה אינו זניח.

בקובעו את מבחן הזיקה העודפת המהותית, התייחס בית-המשפט לסיטואציה שבה זיקתו של המצביע הובילה אותו לאשר את העסקה, אולם כפי שתואר לעיל,¹⁵³ פרט לסיטואציות חריגות שבהן מצביע ריק מבקש לשתף פעולה עם בעל השליטה ובהתאם לאשר את העסקה, צפוי שזיקתו של המצביע הריק תוביל אותו דווקא לדחות אותה. כדי להתמודד עם מצבים אלה, שבהם עניינו האישי של בעל המניות מוביל אותו להצביע נגד ההחלטה בניגוד לעמדתו של בעל השליטה, קבע בית-המשפט בכמה מקרים אחרים מושג חדש שאינו נזכר בחוק, והוא "עניין אישי שלילי".¹⁵⁴ כך, אם במצב הדברים הרגיל בעלי מניות המיעוט מבקשים לסמן את בעלי מניות הרוב כנגועים, כעת בעל השליטה והחברה מבקשים לפסול את קולם של בעלי מניות מיעוט המונעים משיקולים אישיים שליליים וכתוצאה מהם מעוניינים לדחות את ההחלטה שבנדון.¹⁵⁵

149 גושן, לעיל ה"ש 43, בעמ' 37-38.

150 ס' 1 לחוק החברות קובע כי "עניין אישי" – עניין אישי של אדם בפעולה או בעסקה של חברה, לרבות עניין אישי של קרובו ושל תאגיד אחר שהוא או קרובו הם בעלי עניין בו, ולמעט עניין אישי הנובע מעצם החזקת מניות בחברה, לרבות עניין אישי של אדם המצביע על פי ייפוי כוח שניתן לו מאת אדם אחר אף אם אין לאחר עניין אישי, וכן יראו הצבעה של מי שקיבל ייפוי כוח להצביע בשם מי שיש לו עניין אישי בהצבעה של בעל העניין אישי, והכל בין אם שיקול הרעת בהצבעה הוא בידי המצביע ובין אם לאו". לניתוח מעמיק ראו ירקוני ופיגנבאום, לעיל ה"ש 11.

151 ראו עניין ערד, לעיל ה"ש 96, פס' 46; ה"פ (כלכלית ת"א) 12-12-646 נפקו סטאר בע"מ נ' קרל גאוס בע"מ, פס' 20 ו-28 (פורסם בנבו, 31.1.2013) (להלן: עניין נפקו סטאר).

152 ראו עניין ערד, לעיל ה"ש 96.

153 ראו לעיל ה"ש 69 והטקסט המפנה אליה.

154 ה"פ (מחוזי י-ם) 11-05-7236 גולדפון בע"מ נ' ב. יאיר חברה קבלנית לעבודות בניה 1988 בע"מ (פורסם בנבו, 11.8.2011) (להלן: עניין ב. יאיר); ה"פ (כלכלית ת"א) 11-12-44660 איי אל ישראל אקוויטי בע"מ נ' תדביק בע"מ (פורסם בנבו, 10.1.2012) (להלן: עניין תדביק); עניין נפקו סטאר, לעיל ה"ש 151; ת"א (כלכלית ת"א) 11-12-18327 כמיפל בע"מ נ' ניאופרם השקעות 1966 בע"מ (פורסם בנבו, 30.4.2013) (להלן: עניין כמיפל).

155 בעניין ב. יאיר, לעיל ה"ש 154, פס' 16, נפסק כי "עניין אישי" יכול להימצא משני צידי המתנס'.

בפסקי־הדין הנוגעים בסוגיה קבע בית־המשפט כי ניתן לפסול את הצבעתו של בעל מניות הנגוע בעניין אישי שלילי, אולם להבדיל מהסמכות לסווג בעל מניות כנגוע בעניין אישי, אשר נתונה לחברה, הסמכות לסווגו כנגוע בעניין אישי שלילי נתונה לבית־המשפט בלבד.¹⁵⁶ הבסיס לקביעה זו מצוי בתפיסתו של בית־המשפט שלפיה תכליתם של כללי ההצבעה בניגוד עניינים היא העברת כוח ההכרעה מבעלי מניות הרוב לבעלי מניות המיעוט, המבוססת על החשש שבעל השליטה יבקש לסווג בעלי מניות כבעלי עניין אישי שלילי בכל מצב שבו הם עלולים להצביע בניגוד לרצונו.¹⁵⁷ המשמעות האופרטיבית של החלטה היא שכאשר בעל מניות נמנע מגילוי עניינו האישי השלילי, החברה צריכה לפנות לבית־המשפט, ונטל ההוכחה שהוא אכן קיים יוטל על כתפיה.

