



**אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ**

**נייר עמדה בנושא:**

**מעורבות מוסדיים על רקע התיקון לחוק  
פקודת השותפויות (מס' 5), התשע"ה-2015**

**יוני 2015**

3.....	מבוא	1
3.....	תיאור המצב הקיים	2
3.....	רקע	2.1
4.....	היבטים במורכבות היחסים בין השותף הכללי למוגבל והחשש לעניין אישי	2.2
6.....	השפעת מבנה השותפות המוגבלת על יכולת ההגנה של בעלי היחידות המוגבלות	2.3
7.....	חשיבות התיקון לפקודת השותפויות ותיאור המנגנונים העיקריים הכלולים בו	3
7.....	חשיבות התיקון	3.1
8.....	מנגנוני ההגנה העיקריים שנקבעו בתיקון	3.2
9.....	חשיבות תפקיד המשקיעים המוסדיים במינוי המפקח והדח"צים	4
10.....	המלצותינו לעניין חוליית המפקח בשותפויות המוגבלות	5
12.....	סיכום והנעה לפעולה	6
13.....	נספח א': תכולת התיקון	
14.....	נספח ב': מועד כניסתו לתוקף של התיקון	

## 1 מבוא

ביום ה- 23.2.2015 פורסם תיקון לפקודת השותפויות (להלן: "התיקון" או "תיקון פקודת השותפויות"), אשר נועד להרחיב את מנגנוני הממשל התאגידי בשותפות מוגבלת שיחידות השותפות שלה או זכויות השותף המוגבל בה, רשומות למסחר בבורסה או שהוצעו לציבור על פי תשקיף (להלן: "שותפות ציבורית").

**מטרתו של מסמך זה הינה להבהיר את המשמעויות הפראקטיות הנגזרות מהתיקון, לגבי יכולת המשקיעים מוסדיים לשפר את רמת ההגנה על השקעתם בשותפות הציבורית, ולהניע לפעולה אקטיבית במקומות בהם פעולה זו דרושה ומותרת עפ"י התיקון לחוק.**

## 2 תיאור המצב הקיים

### 2.1 רקע

השותפויות המוגבלות בתחום הגז והנפט נחשבו עד למועד תגליות הגז הגדולות לחברות בעלות סיכון השקעה גבוה שהיה מנת חלקו של ציבור משקיעים "לא מתוחכמים" שלרובו נגרמו הפסדים גדולים עקב התנודתיות הגבוהה הקיימת בתחום וכן לאור רצף כישלונות בתחום הפקה כלכלית של גז ונפט במסגרת רישיונות שלא צלחו. כניסתם של שותפים בינלאומיים לשותפויות כדוגמת נובל אנרג'י ובעיקר אחרי תגלית תמר בתחילת 2009 ושנתיים לאחר מכן לוותן, שינו מצב זה והעלו את האטרקטיביות של השקעות אלה בעיני משקיעים מתוחכמים ומוסדיים. ארבע השותפויות הגדולות הרשומות למסחר בבורסה בתל אביב (דלק קידוחים, אבנר, ישראלקו ורציו) הפכו לתאגידים בעלי שווי שוק של עשרות מיליארדי שקלים, כאשר שלוש השותפויות הגדולות אף החלו להיסחר במדד המעוף והמשקיעים המוסדיים מחזיקים מאז נתחים משמעותיים ביחידות ההשתתפות, בהיקפים של מיליארדי ₪.

לאור המתח הכלכלי השורר ביניהם, התקיימו לאורך השנים עימותים ומחלוקות בין השותפים. המפקחים המכהנים כיום בשותפויות, מונו לתפקידם לפני שנים רבות, חלקם אף עשרות שנים, אז מונו ע"י השותף הכללי ולכן הם עשויים להיחשב פוטנציאלית לבעלי זיקה לשותף הכללי, למרות שתפקידם המוגדר הוא הגנה על המשקיעים מקרב הציבור.

כללי הבורסה<sup>1</sup> מחייבים את השותף הכללי להחזיק ביחידות בהיקף מינימאלי של 20% במועד ההנפקה בכדי להגביר את אמון הציבור בגיוס ולחלק את סיכוני הגיוס גם עם השותף הכללי. כך שהחזקת יחידות יוצרת זיקה בין האינטרסים של השותף הכללי והאינטרסים של בעלי היחידות, דבר שעשוי לתרום לצמצום ניגודי העניינים ביניהם. **באותם מקומות בהם קיימת סתירה בין האינטרסים של הצדדים, הגדרת העניין האישי באופן מדויק וישום המנגנונים הכרוכים**

<sup>1</sup> **ראו פרק י"ד במדריך לחברות רישום ניירות ערך למסחר**: בבסיס ההנחיה עמד הרצון כי בשותפות חדשה הנרשמת לראשונה (בהתחשב בכך שאין דרישת ותק פעילות) בה רוב הכסף מגויס מהציבור שהשותף הכללי ישתתף גם בסיכון ובאותו מחיר שמציע זאת לציבור. אין חובה להחזיק ביחידות לאורך כל חיי השותפות. בדומה לקבוע בחברה חדשה גם בשותפות חדשה בעל העניין חסום לתקופה של 18 חודשים, כאשר 3 חודשים ראשונים קיימת חסימה מלאה ומהחודש הרביעי ניתן למכור מידי חודש 2.5% מהכמות המוחזקת על ידו.

בהתקשרויות אלו אמורים לנטרל את השתתפות של השותף הכללי בהצבעות באסיפות כלליות, באופן זהה ליישום של החברות הציבוריות בהקשר של בעל השליטה בחברה במקומות בהן נדרש רוב מיוחד.