אם כן, בענייננו השאלה שיש ליתן לה מענה היא באילו מצבים ייצרו הנגזרים הפיננסיים עניין אישי שלילי אצל בעל מניות המבקש להשתתף בהצבעה. לצורך כך, מכיוון שעד היום לא נדרש בית־המשפט להתמודד עם המקרה הפרדיגמטי כפי שתואר לעיל, ניתן לפנות לפסיקתו של בית־המשפט בעניין ערד, שהתמודד דווקא עם הסיטואציה החריגה שבה בעל מניות מיעוט מבקש לשתף פעולה עם בעל השליטה. שם, במקביל לכך שמכר לו את מניות החברה לצורך אישור העסקה, כתב בעל השליטה למצביע אופציית Put, שלמעשה הקנתה לו את הזכות למכור את המניות בחזרה לבעל השליטה במחיר הרכישה, ובהתאם להימנע מהסיכון שערכן של אותן מניות ירד. בהגיעו להתמודד עם השאלה אם אותה אופציה יצרה אצל בעל המניות עניין אישי, קבע בית־המשפט:

"מדובר באופציה שניתנה לאחים יסלזון [בעלי המניות – נ' ט'] ללא תמורה על ידי המערער [בעל השליטה – נ' ט'], שמפאת מעורבותו בעיסקה נדרש אישורה מלכתחילה. בנסיבות אלה אין רלוונטיות לשאלה כיצד אופציה שרוכש בעל מניות מגוף ניטרלי משפיעה על סיווג מניותיו; השאלה הנכונה היא אם טובת הנאה שניתנת לבעל מניות חינם אין כסף ערב ההצבעה על עיסקה, על ידי הצד המעוניין בעיסקה, מכתימה את מניותיו של בעל המניות בקשר לאותה עיסקה. מכל מקום, הסרת הסיכון מעל לתוצאות הרכישה של המניות, הבטחת ההחזר של עלות הרכישה, כשהבטחה זו אינה ניתנת בתמורה כלשהי, וכשמצטרפת לה גם ההסכמה על החזר הוצאות המימון, הופכת את האחים יסלזון לזרועו הארוכה של המערער. מעורבותם היא בבחינת פריזמה שקופה, נטולת סיכון, שדרכה משתקפים האינטרסים של המערער, והעניין האישי שלו משליך ישירות על ההצבעה."¹⁵⁸

אם כן, החלטתו של בית־המשפט היא שבנסיבות שבהן בעל השליטה הינו צד נגדי לעסקה כנגזרים שמסירים את הסיכון הנובע מהחזקת המניות, ואשר ניתנים לבעל המניות ללא תמורה וכחלק ממכלול הנדרש לצורך אישור העסקה בניגוד עניינים, ייצור הנגזר עניין

156 ראו עניין כמפיל, לעיל ה"ש 154, פס' 64; עניין תדביק, לעיל ה"ש 154, פס' 54.

157 עניין תדביק, לעיל ה"ש 154, פס' 45.

158 עניין ערד, לעיל ה"ש 96, בעמ' 337.

אישי אצל בעל המניות. עוד קבע בית המשפט כי בסיטואציה כזו אין רלוונטיות לשאלה כיצד עסקה בנגזרים שהצד הנגדי לה הינו צד שלישי ניטרלי משפיעה על סיווג מניותיו.¹⁵⁹ עניין ערד עוסק אומנם בבעל מניות שפועל כ"זרועו הארוכה" של בעל השליטה, אך ניתן להסיק ממנו גם לגבי המקרה הפרדיגמטי של בעלי מניות מיעוט המבקשים לדחות החלטה בניגוד לעמדתו של בעל השליטה. במקרה כזה יש לשים את הדגש באינטרס הכלכלי הכולל של המצביע בחברה, אשר משקף כאמור את שקלול כל האינטרסים שלו בנכסים שיש להם מתאם עם מניות החברה נוסף על המניות עצמן,¹⁶⁰ ולא רק בנגזרים. הסיבה לכך היא שהנגזרים, כמו גם ההצבעה הריקה הנובעת מהשימוש בהם במקביל להחזקה במניות, מהווים רק חלק מאסטרטגיה כוללת שנועדה לתמוך באינטרס הכלכלי הכולל של בעל המניות. ככל שהאינטרס הכלכלי הכולל הוא חיובי ובהתאם נע באותו כיוון כמו האינטרסים של שאר בעלי המניות בחברה, ואילו ההחלטה המוצעת מנוגדת לטובת החברה, אין כל סיבה רציונלית שבעל המניות יצביע בעדה, גם אם הוא בחר להעצים את כוח ההצבעה שלו על-ידי רכישת מניות נוספות ומכירת האינטרס הכלכלי בהן באמצעות הנגזרים. לעומת זאת, ככל שהאינטרס הכלכלי הכולל של בעל המניות הוא שלילי ובהתאם נע בכיוון ההפוך מהאינטרסים של שאר בעלי המניות בחברה, ואילו ההחלטה המוצעת הינה לטובת החברה, בעל מניות רציונלי יצביע בהכרח נגדה.

אולם, מכיוון שהאינטרס הכולל של בעל המניות אינו חשוף בהכרח, משום שהוא מביא בחשבון מגוון רחב של נכסים שבעל המניות אינו נדרש לגלות את החזקתם,¹⁶¹ ניתן לטעמי להתמקד באינטרס הכלכלי נטו של בעל המניות, אשר בא כאמור לידי ביטוי בשקלול האינטרס הכלכלי הנובע מהון החברה, מנגזרי ההון שנכסה הבסיס שלהם הוא מניותיה של החברה וממכשירים פיננסיים בעלי אפקט כלכלי דומה (כולל עסקות שורט), אשר יהוו מידע ציבורי לנוכח השינוי שהוצע לעיל לכללי הדיווח הישראליים.¹⁶² ככל שאינטרס זה הוא אפסי או שלילי, יש להטיל על המצביע הריק את הנטל להוכיח כי האינטרס הכלכלי הכולל שלו בחברה הוא חיובי, כך שהצבעתו משקפת את טובתם של כלל בעלי המניות, ולא את טובתו האישית בלבד. ככל שהוא לא יציג ראיה משמעותית המראה אחרת, יסווג בעל המניות

159 בהקשר זה יש להביא בחשבון שאופיים של הנגזרים, אשר מעבירים כאמור את האינטרס הכלכלי בנכס-הבסיס בין הצדדים לעסקה, מאפשר להסתיר את היות בעל השליטה צד נגדי לעסקה עם בעל המניות על-ידי שימוש בגורמי-ביניים. כך, לדוגמה, בעניין אי-די-בי שתואר לעיל, בעלי המניות שרכשו את מניותיה של כלל ביטוח מאי-די-בי נפטרו מהסיכון הכלכלי הכרוך בהחזקתן באמצעות התקשרות בהסכמי Equity Swap עם הבנקים שמימנו את העסקה, ולא עם אי-די-בי. אולם, מכיוון שאי-די-בי התקשרה במקביל עם הבנקים בהסכמים דומים ביחס לאותן מניות, במטרה לחשוף את עצמה לאותו אינטרס כלכלי שממנו ביקשו הרוכשים להיפטר, קיוון העסקות מוביל למסקנה שמבחינה כלכלית בעלי המניות הרוכשים ואי-די-בי הינם צדדים נגדיים לעסקה.

160 להגדרת "האינטרס הכלכלי הכולל" ראו לעיל ה"ש 29 והטקסט המפנה אליה.

161 לדוגמה, בעל מניות אינו נדרש ליתן גילוי על החזקת מניות בחברות אחרות בעלות מתאם עם מניות החברה שבה תתקיים ההצבעה, על החזקת נגזרים שנכס-הבסיס שלהם הוא אותן מניות וכולי. לדיון בחובות הדיווח הקיימות בישראל ראו חלק 11(א) לעיל.

162 ראו חלק 11(ג) לעיל.

כבעל עניין אישי שלילי ישיר¹⁶³ וגלוי¹⁶⁴ ובהתאם יהיה מנוע מלהצביע. לעומת זאת, ככל שהאינטרס הכלכלי נטו של המצביע הוא חיובי אולם פחות מבעלות מלאה, יישמר המצב המשפטי הקיים שלפיו נטל ההוכחה מוטל על הטוען לקיומו של העניין האישי השלילי.¹⁶⁵ לבסוף, במצב שבו לא תתקיים החזקה, יוכל המצביע הריק להצביע באספה הכללית, ואילו הטוען לקיומו של העניין האישי השלילי יוכל לפנות לאחר-מכן לבית-המשפט בהתאם למסלול השיורי של דוקטרינת ההגינות ותום-הלב.

(ב) חובת ההגינות וחובת תום-הלב

כלל רחב בדניין האמון הוא שכאשר מפקידים את השליטה ברכושו של אדם בידיו של אחר, האחר חייב להפעיל את שליטתו באחריות, וזאת לפי הרציונל הקובע כי כוח ללא אחריות משול להפקרות.¹⁶⁶ חובת אמון אמורה להרתיע את בעל הכוח מפני עשיית שימוש פסול בכוחו, ולאזן את מערך הכוחות בין בעלי המניות השונים ללא צורך בביקורת מתמדת.¹⁶⁷ הדבר נכון הן במקרה שמדובר בבעל שליטה והן במקרה שמדובר בבעל מניות שאינו דומיננטי אך שדני החברות זימנו לו כוח משמעותי. אומנם אין לפרש נורמה זו כדורשת מבעלי המניות להפעיל את כוח ההצבעה באופן שאינו מביא בחשבון את האינטרסים האישיים שלהם, אך גם אסטרטגיות המונעות על-ידי אינטרסים אישיים יש לנהל ביושר ובהגינות.¹⁶⁸

בענייננו, משקיע המשתמש בנגזרים לצורך ביצוע הצבעה ריקה יודע בוודאי שאופן הצבעתו עשוי להכריע את גורלה של ההצבעה, שאם לא כן לא היה משתלם לו לנקוט את האסטרטגיה מלכתחילה. בהתאם, מוטלות עליו שתי חובות שונות: חובת תום-לב כלפי שאר בעלי המניות וכלפי החברה;¹⁶⁹ וחובת ההגינות כלפי החברה כמצביע המהווה לשון-

163 בעוד לבעל עניין אישי ישיר יש עניין ממשי בעסקה שבנדון, לבעל עניין אישי עקיף אין כל עניין ממשי בעסקה, אלא הוא מונע מאינטרסים חיצוניים לה. להבחנה בין עניין אישי ישיר לעקיף ולנפקותה ראו עניין נפקו סטאר, לעיל ה"ש 151, בעמ' 11-12. בענייננו מדובר בעניין אישי ישיר משום שהמצביע יינה במישרין מן ההחלטה שתוכיל לתנודה משמעותית בשווי מניות החברה.