## 2.2 היבטים במורכבות היחסים בין השותף הכללי למוגבל והחשש לעניין אישי

הסכם השותפות שנחתם בין השותף הכללי לבין השותף המוגבל, המיוצג על ידי המפקח, מגדיר את האופן בו **השותף הכללי** מנהל את ענייני השותפות תמורת דמי ניהול קבועים המשולמים בשוטרף ו'תמלוג על' הנגזר משורת ההכנסות ברגע שנוצרות הכנסות מנפט או גז, כאשר השותף המוגבל זכאי לחלוקת כל הרווחים הנובעים מאותן הכנסות מנפט או גז (לאחר הוצאות ותמלוגים וכמוגדר בהסכם השותפות).

נקודת המבט של השותף הכללי: השותף הכללי מעוניין בגמישות פיננסית גבוהה בכדי להשקיע ולפתח מאגרים ולתרום להגדלת הכנסות. היות והרווח לשותף הכללי נובע מדמי ניהול קבועים, דמי מפעיל שהם על פי רוב אחוז קבוע מפעולות ו'תמלוג על' מהכנסות (במידה וקיימות)<sup>2</sup>, הרי שבאופן טבעי, הוא שואף למקסימום גיוסי כספים מהשותף המוגבל ולמינימום חלוקת רווחים לשותף המוגבל, בהנחה שהוא אינו מהווה חלק ממנו.

נקודת המבט של השותף המוגבל: השותף המוגבל מעוניין להשיא מקסימום רווח חופשי לחלוקה במינימום סיכון. כלומר, ביצוע השקעות בתשואה גבוהה וסיכון נמוך תוך יצירת מקורות פנויים לחלוקה וחלוקת רווחים שוטפת מקסימאלית.

לאור העובדה שמרבית הסיכונים הפיננסיים מוטלים על השותף המוגבל ואילו השותף הכללי (התורם את משאבי הניהול והידע שלו) זוכה לדמי ניהול קבועים ו'תמלוג על' הנגזר מההכנסות (ואשר אין לו זיקה לרמת הרווחיות של השותפות) טיב ההתקשרות **מהווה פוטנציאל לניגוד אינטרסים**<sup>3</sup> (לצד זאת נציין, כי אי אפשר להתעלם מכך שמנגנוני התגמול הללו הוכיחו את עצמם עד היום בכך שהביאו בסך הכל למערך תמריצים שאפשר את ההצלחה הכלכלית של השותפויות המובילות בבורסה כיום, כך שנראה שקיים היגיון עסקי במנגנוני התגמול כפי שנבנו ושבסופו של יום הוכיחו את עצמם כמתמריצים).

<sup>2</sup> במרבית השותפויות קיים מנגנון תשלום לשותף הכללי שמורכב מהרכיבים הבאים:

- **תמלוג על** - הראשון שבהם, שבמקרים רבים הוא המרכזי ביותר, הינו 'תמלוג העל' (או בשמו האחר 'דמי יוזמה'). על פי המוסכם, השותף הכללי מקבל תמלוגים מהשותפות, שנקבעים כאחוז מההכנסות של השותפות (ולא מהרווחים). לפיכך יש לשותף הכללי אינטרס אינהרנטי להגדיל את ההכנסות של השותפות בתלות חלשה יחסית בגובה ההוצאות הנדרשות לשם יצירתן. השותף הכללי מתומרץ בהגדלת המחזור ואילו השותפות המוגבלת מתומרצת בהגדלת הרווח.
- **דמי מפעיל** - כמו כן השותף הכללי זכאי לרכיב נוסף של תגמול – דמי מפעיל – שנגזר ישירות מההוצאות של השותפות בפעילותה העסקית. לפיכך יש לו תמריץ כפול להגדיל את הוצאות השותפות, לעיתים שלא בטובה היא.

<sup>3</sup> המנגנון של 'תמלוג על' אוטומטי לשותף הכללי מההכנסות וחלוקת רווחים לבעלי היחידות שהודאות לגביהם נמוכה יותר, יוצר נקודת התייחסות שונה לקופת המזומנים בשותפות כמקור למימון לביצוע השקעות בשותפות, אשר מטבע הדברים עשויות לייצר עבורו תמלוג על ודמי מפעיל, כאשר החשיבות המיוחדת לשאלה האם בעלי היחידות יראו רווחים מאותן השקעות עשויה להיות משנית.

יחד עם זאת, העובדה שבמציאות הישראלית השותף הכללי ב- 3 השותפויות המניבות הגדולות מחזיק בחלקים ניכרים מהשותף המוגבל<sup>4</sup> ואף מחויב לרכוש לפחות 20% מהיחידות בהנפקה, הופכת את ניתוח חלוקת הסיכונים והעניין האישי למורכב יחסית ולא חד ערכי.

החשש לעניין אישי של השותף הכללי: מצב זה של אחזקות צולבות (שותף כללי המחזיק שיעור ניכר של יחידות השתתפות בשותף המוגבל), מעלה חשש לקיומו של עניין אישי, בהחלטות שעולות לאישור באסיפה הכללית של השותף המוגבל.

עם זאת, קיים קושי לדעתנו לבסס באופן חד ומובהק את העניין האישי בשל הקושי לשקלל את הערך הכלכלי הנובע לשותף הכללי ממכלול הכנסותיו, ביחס להכנסה הפוטנציאלית הנוספת שלו מרווחים כחלק מהשותף המוגבל, כמפורט:

א. **פוטנציאל לעניין אישי בשלב ההשקעה בקידוח** – בשלב ההשקעה בקידוח, קיומם של שותפים נוספים שהינם צדדי ג' הינו מהותי לצורך בחינת חלוקת הסיכונים והחשש לקיומו של עניין אישי. ככל שלא קיימים שותפים צדדי ג' במאגר, קיים חשש לביצוע קידוח בסיכון גבוה ולא מבוקר.