164 כאשר עניינו האישי של בעל מניות גלוי ועצם קיומו אינו נתון במחלוקת, בעל המניות יהיה מנוע מלהצביע בהתאם להוראות ס' 275 לחוק החברות. לעומת זאת, כאשר עניינו האישי אינו גלוי, אלא קיומו רק נטען על-ידי בעל מניות אחר בזמן שהוא עצמו אינו מודה בקיומו, בעל המניות יצביע באספה. ראו עניין ב. יאיר, לעיל ה"ש 154, בעמ' 12-13. להרחבה ראו גם ברק ירקוני ואיתי פיגנבאום "על עניין אישי שלילי, גלוי ונסתר" תאגידים ח(4) 51 (2011).

165 ניתוח כזה תואם גם סיטואציה שבה המיעוט טוען כי בעל מניות המבקש לאשר החלטה תוך תמיכה בבעל השליטה נגוע בעניין אישי רגיל, בשים לב לכך שאינטרס כלכלי כולל שלילי עלול להוביל גם לכך שבעל מניות יבקש לאשר החלטה רעה לחברה.

166 אהרן ברק שיקול דעת שיפוטי 492 (1987).

167 ידידיה צ' שטרן "עיצובן המודרני של הזכויות והחובות הנלוות למניה – מהנמקה קניינית להנמקה עניינית" מחקרי משפט ט 91, 98 (1991).

168 גרוס, לעיל ה"ש 12, פרק כא, פס' 13. ראו גם בג"ץ 59/80 שירותי תחבורה ציבוריים באר-שבע בע"מ נ' בית הדין הארצי לעבודה בירושלים, פ"ד לה(1) 828, 834-835 (1980).

169 ס' 192 לחוק החברות.

מאזניים.¹⁷⁰ באשר ליחס בין שתי החובות, הגישה המקובלת בפסיקה היא שחובת ההגינות מחמירה מחובת תום-הלב, ומצויה בתווך שבינה לבין חובת האמונים המוטלת על נושאי-המשרה והדירקטורים של החברה.¹⁷¹ הפרתן של חובות אלה תוביל לסעד הנובע מהפרת חוזה,¹⁷² וזאת להבדיל ממניעת השתתפות בהצבעה.

אם כן, נראה כי חשש להפרתן של חובות אלה על-ידי מצביע ריק קיים רק כאשר האינטרס הכלכלי הכולל שלו הוא שלילי. זאת, מכיוון שכאשר האינטרס הכלכלי הכולל של בעל מניות הוא חיובי אולם פחות מבעלות מלאה, האינטרס הכלכלי שלו נע באותו כיוון כמו טובת החברה, ולכן צפוי שאופן הצבעתו יתאם גם את האינטרסים של שאר בעלי המניות.¹⁷³ ניתוח כזה מקבל משנה תוקף עם ההכרה בחשיבות הצבעתם של בעלי מניות מיעוט – כפי שבוטאה הן בפסיקה¹⁷⁴ והן על-ידי המאסדר¹⁷⁵ – אשר עשויים לרכוש זכויות הצבעה עודפות כדי לדחוק בהנהלה "סוררת" לשפר את התנהגותה או כדי לדחות עסקאות שאינן טובות לחברה.¹⁷⁶

באשר לסיטואציה שבה האינטרס הכלכלי הכולל של בעל המניות הוא שלילי ניתן ללמוד מהמקרה שבו חברת Telus Corporation, הנסחרת בשוק ההון בקנדה (להלן: טלוס), נהפכה למטרה של קרן הגידור Mason Capital Management LLC (להלן: מייסון). לאורך השנים היו לטלוס שני סוגי מניות – האחד שמקנה זכות הצבעה והאחר שאינו מקנה זכות הצבעה – אשר נסחרו בשווי שוק המשקף פרמיה עודפת של 5% בגין זכויות ההצבעה. בפברואר 2012 הציעה הנהלת טלוס לאחד את סוגי המניות תוך התעלמות מפער השווי ביניהם, וכתוצאה מכך הצטמצם הפער כמעט לחלוטין. מייסון, שזיהתה את הפוטנציאל הגלום בסיטואציה,

170 ס' 193(א)(2) לחוק החברות; ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ (פורסם בנוב, 28.12.2016), שבו קבע בית-המשפט העליון, מפי השופט עמית, כי חובת ההגינות חלה כלפי החברה, ולא כלפי בעלי מניותיה.

171 שם, פס' 59.

172 ס' 192(ג) ו-193(ב) לחוק החברות, בהתאמה.

173 ראו Hu, לעיל ה"ש 1. ראו גם In Crown EMAC Partners, LLC. v. Kurz, 992 A.2d 377 (Del. 2010), שם דן בית-המשפט העליון של דלוור בשאלת הלגיטימיות של חוזה ישיר לרכישת זכויות הצבעה בנפרד מהזכויות הכלכליות, וזאת ללא קשר לשימוש בנגזרים. בית-המשפט קבע כי הרכישה לגיטימית, בהתבססו על המסקנה שבאותו מקרה נשאו זכויות ההצבעה והאינטרס הכלכלי באותו כיוון – "the economic interests and the voting interests of the – shares remained aligned". לעומת זאת, במקרה מאוחר יותר הביע בית-המשפט חשש מפני הצבעה ריקה אף כאשר למצביע יש אינטרס כלכלי חיובי. ראו Genger v. TR Investors, LLC, 26 A.3d 180 (Del. 2011).

174 לדוגמה, ת"צ (מחוזי ת"א) 36604-02-10 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ (פורסם בנוב, 21.12.2015).

175 ראו הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון דין וחשבון (2008), שקיבל ביטוי תחיקתי חלקי במסגרת תיקון מס' 16 לחוק החברות.

176 ראו דיון בחלק ג' לעיל.

רכשה מספר רב של מניות מצביעות לצורך הצבעה נגד ההחלטה, ובמקביל מכרה בעסקת שורט מספר זהה כמעט של מניות מצביעות ומניות שאינן מצביעות.¹⁷⁷

מבחינה כלכלית משמעות הפוזיציה הייתה שאם הצעת ההנהלה תתקבל, מייסון לא תושפע מכך, ואילו אם ההצעה תידחה, פער השווי יגדל בחזרה למצב עובר להכרזה, ומייסון תינהג מכך הודות לעסקות השורט. ניתוח כזה מוביל למסקנה שלמייסון היה אינטרס כלכלי בשמירה על הפער בין סוגי המניות, ולא בטלוס עצמה, ובהתאם לכך כוונתה מלכתחילה הייתה להתנגד למהלך. אינטרס כזה מנוגד לטובתה של טלוס, ובהתאם גם נע בכיוון הפוך מהאינטרס של שאר בעלי המניות.

הסיפור המסובך כלל שני הליכים משפטיים,¹⁷⁸ ובשני הכיר בית-המשפט בכך שלמייסון היה אינטרס כלכלי כולל שלילי, וקבע כי יש בכך כדי להצביע על אי-הגינותה. בהתאם אפשר בית-המשפט לחברה לפתוח בהסדר תחת פיקוחו של בית-המשפט לצורך איחוד המניות.¹⁷⁹ למרות השוני בין הדין הקנדי לזה הישראלי, ניתן ללמוד ממקרה זה כי בבואו לבחון את הגינותו של בעל מניות, בית-המשפט שם את מרכז-הכובד בשאלה אם האינטרס הכלכלי הכולל של אותו בעל מניות נע באותו כיוון כמו טובתה של החברה ושאר בעלי מניותיה או שמא הוא נע בכיוון ההפוך. ניתוח כזה נותן ביטוי לכך שאומנם אין לפרש את חובות תום-הלב וההגינות כדורשות מבעלי המניות להפעיל את כוח ההצבעה שלהם באופן שאינו מביא בחשבון אינטרסים פרטיים, אולם גם אין לקבל מצב שבו האינטרס היחיד המשפיע על האופן שבו כוח ההצבעה מיושם הוא האינטרס הפרטי של המצביע.

בהתאם לאמור, אציע כי מקום שבמועד ההצבעה האינטרס הכלכלי הכולל של המצביע הריק קטן מאפס או שווה לאפס, קיים חשש שהוא יפר את חובות האמון המוטלות עליו. לעומת זאת, כאשר האינטרס הכלכלי הכולל שלו חיובי אולם פחות מבעלות מלאה, הוא אינו מפר חובות אלה, משום שהאינטרסים שלו נעים באותו כיוון כמו טובת החברה והאינטרסים של שאר בעלי המניות.

177 Hu, לעיל ה"ש 1, בעמ' 375. מייסון רכשה 32,765,829 מניות מצביעות המקנות אינטרס חיובי, ובמקביל מכרה כחלק מעסקות שורט 14,658,129 מניות מצביעות ו-18,036,800 מניות שאינן מצביעות המקנות אינטרס שלילי. קיזוז האינטרסים משקף אינטרס כלכלי כולל חיובי של 0.021%, וזאת במקביל לכוח הצבעה של כ-18.73% שנבע מהמניות המצביעות.

178 בהליך הראשון, בהתייחס לעובדה שמייסון נמצאה באותה עת בפוזיציה של הצבעה ריקה, נקבע כי אין אינדיקציה לכך שהדבר מהווה הפרה של הדין הקיים ולפיכך בית-המשפט אינו מוסמך להתערב. על כך ראו BCCA, *TELUS Corp. v. Mason Capital Management LLC*, (2012) 403.

179 ראו *In re TELUS Corp.*, BCSC 1919 (2012). לנוכח התנגדותה של מייסון לאיחוד המניות, הציעה טלוס לפתוח בהסדר מיוחד תחת פיקוחו של בית-המשפט, ולצורך כך היא נדרשה לעמוד במבחן תלת-שלבי שאחד מתנאיו היה שההצעה הוגנת. אחד המשתנים העיקריים שאותם הביא בית-המשפט בחשבון בקובעו כי ההצעה אכן הוגנת היה העובדה שמייסון השתמשה באופן לא-הוגן בכוח ההצבעה שלה, משום שהאינטרסים שלה לא היו מיושרים עם טובתה של החברה.