ב. **פוטנציאל לעניין אישי בשלב המימון** – בשלב המימון, נדרש לשכנע צד ג' (שהוא בד"כ מוסד פיננסי גדול), בקיומו של חוזה עוגן וביקוש יציב שביכולתו לכלכל את הוצאות המימון ותשלומי החוב. לכן, גם כאן החשש לניצול מבנה השליטה נמוך יחסית לאור הבקרה הפיקוחית של אותו מוסד פיננסי שלא יסכים לממן השקעה בסיכון גבוה ושאינו מותיר כריות ביטחון ראויות. יחד עם זאת, הסכמי המימון מגבילים לעתים שימוש בכריות הביטחון שנוצרות בפעילות השוטפת מה שעלול לעכב חלוקות רווחים שוטפות.

ג. **פוטנציאל לעניין אישי בשלב המשך פיתוח המאגר** - השלב השלישי שהינו השקעות המשך לפיתוח המאגר, יכול להוות לדעתנו בסיס לחששות אלה, כיוון שבשלב הזה יכול שהשותף הכללי מעוניין להשקיע במאגר קיים שכבר מניב הכנסות ורווח בכדי להגדיל קצב הפקה בהשקעה מה שיביא להגברת הכנסות אך יתכן שהיקף ההשקעה הינו כזה שעלול לנטרל רווח, אך מאידך להגדיל הכנסות.

בחיי השותפויות לעתים שלושת השלבים הללו מתקיימים בו זמנית כך שקיים קושי לשייך עניין אישי בעיקר במקומות בהם קיימות אחזקות צולבות של השותף הכללי ובעלי השליטה בו בשותף המוגבל בהיקף מהותי.

**מבין השלבים שלעיל, עולה שהשלב הפוטנציאלי העיקרי לקיומו של עניין אישי של השותף הכללי (בניגוד אינטרסים מול השותף המוגבל), הנו שלב המשך פיתוח המאגר או בשלב ההשקעה בקידוח בהעדר שותפים צדדי ג'.**

<sup>4</sup> בדלק קידוחים בעלי השליטה בשותף הכללי מחזיקים כ- 70% מהיחידות שהונפקו ע"י השותף המוגבל, באבנר כ-60% ובישראמקו כ-30%.

## 2.3 השפעת מבנה השותפות המוגבלת על יכולת ההגנה של בעלי היחידות המוגבלות

### תיאור המבנה המשפטי

השותפות המוגבלת הינה התאגדות שמקורה בהסכם שנחתם בין השותף הכללי לבין השותף המוגבל. הסכם השותפות מגדיר במדויק את הכללים לגיוסי הון וחלוקת רווחים ואת תפקיד המפקח ופעולות האכיפה שלו לטובת בעלי היחידות המוגבלות.

- **השותף הכללי** הוא חברה פרטית של היזם, אשר מנהלת את עסקי השותפות<sup>5</sup>.
- **השותף המוגבל** הוא הבעלים של יחידת השותפות שנרכשה על ידו, מכוחו של הסכם משפטי, אשר הוא צד שווה זכויות לו<sup>6</sup>.

**תפקידו של המפקח:** בשותפויות הציבוריות, המפקח (שעד למועד התיקון נבחר ע"י השותף הכללי), משמש למעשה כצד שכנגד בהסכם השותפות, כך שלאחר חתימת הסכם השותפות הוא פועל להנפקת יחידות השותפות בבורסה שתמורתן תהא מקור לשותפות למימון חיפושי נפט/גז.

מכאן, שבהיבט המשפטי, לא קיימת זיקה כלשהי בין בעלי היחידות בשותף המוגבל לבין השותף הכללי.

### ההבדלים העיקריים בין שותפות לבין חברה ציבורית הינם כדלקמן:

- מינוי ההנהלה** - השותף הכללי שתפקידו לנהל את השותפות, אינו מתמנה ע"י בעלי היחידות.
- מינוי הדירקטוריון** - דירקטוריון השותף הכללי (שהנה חברה פרטית) נבחר ע"י היזם והינו בשליטה של היזם בלבד (בשונה מחברה ציבורית בה הדירקטוריון מתמנה ע"י אסיפת בעלי המניות – אם כי מנגנון הרוב הנדרש הוא רגיל לכלל הדירקטורים למעט דח"צים שבכהונה ראשונה דורש מינויים גם רוב מיוחד).
- זכויות המיעוט** - הסכם השותפות הוא זה שקובע את זכויות בעלי היחידות, אשר בין היתר מגדיר את הזכויות לחלוקת רווחים ואת מנגנוני השליטה בהחלטות ההשקעה בשותפות. עם זאת, פערי האינטרסים בין השותף הכללי והמוגבל (בעיקר בשלב המשך פיתוח המאגר, כמתואר לעיל), כמו גם העובדה כי בשותפויות המניבות הגדולות בישראל השותף הכללי מחזיק בנתח גבוה מהשותף המוגבל, יוצר מורכבות באפקטיביות השמירה על זכויות המיעוט<sup>7</sup>.
- שליטה באמצעות האסיפה** - לשותף הכללי, קיימת אפשרות מוגבלת יחסית לשנות כללים או מדיניות ע"י שליטה באסיפה הכללית הואיל והאסיפה הכללית הינה האורגן של השותף המוגבל בלבד, מולו קיים הסכם השותפות<sup>8</sup>. עם זאת, במצבים שהשותף הכללי מחזיק גם

<sup>5</sup> לדוגמא קבוצת דלק בשותפויות דלק קידוחים ואבנר וקבוצת אקויטל בשותפות ישראלמקו

<sup>6</sup> אינו נוטל חלק בניהול, אשר נמצא באופן בלעדי בידי השותף הכללי

<sup>7</sup> כמפורט בסעיף 2.2 לעיל

<sup>8</sup> המצב דומה יותר לבעל שליטה דה פקטו – שממנה את רוב הדירקטורים, אך לא מחזיק ברוב המניות בחברה או למצב של מניות שצמודות אליהן זכויות ניהול (dual class).