סיכום ומסקנות

הצבעתם של בעלי מניות החברה הינה רכיב מרכזי בממשל תאגידי תקין, והבסיס לחשיבותה הוא הקשר בין כוח ההצבעה לבין האינטרס הכלכלי במניות החברה. אולם חרשנות פיננסית מערערת את הקשר האמור.

ברשימה זו נסקרה תופעת קיומם של מצביעים ריקים, הגוברת עם צמיחתו של שוק הנגזרים הפיננסיים – המאפשרים לךמות רכישה של זכויות הצבעה בנפרד מהאינטרסים הכלכליים הצמודים למניות – ועם העלייה במספר השחקנים העושים שימוש בנגזרים הללו. לנוכח הנתונים האמפיריים העקיפים שהוצגו לעיל והמנגנון החוקי הקיים בישראל, נראה שתופעה זו עשויה להיות רלוונטית לשוק ההון הישראלי, ומופעה העיקריים צפויים להיות נסיונות של קרנות גידור לדחות החלטות מהותיות בחייהן של חברות ציבוריות בניגוד לעמדתו של בעל השליטה, בעיקר כאלה הנוגעות בעסקות מיזוג ורכישה.

כיום חובות הגילוי הקיימות ברין הישראלי בנוגע להחזקה בנגזרים פיננסיים מצומצמות בהשוואה לשוקי הון מתקדמים אחרים, ובהתאם האינטרסים של בעלי מניות הסוחרים בנגזרים אינם גלויים בהכרח. מצב כזה עלול להוביל לפגיעה ביעילותו של שוק ההון המקומי, וליצור פוטנציאל להצבעה בניגוד עניינים שתפגע באותן חברות שיהפכו למטרה למצביעים ריקים, כמו־גם בשאר בעלי מניותיהן. בהקשר זה חשוב להדגיש כי לא כל שימוש בנגזרים לצורך ביצוע הצבעה ריקה הוא שלילי בהכרח. שימוש כזה עשוי לאפשר העברת זכויות הצבעה מבעלי מניות סבילים ומיודעים פחות לבעלי מניות פעילים ומתוחכמים, ובהתאם לחזק את הממשל התאגידי. אולם אין בכך כדי להמעיט בחשיבות של מציאת פתרון אשר יאפשר הבחנה בין מקרה שבו האינטרס של המצביע הריק נע באותו כיוון כמו טובת החברה וכמו האינטרסים של שאר בעלי מניותיה לבין מקרה שבו האינטרס של המצביע הריק נע בכיוון ההפוך.

כפי שהוצע במהלך הרשימה, ניתן להתמודד עם התופעה על־ידי יצירת שקיפות באשר להרכב תיק ההשקעות של בעלי המניות, תוך התמקדות בנגזרים OTC המיושבים במזומנים, וכן באשר לאינטרסים הכלכליים שהם מעוניינים לְמַרְכב באמצעות כוח ההצבעה. אם אינטרסים אלה יהיו שקופים, הדרך ליישום הכללים החלים על הצבעה בניגוד עניינים על הסיטואציה תהיה פשוטה יותר – בין על דרך־המלך, שלפיה יש לאסור השתתפות בהצבעה בנסיבות שבהן המצביעים הריקים מונעים מאינטרסים כלכליים שאינם נעים באותו כיוון כמו אלה של שאר בעלי המניות, ובין בדרך השירות, הנוגעת בחובות האמון המוטלות על בעלי המניות בחברה. יישום כזה יש בו כדי לתמוך באינטרסים ארוכי־הטווח של החברות ובעלי מניותיהן האחרים, ולקדם את יעילותו של שוק ההון המקומי.

נספח א

כל הנתונים בנספח הם כפי שהופיעו בדוחות הכספיים המאוחדים שפורסמו לציבור על-ידי התאגידים הבנקאיים הבאים: (1) בנק הפועלים בע"מ; (2) בנק לאומי לישראל בע"מ; (3) בנק דיסקונט לישראל בע"מ; (4) בנק מזרחי טפחות בע"מ; (5) הבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ.



נספח ב

כל עסקות המיזוג שסווגו כעסקאות שלבעל השליטה יש עניין אישי בהן מיום כניסתו לתוקף של תיקון 16 לחוק החברות ועד מועד כתיבתה של רשימה זו (15.5.2011-1.2.2018), כפי שהופיעו בדיווחיהן של החברות במערכת המא"ה.