בלא מעט יחידות (כמו בדלק ואחרים) הוא יכול להשפיע ולהכריע בקשר לנושאים שעולים באסיפה הכללית של בעלי היחידות בכובעו כמחזיק יחידות<sup>9</sup>.

**לאור מאפייני השותפות וההבדלים בינה לבין צורת ההתאגדות של חברה ציבורית, קיים קושי לבעלי היחידות המוגבלות להגן על זכויותיהם בצורה אפקטיבית. הביטויים העיקריים לקושי זה משתקפים בנטיית בעלי היחידות המוגבלות לסמוך על המפקח או על שחקנים משמעותיים בשותפות. ההסתמכות על המפקח עלולה להתברר במקרים מסוימים כלא אולטימטיבית היות ובסיס התגמול שלו כיום הינו חלש, אופן המינוי שלו התבצע עד היום על ידי בעל השליטה – השותף הכללי, ללא רוטציה גם לאורך שנים רבות.**

### 3 חשיבות התיקון לפקודת השותפויות ותיאור המנגנונים העיקריים הכלולים בו

#### 3.1 חשיבות התיקון

**תיקון פקודת השותפויות הינו מהלך משמעותי בחיי השותפויות הרשומות למסחר, לצמצום הפער בתחומי הממשל התאגידי בין מבנה התאגדות זה לבין מבנה התאגדות של חברה ציבורית.**

התיקון מסדיר למעשה מחדש את מערכת היחסים שבין בעל השליטה (השותף הכללי) לבין הציבור (השותף המוגבל, בעלי היחידות המוגבלות) בכיוונים שהתפתחו בחוק החברות במסגרת תיקון 16 ותיקון 20, אשר לא הוחלו עד למועד התיקון כלפי השותפויות בשל צורת התאגדותן השונה.

תיקון זה, הנו פרי יוזמה של משרד המשפטים והרשות לניירות ערך, במטרה להחיל כללי ממשל תאגידי בשותפויות ולהגביר את הפיקוח והבקרה על פעולות השותף הכללי ובכך לשפר את ההגנות על המשקיעים מהציבור.

התיקון - שעבר ואושר, כולל הוראות רבות המשפרות את דרכי הפיקוח והבקרה על השותף הכללי ואת ההגנות על בעלי היחידות, ומייצר הזדמנות לבעלי היחידות לטפל באמצעות מנגנונים שהותוו בתיקון, בצד התמריצים של השותף הכללי בדמות זכות השותף הכללי לקבל 'תמלוג על' גבוה מההכנסות ולא מהרווחים, ובאופן זה לפעול להגברת האיזון בחלוקה זו.

בנוסף, מנגנוני הפיקוח – המפקח, הדירקטורים החיצוניים וחיזוק כלי האכיפה של השותפים המוגבלים (הגדרה ברורה בתיקון של החובות והזכויות שלהם בדומה לבעל מניות והזכות לתבוע בתביעה נגזרת), אמורים לטפל בניגודי העניינים הפוטנציאליים הללו.

<sup>9</sup> ככל שלא מדובר בהתקשרות שלא סווגה ככזו שיש בה עניין אישי לשותף הכללי.

### 3.2 מנגנוני ההגנה העיקריים שנקבעו בתיקון

בדברי ההסבר לחוק<sup>10</sup> הוסבר באריכות מהו הצורך והלגיטימציה של ביצור השליטה וההפרדה בין זכויות הניהול לבין הזכויות הכלכליות בשותפות מוגבלת בהקשר הספציפי של חיפוש גז ונפט.

**הגדרת צורת התאגדות חדשה:** התיקון מגדיר צורת התאגדות חדשה שקרויה: "השותפות המוגבלת הציבורית וחברת השותף הכללי". מדובר במבנה תאגידי שיחולו עליו הוראות חוק החברות המצוי בפער שבין חברה ציבורית לשותפות רשומה. בהשוואה לתאגיד שהינו חברה ציבורית ולמבנה ההיררכי המקובל של האורגנים בחברה, לפיו הדירקטוריון וההנהלה כפופים להחלטות האסיפה הכללית בנושאים מסוימים, הרי שכאן לאסיפה הכללית אין כל סמכות מקבילה.

**החלת כללים מתחום הממשל התאגידי על חברת השותף הכללי:** התיקון מחיל כללים בתחום הממשל התאגידי על חברת השותף הכללי שהינה חברה פרטית, בדומה לכללים החלים על חברה ציבורית. בהתאם לכך, השותף הכללי נדרש למלא את הוראות חוק החברות ביחס למבנה הדירקטוריון ותפקודו וכן חלה החובה למנות דח"צים בחברת השותף הכללי, חובת מינוי מבקר, ועדת ביקורת, ועדת תגמול וכנ"ל. סעיפים אלו, לקוחים מעולם החברות הציבוריות, אך בהיררכיה תאגידי שונה. בעוד שבחברה ציבורית ההיררכיה התאגידי מתחילה בבעלי המניות, באסיפה הכללית, הדירקטוריון וההנהלה, הרי שבשותפות, הדירקטוריון יהיה כפוף לאסיפה הכללית של בעלי המניות של חברת השותף הכללי שהינה חברה פרטית.

#### מנגנוני פיקוח מוגברים:

- מינוי המפקח ע"י בעלי היחידות בשותף המוגבל
- החובה ההסכמית של חלוקת רווחים<sup>11</sup>
- מגבלות על הנפקות פרטיות והנפקות לציבור

אלו, נועדו להפחית את ניגוד האינטרסים בנקודות מסוימות ולהבטיח את הזכויות הכלכליות של השותפים המוגבלים.

**הסדרת מערכות היחסים בין הצדדים באמצעות חובת האמונים והזהירות:** הדירקטורים מחויבים מכוח החוק בנאמנות לשותפות ולבעלי היחידות המאוגדים באסיפה כללית אחת (השותף המוגבל), אך בה בעת הם מחויבים בנאמנות לבעלי מניות השותף הכללי המאוגדים באסיפה כללית אחרת (השותף הכללי). יש לזכור, שבין שני הצדדים קיים כאמור הסכם שותפות המגדיר זכויות וחובות של כל צד. עצם קיומו של צורך בהסכם המסדיר את מערכות היחסים בין הצדדים, מצביע על התקשרות בין שני צדדים אשר להם אינטרסים שונים המוסדרים על ידי ההסכם. הפיתרון המוצע במסגרת התיקון לקושי הזה הינו הגדרה ברורה של חובת האמונים

<sup>10</sup> הצעת החוק לתיקון פקודת השותפויות

<sup>11</sup> חובת החלוקה נועדה להבטיח שרווחי השותפות יחולקו לבעלי היחידות, למרות שלשותף הכללי, שאינו מחזיק ביחידות, אין אינטרס בחלוקה. המגבלות על הצעות פרטיות או הצעות לציבור נועדו להבטיח שלא יהיה דילול של בעלי היחידות הקיימים – גם כאן אין לשותף הכללי אינטרס זהה וקיים חשש מדילול אם הוא לא מחזיק ביחידות.



והזהירות של נושאי המשרה בשותף הכללי ושל השותף הכללי עצמו, לשותפות. חובה זו גוברת על כל אינטרס של נושא משרה או עובד בשותף הכללי<sup>12</sup> (בהקבלה לעולם החברות הציבוריות, ניתן היה לטעון כי ניגוד האינטרסים בהקשר הזה אינו חמור יותר ואף דומה לניגוד אינטרסים פוטנציאלי שניתן היה לטעון כלפי דירקטור בחברה שמונה על ידי בעל השליטה - האם הוא חב חובות אמונים לבעל השליטה או לחברה. הרעיון כאן בהסדרת הנאמנויות הוא למעשה זהה).

**מינוי דח"צים:** התיקון קובע שהאסיפה הכללית של בעלי היחידות המוגבלות תמנה שני דח"צים בחברת השותף הכללי. החוק קובע שהשותף המוגבל רשאי למנות דח"צים, כאשר השותף הכללי ו/או בעלי השליטה בו יכולים להחזיק ביחידות השתתפות של השותף המוגבל ללא הגבלה. מערכת יחסים זו מייצרת מורכבות רבה ופוטנציאל למחלוקות, בעיקר סביב נושא הגדרת העניין האישי של השותף הכללי בנושאים העולים על סדר היום של האסיפה הכללית.

**מינוי המפקח:** המפקחים המכהנים כיום בשותפויות, מונו לתפקידם לפני שנים רבות, אז מונו ע"י השותף הכללי ולכן הם עשויים להיחשב פוטנציאלית לבעלי זיקה לשותף הכללי, למרות שתפקידם המוגדר הוא הגנה על המשקיעים מהציבור. בהתאם לתיקון הפקודה, צפוי לחול שינוי במצב זה, שכן בהתאם לתיקון, המפקח נבחר מעתה בידי בעלי היחידות המוגבלות בלבד (ללא הצבעת השותף הכללי), וזאת כאשר המיעוט ברוב השותפויות מורכב בחלקו המהותי ממשקיעים מוסדיים. המשמעות היא שהמוסדיים (או בהיעדר פעולה אקטיבית מצדם – כוחות השוק), הם אלו שיקבעו למעשה את זהות המפקחים וינחו את דרך פעולתם.

#### 4 חשיבות תפקיד המשקיעים המוסדיים במינוי המפקח והדח"צים

התיקון לפקודת השותפויות זיהה את הבעיה ומורכבותה<sup>13</sup> ולכן העצים את סמכות המפקח להגדרת העניין האישי, כך שהפך אותו אגב שינוי מנגנון המינוי שלו להיות נציגם של בעלי היחידות המוגבלות. בהתאם לתיקון, המפקח יבחר מעתה ע"י בעלי היחידות המוגבלות בנטרול אחזקות השותף הכללי בהן, כמו גם שכרו והוצאותיו שיקבעו ויאושרו על ידם. בכל מקום בו יקבע המפקח כי קיים עניין אישי<sup>14</sup> בהחלטה, יימנע מהשותף הכללי להשתתף בהצבעה.

לאור החשיבות הקיימת לעמידה על המשמר של בעלי היחידות מהציבור והמפקח מול שמירה על האינטרסים שלהם בפרט גם מול השותף הכללי, הרי ששאיתם של בעלי היחידות מהציבור וביניהם המשקיעים המוסדיים, היא שהשפעתם צריכה להתקבל באמצעות שליטה שלהם באסיפה הכללית של בעלי היחידות. מכאן, שבעלי יחידות בשותף המוגבל שהם בעלי שליטה

<sup>12</sup> זהו גם המצב לפי הפסיקה הזרה וצריך לזכור שכך בנויות שותפויות מוגבלות בעולם, נסחרות ולא נסחרות  
<sup>13</sup> חלוקת האינטרסים שבין השותף הכללי למוגבל, לאור העובדה כי בעלי שליטה בשותף הכללי עשויים להיות גם בעלי שליטה בשותף המוגבל באמצעות רכישת יחידות השתתפות.