| תאריך הדיווח | התאגיד המרווח | צד נוסף למיזוג | כמות מניות/ני"ע שהשתתפו בהצבעה | כמות מניות/ני"ע שהשתתפו בהצבעה ולא סווגו כנגועים | אחוז המניות/ני"ע הבלתי-נגועים | כוח ההצבעה הנדרש כדי להכריע בהצבעה (לפחות 2%) | |
|--------------|---------------|-------------------------------|------------------------------------|--|-------------------------------|---|-------|
| 25.12.2016 | 1 | נפטא – חיפושים, שותפות מוגבלת | ישראלמקו נגב 2 – שותפות מוגבלת | 32,284,769 | 654,827 | 2.03% | 2.00% |
| 1.4.2014 | 2 | רפיד ויז'ן בע"מ | רפיד בע"מ | 41,184,941 | 42,456 | 0.10% | 2.00% |
| 2.2.2017 | 3 | סייפטי גרופ בע"מ | מיזוג בין חברה נכדה לחברה בת | 8,370,875 | 36,000 | 0.43% | 2.00% |
| 4.7.2013 | 4 | מולודן בע"מ | תראה פיתוח טכנולוגי ואוטומציה בע"מ | 11,007,113 | 559,632 | 5.08% | 2.54% |
| 27.12.2011 | 5 | נטו מלינדה סחר בע"מ | טיכון-ויל אחזקות בע"מ | 11,243,140 | 574,476 | 5.11% | 2.55% |
| 27.12.2011 | 6 | נטו מלינדה סחר בע"מ | ויליגר תעשיות בע"מ | 11,243,140 | 574,476 | 5.11% | 2.55% |
| 17.5.2015 | 7 | אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ | אלרוב (ישראל) בע"מ | 22,003,620 | 1,349,897 | 6.13% | 3.07% |
| 2.4.2012 | 8 | סטרלינג תקשורת מתקדמת בע"מ | אלרון, אר די סי | 9,518,084 | 698,384 | 7.34% | 3.67% |
| 26.12.2012 | 9 | אלרין-טק בע"מ | WhiteSmoke, Inc. | 25,739,081 | 2,254,446 | 8.76% | 4.38% |
| 7.2.2013 | 10 | קבוצת כרמל השקעות בע"מ | ר.ז.ק. השקעות בע"מ | 22,992,616 | 2,080,926 | 9.05% | 4.53% |
| 27.12.2011 | 11 | ויליגר תעשיות בע"מ | נטו מלינדה סחר בע"מ | 26,989,138 | 2,639,824 | 9.78% | 4.89% |
| 18.1.2018 | 12 | הלמן אלדובי בית השקעות בע"מ | אי.בי.אי. בית השקעות בע"מ | 20,178,443 | 2,041,018 | 10.11% | 5.06% |

| תאריך הדיווח | תאריך | התאגיד המדווח | צר נוסף למיווג | כמות מניות/ני"ע שהשתתפו בהצבעה | כמות מניות/ני"ע שהשתתפו בהצבעה ולא סווגו כנגועים | אחוז המניות/ני"ע הבלתי-נגועים | כוח ההצבעה הנדרש כדי להכריע בהצבעה (לפחות 2%) |
|--------------|------------|-------------------------------|--|--------------------------------|--|-------------------------------|---|
| 13 | 4.9.2014 | פיברולן בע"מ | פיברולן ייעודית | 5,172,513 | 530,034 | 10.25% | 5.12% |
| 14 | 19.5.2016 | א. דורי בניה בע"מ | קבוצת א. דורי בע"מ | 79,217,798 | 8,427,298 | 10.64% | 5.32% |
| 15 | 23.12.2016 | דלק קידוחים – שותפות מוגבלת | אבנר חיפוש נפט – שותפות מוגבלת | 435,368,359 | 46,470,091 | 10.67% | 5.34% |
| 16 | 15.9.2013 | חברת השקעות דיסקונט בע"מ | כור תעשיות בע"מ | 71,232,309 | 7,681,333 | 10.78% | 5.39% |
| 17 | 15.9.2013 | כור תעשיות בע"מ | השקעות דיסקונט בע"מ | 45,323,741 | 5,649,113 | 12.46% | 6.23% |
| 18 | 27.12.2011 | טיבון-זיל אחזקות בע"מ | נטו מלינדה סחר בע"מ | 5,358,609 | 669,527 | 12.49% | 6.25% |
| 19 | 16.8.2016 | תמדא בע"מ | אופרייטנס ורטא אינטגרטיבי (או.די.איי) בע"מ | 8,947,048 | 1,146,459 | 12.81% | 6.41% |
| 20 | 25.7.2011 | חברת השקעות דיסקונט בע"מ | ביחס לעסקת נטוויז'ן – סלקום | 73,898,365 | 9,711,045 | 13.14% | 6.57% |
| 21 | 16.10.2017 | וויז פארמה בע"מ | OphthaliX, Inc. | 13,335,862 | 1,724,497 | 12.93% | 6.47% |
| 22 | 25.12.2016 | חנ"ל – ים המלח, שותפות מוגבלת | ישראלקו נגב 2 – שותפות מוגבלת | 16,495,341 | 2,222,945 | 13.48% | 6.74% |
| 23 | 23.5.2017 | אמיליה פיתוח (מ.עו.פ) בע"מ | פלר אחזקות | 8,471,868 | 1,170,818 | 13.82% | 6.91% |
| 24 | 22.12.2015 | אסיה פיתוח (א.ד.ב.מ) בע"מ | מגנ"א בי.אס. פי בע"מ | 9,877,636 | 1,372,002 | 13.89% | 6.94% |
| 25 | 4.10.2011 | אוסף השקעות ופתוח בע"מ | ישרס חברה להשקעות בע"מ | 4,792,651 | 673,085 | 14.04% | 7.02% |
| 26 | 11.6.2012 | רבלי אי.סי.אס. בע"מ | רביב אגש"ח בע"מ | 29,946,326 | 4,220,939 | 14.10% | 7.05% |