<sup>14</sup> בהקשר זה, חשוב לציין כי ביחס לטענה שהועלתה בקשר להגדרת "עניין אישי" בסעיף ההגדרות של התיקון אשר מחריג את העניין האישי של בעלי השליטה אם הוא נובע מהזכות לקבלת תמלוגים, הבהיר משרד המשפטים בהבהרה שניתנה ביום 16.6.15 כי אין בחריג האמור כדי למנוע, על הסף, טענה כי עסקה של חברת השותף הכללי נגועה בעניין אישי כתוצאה מזכותה או מזכותו של בעל השליטה בה או חברה בשליטתה לקבל דמי יוזמה אם מדובר בהחלטה שאינה מתקבלת במסגרת ניהול השותפות כגון החלטות הטעונות אישור באסיפה הכללית. על פי עמדת משרד המשפטים טענה כזו צריכה להתברר בהתאם לכללים הרגילים החלים על עניין אישי ולנוכח נסיבות המקרה הקונקרטי.

בשותף הכללי, אסור שיהוו גורם משפיע – ודאי לא מכריע, באסיפה הכללית של בעלי היחידות, לפחות בסוגיות בהם האינטרסים מנוגדים. **על בעלי היחידות מהציבור יחד עם המפקח כגורם מוביל, למנוע בכל דרך השפעה דרך הצבעה באסיפות בכל נושא שיש בו חשש לקיומם של אינטרסים מנוגדים בין השותף הכללי לשותף המוגבל.**

מטבע הדברים, מוקד הכוח בקרב בעלי היחידות המוגבלות בשותפויות הגדולות הם הגופים המוסדיים המנהלים אחזקות בהיקפים מהותיים בשותפויות ברמה של גורם בודד.

מעובדה זו נובע כוחם של המוסדיים בקביעת אמות המידה והכישורים הנדרשים מהמפקח, איתור מועמדים ראויים למילוי תפקידי המפקח בשותפויות, החלטה מי הוא הראוי ביותר וקביעת מערך תגמול הולם למפקח וכן מנגנון למימון כל ההוצאות הדרושות למפקח לצורך מילוי תפקידו (בעיקר תקציבים ליעוץ וייצוג משפטי). כמו כן, קיימת חשיבות למעורבות אינטנסיבית של המוסדיים במינוי דח"צים בשותפים הכלליים, שכאמור הינם למעשה הגוף המנהל את השותפות ובפרט בידעה שמדובר למעשה בחברות פרטיות.

## 5 המלצותינו לעניין חוליית המפקח בשותפויות המוגבלות

ניתוח שלבי ההשקעה לצד ניתוח הפוטנציאל הכלכלי של השותף הכללי בכובעו כשותף כללי ביחס לפוטנציאל הכלכלי שלו בכובעו כשותף מוגבל (שהינו כאמור פוטנציאל מצטבר אך בנסיבות מסוימות עלול להיות פוטנציאל תחליפי)<sup>15</sup>, יאפשר ניתוח מדויק יותר של החשש לקיומו של עניין אישי. **המורכבות הרבה בניתוח מסוג זה מצריכה מהמפקח יכולות מקצועיות ויכולת עמידה איתנה ולא מתפשרת מול השותף הכללי.**

לאור תפקידו של המפקח ומערכת היחסים בין הגורמים השונים בשותפויות, אנו מתרשמים כי מהמפקח נדרשת מיומנות גבוהה בתחום החשבונאות והמשפט. למיטב ידיעתנו, המפקחים היום הנם רואי חשבון, המסתייעים לעיתים גם ביעוץ משפטי מתוך הפירמה או במקרים נדירים ביעוץ משפטי חיצוני ולעיתים אף במיומנויות המשפטיות של השותף הכללי. כך שבפועל, השותף הכללי לעיתים מנסח את סעיפי החלטות באסיפות או שינויים בהסכם השותפות. מצב זה נוצר לאור שיקולי תקציב עקב משאבים מוגבלים אגב שכר טרחה נמוך, ועקב מצב מתמשך של היכרות ואמון מובנה שנוצר בין המפקח לבין השותף הכללי, לאור כהונה ארוכת שנים ופעילות משותפת.

### להלן המלצותינו לעניין המפקח:

א. **מיומנותו המקצועית של המפקח:** לדעתנו, חיוני למנות מפקח בעל ניסיון שמיומנותו הראשית והגבוהה היא משפטית, בכדי לאפשר מסוגלות גבוהה באבחון כל אותם מצבים בהם לשותף הכללי קיים עניין אישי, וכן בכדי להבין ולטפל נכון בהסכמי השותפות. עבודת המפקח כוללת גם דרישה למיומנות חשבונאית ועל כן רצוי לבנות בכל שותפות צוות של שני בעלי תפקיד כמפקח - עורך דין ורואה חשבון.