| כוח ההצבעה הנדרש כדי להכריע בהצבעה (לפחות 2%) | אחוז המניות/ני"ע הבלתי-נגועים | כמות מניות/ני"ע שהשתתפו בהצבעה ולא סוגרו כנגועים | כמות מניות/ני"ע שהשתתפו בהצבעה | צד נוסף למיזוג | התאגיד המדווח | תאריך הדיווח | |
|---|-------------------------------|--|--------------------------------|---|---|--------------|----|
| 7.10% | 14.20% | 16,867,570 | 118,770,570 | חברה ייעודית | ביכורי השדה דרום שיווק תוצרת חקלאית (2002) בע"מ | 19.6.2012 | 27 |
| 7.12% | 14.25% | 8,769,126 | 61,538,883 | ה. הדרוס 2012 בע"מ | הוט – מערכות תקשורת בע"מ | 25.11.2012 | 28 |
| 7.57% | 15.14% | 1,469,256 | 9,703,192 | א.ה. יעד | אריקום תוכנה בע"מ | 28.5.2012 | 29 |
| 8.25% | 16.50% | 1,764,400 | 10,690,893 | יינות ביתן בע"מ | ע.ר. צים שווק ישיר בע"מ | 29.11.2012 | 30 |
| 8.32% | 16.64% | 855,390 | 5,141,193 | קוויני נכסים וניהול בע"מ | נדלנ'ס' בע"מ | 19.7.2016 | 31 |
| 8.33% | 16.66% | 2,500,002 | 15,008,081 | חברה ייעודית | ראשטוב תעשיות תוכנה בע"מ | 23.11.2011 | 32 |
| 8.36% | 16.73% | 4,933,069 | 29,491,084 | פרוקוגניה (ישראל) בע"מ | סאן טים גרופ בע"מ | 28.8.2014 | 33 |
| 8.43% | 16.86% | 41,592,963 | 246,662,963 | גלטן בע"מ | אלומות בית השקעות (ספרינט) בע"מ | 7.12.2011 | 34 |
| 8.68% | 17.36% | 6,289,591 | 36,222,804 | Tyco International Services Holding, GMBH | ויסוניק בע"מ | 3.11.2011 | 35 |
| 9.12% | 18.24% | 4,832,837 | 26,490,811 | סלקום ישראל בע"מ | נטוויז'ן בע"מ | 27.7.2011 | 36 |
| 9.21% | 18.43% | 1,346,669 | 7,308,183 | סולארפינט ויזמי סולארפינט | אור סיטי החזקות בע"מ | 17.8.2017 | 37 |
| 11.26% | 22.53% | 34,089,258 | 151,316,741 | מליסרון בע"מ | בריטיש – ישראל השקעות בע"מ | 21.2.2012 | 38 |
| 11.39% | 22.79% | 20,209,360 | 88,683,862 | Nestle S.A. | אסם השקעות בע"מ | 14.3.2016 | 39 |

| תאריך הדיווח | תאריך | התאגיד המדווח | צד נוסף למיזוג | כמות מניות/ני"ע שהשתתפו בהצבעה | כמות מניות/ני"ע שהשתתפו בהצבעה ולא סווגו כנגועים | אחוז המניות/ני"ע הבלתי-נגועים | כוח ההצבעה הנדרש כדי להכריע בהצבעה (לפחות 2%) |
|--------------|------------|---------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|--|-------------------------------|---|
| 40 | 25.7.2011 | כלל תעשיות והשקעות בע"מ | ביחס לעסקת נטוויז'ן – סלקום | 133,942,976 | 31,343,264 | 23.40% | 11.70% |
| 41 | 23.12.2016 | אבנר חיפושי נפט – שותפות מוגבלת | דלק קידוחים – שותפות מוגבלת | 2,696,369,075 | 737,895,377 | 27.37% | 13.68% |
| 42 | 27.9.2012 | דש איפקס הולדינגס בע"מ | מיטב בית השקעות בע"מ | 31,714,916 | 9,748,670 | 30.74% | 15.37% |
| 43 | 25.12.2013 | טסנת – בדיקות תוכנה בע"מ | סיסנת תכנה בע"מ | 15,164,373 | 4,924,018 | 32.47% | 16.24% |
| 44 | 8.5.2016 | מטרת מיזוג חברות בע"מ | סייפטי גרופ בע"מ | 137,371 | 46,126 | 33.58% | 16.79% |
| 45 | 2.1.2012 | טסקום בדיקות מערכות תוכנה בע"מ | וואן שירותי תוכנה (1997) בע"מ | 10,839,947 | 3,885,238 | 35.84% | 17.92% |
| 46 | 3.10.2013 | כלל תעשיות בע"מ | קינג אחזקות ופיננסים בע"מ | 132,758,322 | 47,791,913 | 36.00% | 18.00% |