<sup>15</sup> כמפורט בסעיף 2.2 לעיל

- ב. **הגדרת תפקידי המפקח**: יש להגדיר את תפקידי המפקח, סמכויותיו ומגבלותיו מוגדרים בהסכם השותפות ובפקודת השותפויות המתוקנת. רצוי מאוד להרחיב ולפרט דרישות אלו ולקבוע נהלי עבודה, וכן נהלי פיקוח ודיווח של המפקח לבעלי היחידות בשותפות.
- ג. **הגדלת שכרו של המפקח**: לאחר הגדרת תפקידי המפקח ופירוט חובותיו ואופן ביצוע הפיקוח והדיווח לאסיפה הכללית, יש להעריך את היקף התפקיד ולקבוע שכר ראוי למפקח מתוך הכרה שמדובר באיש מקצוע בכיר שנדרשת ממנו רמת ביצוע גבוהה ואחריות על אינטרסים של ציבור בהיקף שיכול להגיע למיליארדי ₪ בשנה.
- ד. **הצורך בדבר כינוס ישיבות עדכון לבעלי היחידות בשותף המוגבל**: בדומה להסדרים שבוצעו בקשר לכהונת נאמן אג"ח לעניין דיווח למחזיקים, אנו מציעים כי המפקח יכנס מדי תקופה ישיבות עדכון לבעלי היחידות בשותף המוגבל, אשר בהן יעדכן את המחזיקים בדבר אירועים מיוחדים שחלו באותה תקופה, הבדיקות שנעשו על ידו והמסקנות שהתקבלו וכן כל נושא אחר אשר לדעתו יש להביא לידיעת בעלי היחידות והן נדרשות את שיתופם. ככל שאין נושאים הדורשים את עדכון בעלי היחידות אנו מציעים כי המפקח ידווח זאת לבעלי היחידות.

**6 סיכום והנעה לפעולה**

הסמכות והאחריות שניתנו למשקיעים המוסדיים בקביעת אמות מידה ואיוש גורמי הפיקוח בשותפויות, הינם אקוטיים לפיתרון ניגודי העניינים הנובעים ממערכות היחסים בין הצדדים של הסכם השותפות ולהגברת השפעת בעלי החידות על הגנת זכויותיהם במסגרת הפעילות העסקית של השותפויות. קיימת חשיבות גבוהה מאוד לתפקידי הפיקוח בשותפות הנובעת למעשה מהצורך לפעול במסגרת הסכם השותפות, המשמש כבסיס להגנה על המשקיעים בשותף המוגבל. כך הוא הדבר גם לגבי מינוי דח"צים בשותף הכללי.

אנטרופי תעמיד כלי מחקר ומאגרי נתונים לרשות משקיעים מוסדיים אשר יחפצו להיות אקטיביים ומעורבים בתהליכי המינויים של המפקח ושל הדירקטורים החיצוניים ובכל נושא נוסף אשר יכול לסייע להם לשפר את רמת ההגנה על השקעתם בשותפות הציבורית.

**נספח א': תכולת התיקון**

**התיקון לפקודה כולל בעיקר את השינויים הבאים :**

- א. החלת ההוראות הקבועות בחוק החברות בנוגע לאורגנים המכהנים בחברה ציבורית, בשינויים המתחייבים מכך שמדובר בשותפות ולא בחברה וכן בשינויים נוספים הקבועים בתיקון לפקודה, בנוגע לנושאים הבאים: הסדרת סמכויות דירקטוריון השותף הכללי, אופן מינוי יו"ר הדירקטוריון, כינוס ישיבות הדירקטוריון ואופן ניהולן, חובת מינוי ועדת ביקורת, חובת מינוי ועדת תגמול, חובת מינוי מנהל כללי, מינוי דירקטורים ודירקטורים חיצוניים.
- ב. החלת חובת הזהירות וחובת האמונים על השותף הכללי ונושאי המשרה בשותף הכללי או בשותפות הציבורית כלפי השותפות הציבורית. קביעה כי נושאי המשרה בשותף הכללי יעדיפו את טובת השותפות הציבורית על פני טובת השותף הכללי.
- ג. הטלת הגבלות לגבי מתן פטור, שיפוי או ביטוח לשותף הכללי לנושאי המשרה בשותף הכללי וכן לנושאי המשרה בשותפות הציבורית עצמה בדומה לאלה החלות בחברה ציבורית.
- ד. החלת חובת ההגינות כלפי השותפות הציבורית על בעל השליטה בשותף הכללי, וכן על בעל מניה בשותף הכללי או על מחזיק ביחידת השתתפות היודע שאופן הצבעתו יכריע בענין הנוגע לשותפות הציבורית או שיש לו הכוח למנות או למנוע מינוי של נושא משרה בשותף הכללי או בשותפות הציבורית או כח אחר כלפי החברה או השותפות הציבורית, לפי הענין.
- ה. חובת מינוי רואה חשבון מבקר, חובת מינוי מבקר פנימי וחובת מינוי ועדה לאישור הדוחות הכספיים של השותפות הציבורית.
- ו. קביעה כי מינוי המפקח, תנאי כהונתו ותקופת כהונתו יאושרו כל שלוש שנים בידי האסיפה הכללית של מחזיקי יחידות ההשתתפות, ברוב קולות ובלבד שסך קולות התומכים מהווה 2% לפחות מכלל זכויות ההצבעה בשותפות, כאשר קולות השותף הכללי ובעל השליטה בו או בעל עניין אישי באישור המינוי (למעט עניין אישי שאינו כתוצאה מקשר עם השותף הכללי או בעל השליטה בו) לא יובאו בחשבון. כן נקבעו תנאי כשירות לכהונה כמפקח המקבילים לתנאי כשירות של דירקטור ודירקטור חיצוני, ונקבעו הוראות נוספות בעניין סמכויותיו, זכויותיו וחובותיו של המפקח. לגבי מפקח המכהן בשותפות ציבורית הנסחרת בבורסה במועד פרסום התיקון לפקודה נקבע, כי לא יהיו נתונות לו הסמכויות שהיו נתונות לו לאישור פעולות לפני יום הפרסום על פי תקנות השותפות, בכל ענין שלפי הוראות התיקון לפקודה נתונה סמכות האישור למחזיקי יחידות ההשתתפות שאינם השותף הכללי או בעל השליטה בו.
- ז. קביעת הוראות בנוגע לכינוס אסיפות כלליות של מחזיקי יחידות ההשתתפות, ניהולן והצבעה באסיפות כלליות בדומה להוראות הקבועות בחוק החברות.
- ח. קביעה כי למחזיקי יחידות השתתפות זכות למידע ועיון במסמכי השותפות המפורטים בתיקון לפקודה, זכות לקבל העתק מהדוחות הכספיים, זכות להגיש תביעה נגזרת, זכות לפנות לבית-המשפט במקרה של קיפוח וכן קביעת חובה להפעיל זכויותיו בתום לב ובדרך מקובלת ולהימנע מניצול לרעה של כוחו בשותפות הציבורית.
- ט. קביעת חובת אימוץ מדיניות תגמול לנושאי משרה בשותף הכללי ובשותפות ציבורית וכן מנגנון אישור לתנאי כהונה והעסקה של נושאי משרה כאמור בדומה להוראות הקבועות בחוק החברות.

- י. קביעת מנגנון אישור לעסקה של השותפות הציבורית עם נושא משרה בה או בשותף הכללי, או שלנושא המשרה יש עניין אישי בה בדומה להוראות הקבועות בחוק החברות.
- יא. קביעת מנגנון אישורים מיוחד המקביל למנגנון הקבוע בחוק החברות לעסקאות חריגות של השותפות הציבורית עם בעל השליטה בה או שלבעל השליטה עניין אישי בהן, לרבות אישור אחת לשלוש שנים לעסקאות כאמור שהינן לתקופה העולה על שלוש שנים (למעט לגבי עסקה לתשלום "דמי יוזמה" המוגדרים ככל נכס הניתן על ידי השותפות הציבורית להשותף הכללי, לבעל השליטה בו או לחברה בשליטתו, בהתאם לתקנות השותפות, הנגזר מנכסים, מהכנסות או מרווחי השותפות, בין במזומן ובין בכל דרך אחרת), וכן להתקשרות של השותפות הציבורית עם בעל השליטה או קרובו לעניין קבלת שירותים בידי השותפות הציבורית או באשר לתנאי כהונתו והעסקתו. עוד נקבע כי הצעה פרטית בשותפות הציבורית טעונה אף היא אישור מיוחד כאמור לעיל, כאשר בנוגע לשותפויות ציבוריות הנסחרות ביום פרסום התיקון לפקודה נקבע כי במניין רוב הקולות באסיפה הכללית לא יכללו קולות השותף הכללי ובעל השליטה בו. לעניין זה יצוין, כי התיקון לפקודה מגדיר בעל שליטה בשותפות ציבורית כשותף הכללי ובעל השליטה בו, לרבות מי שמחזיק ב-25% או יותר מזכויות ההצבעה בשותף הכללי אם אין אדם אחר המחזיק מעל 50% מזכויות ההצבעה בו. לגבי עסקה בין השותפות הציבורית לבין השותף הכללי הנוגעת להחזר הוצאות שהוציא השותף הכללי לשם ניהול השותפות, נקבע כי אין צורך לאשר בהתאם למנגנון האמור לעיל במקרה בו השותפות הציבורית לא התקשרה עם השותף הכללי בעסקה לקבלת שירותים.
- יב. החלת הוראות חוק החברות בענין שמירת ההון וחלוקה על השותפות הציבורית.
- יג. החלת הוראות חוק החברות בעניין מכירת כפוייה של מניות, באופן שיאפשר לשותף הכללי או לבעל השליטה בו לפנות לבעלי יחידות השתתפות, ולהציע לרכוש את מלוא זכויותיהם בשותפות במנגנון של הצעת רכש מלאה.
- יד. החלת הוראות חוק החברות בענין מיזוג על שותפויות, למעט החריג המאפשר מיזוג חברות ללא קבלת אישור האסיפה הכללית של החברה הקולטת.
- טו. הסמכת רשות ניירות ערך להטיל עיצום כספי על השותף הכללי ועל נושאי המשרה בו.

### נספח ב': מועד כניסתו לתוקף של התיקון

- תחילתו של התיקון לפקודה הינו חודשיים מיום פרסומו, היינו ביום 23.4.15 (להלן: "יום התחילה"), למעט:
- א. ההסדרים הקבועים בסעיפים קטנים (1), (5) ו-(6) - שייכנסו לתוקף בתום 4 חודשים מיום התחילה, דהיינו ביום 23.8.15;
- ב. חובת אימוץ מדיניות תגמול לראשונה - שתיכנס לתוקף בתום 9 חודשים מיום התחילה, דהיינו ביום 23.1.16;
- ג. אישור מחדש של עסקה עם בעל השליטה כאמור בסעיף קטן (12), ייעשה עד למועד המאוחר מבין אלה:
- 6 חודשים מיום התחילה, דהיינו: 23.10.15

- מועד כינוס האסיפה הכללית השנתית הראשונה של מחזיקי יחידות השותפות לאחר ה-23.4.15
- תום שלוש שנים ממועד האישור הקודם

על אף האמור לעיל, נקבע כי:

- התקשרות של השותפות הציבורית עם השותף הכללי לקבלת שירותים או בנוגע לתנאי כהונה והעסקה שתקופתה מעל שלוש שנים, תאושר בתוך שש שנים מיום התחילה.
- על אף האמור לעיל, קבלת דמי מפעיל בידי השותף הכללי עפ"י תקנות השותפות בשל עסקה שעניינה פעולות חיפוש, פיתוח או הפקה של גז או נפט לא תהא טעונה אישור מיוחד כאמור לעיל, אם האישור נדרש רק בשל הזכות לקבלת תשלום כאמור, ובלבד ששיעור דמי המפעיל אינו עולה על שיעור דמי המפעיל שהיה קבוע בתקנות השותפות ביום פרסום התיקון לפקודה.