

מסקנות ועדת הריכוזיות מגיעות למבחן האקדמיה

"הניסיון מוכיח שדח"צים אינם חוסמים את בעלי השליטה"

בכירי האקדמיה שליוו את עבודת ועדת הריכוזיות מברכים על הצעדים להגבלת כוחם של בעלי השליטה בדירקטוריון, אך מטילים ספק ביכולתם להגן על המשקיעים: "הפוקוס של הגופים המוסדיים הוא על חיסכון בהוצאות. הם לא ישקיעו ביעוץ חיצוני"

"המלצת הוועדה להגבלות על האשראי שיוכלו משקיעים מוסדיים לתת ללוויים גדולים יכולה להתגלות כמשמעותית מאוד ולדרבן משקיעים מוסדיים לפזר את ההלוואות בין יותר גופים בישראל ולהשקיע יותר מחוץ לישראל", אומר קמר. "זה פיזור סיכונים בריא, אך זה ידרוש מהמוסדיים לנהל תיקי השקעות מורכבים יותר".



פרופ' אהוד קמר (מימין) ופרופ' שרון חנס. "ההצעה המעודכנת קלה יותר ליישום"

הוועדה הקצתה ארבע שנים לצמצום פירמידות קיימות והמליצה להעניק תמריצי מס כדי להקל את השינוי. "זה הגור הראשון שהוועדה נותנת לבעלי השליטה אחרי לא מעט מקלות, ויש בו היגיון", אומר קמר. "יש לכך גם תק"

תי תלויים אמורים להגן על השקעות הציבור בחברות במורד הפירמידות, החשופות לניצול פוטנציאלי מצד בעלי השליטה. "ניסיון העבר מוכיח שהדירקטורים החיצוניים אינם יעילים ואינם חוסמים את דרכו של בעל השליטה. הוועדה הבינה זאת וניסתה לייצר דירקטור חיצוני חדש, הנבחר על ידי בעלי המניות המיעוט. זהו ניסיון מעניין, אך השאלה היא האם קיימים במשק כרגע דירקטורים עצמאיים כאלה".

על פי המלצות הוועדה, על המוסדיים הוטל להביא בחשבון שיקור לי ממשל תאגידי בעת השקעותיהם. "כנראה הכוונה שהמוסדיים ישתמשו ביעוץ חיצוני בנושאי הצבעותיהם ויקבעו לעצמם גם קווים ארומים בנושא. אשרי המאמין. המוסדיים עסוקים בהשגת תשואות לעמיתים ובגיוס עמיתים, ועם כל הקיצוץ בדמי הניהול, הפוקוס שלהם הוא על חיסכון בהוצאות. הם יחסכו גם בנושא זה ויתקדמו מעט ולאט בנושא", מעריך לאוטרבך.

גם המלצת הוועדה על רישוי ופיקוח על אותם גופים מייצגים אינה נראית ריאליסטית בעיני לאוטרבך. "הרעיון בייסודו נכון, אך לצערי, גופים מקצועיים כאלה טרם קמו. רק דחיפה חזקה, כולל פסילת גופי ייעוץ חובבניים, ועמדה עיקשת מצד רשות ני"ע והממונה על שוק ההון יכולות להביא להתפתחות גופים מקצועיים ברמה גבוהה. השוק והמוסדיים אינם מעוניינים בהם. האם הנס הזה יקרה?".

"פיזור סיכונים בריא"

לדברי אהוד קמר, מנהל מרכז פישר לממשל תאגידי ולרגולציה של שוק ההון באוניברסיטת תל-אביב, "ציפוי מהוועדה שתעשה את הבלתי אפשרי: לקחת משק שהוא מהריכוזיים בעולם וכבמטה קסם להפוך אותו למשק נעדר ריכוזיות, בלי לחולל זעזועים וכלי לפי גוע בקניין של שחקנים קיימים. ובכן, אי אפשר לעשות דבר כזה. צריך להתפשר, וזה מה שהוועדה עשתה".

פרופ' בני לאוטרבך:
"הוועדה ניסתה לייצר דירקטור חיצוני חדש, הנבחר על ידי בעלי המניות המיעוט. זהו ניסיון מעניין, אך השאלה היא האם קיימים במשק כרגע דירקטורים עצמאיים כאלה"

דים – גרמניה נתנה ב-2002 הקלות מס ברוח זו כדי לעודד פירוק של אשכור לות חברות, והן לא רק התקבלו בכרחה במשק, אלא גם השיגו תוצאות".

לדברי קמר, "החולשה העיקרית של המלצות הוועדה בקשר לפירמידות היא שהן מאפשרות הפרדה ניכרת בין בעלי לות לבין שליטה בפירמידה. בפירמידה דו-שכבתית אפשר לשלוט בחברה-בת באמצעות רבע מהון מניותיה, ובפירמידה תלת-שכבתית אפשר לשלוט בחברה-נכדה באמצעות שמינית מהון מניותיה".

הפתרון שהציעה הוועדה הוא להעלות את שיעור הדירקטורים החיצוניים והבלתי תלויים, כאשר בעל השליטה מחזיק בפחות מ-33% מהון המניות בחברה. "לא בטוח שזה יעזור כל כך", מציין קמר, "אבל זה כנראה לא יזיק, כל עוד נמנעים מהגדלת הדירקטור ריונים כדי לקלוט את שחקני החיזוק החדשים".

גבול ברור לקיומם של המבנים האלו. לא כל מבנה חוקי שהשוק מוכן לקבל יהיה מבנה חוקי תחת החקיקה החדשה".

החלטת הוועדה לאסור בטווח הארוך אחזקה קבועה של מבנים פירמידאליים בני יותר משתי שכבות תיצור, לדברי חנס, "הגבלה הר-משמעית על מידת ההפרדה המותרת בין השליטה לבין הבעלות, כלומר זכויות הדיבידנד שלא באמצעות כללים מורכבים מהסוג שהיו בדו"ח הביניים, אלא באמצעות מהפכה בדירקטור ריון. מעתה יידרש רוב של דירקטורים בלתי תלויים בחברות אלו. המשמעות היא שבעל השליטה, עובדיו ועו"די החברה לא יוכלו

לאחוז ברוב כיסאות הדירקטוריון. כמו כן, הדירקטורים החיצוניים של החברה ייבחרו מעתה על ידי המיעוט בלבד".

"התקדמות מעטה ואטית"

"יחסית לדו"ח הביניים, ננקטו צעדים הגיוניים ומידתיים להגברת התחרות במשק והגבלת כוח בעלי השליטה הגדולים", כך אומר פרופ' בני לאוטרבך, ראש הקתדרה לממשל תאגידי בבית הספר למינהל עסקים באוניברסיטת בראילן. "הוצאה העזים העיקריות שעליהן היו ביקורות, כך, למשל, בוטלו חוקי הצעת רכש דרקור

לירוי פרי
ע
יקרי המסקנות הסר פיות של ועדת הריכוזיות שפורסמו ביום רביעי האחרון מרוככים הרבה יותר ביחס למסקנות דו"ח הביניים, וראשי האקדמיה, שעסקו באדיקות בריכוזיות המשק הישראלי לאורך החודשים האחרונים, הביעו מהמסקנות. אך העלו תהיות באשר ליכולתן להבריאה את המשק. בשיחה עם "כלכליסט" מסמנים שלושה פרופסורים שליוו את עבודת

דת הוועדה את החולשות והחוזקות של המסקנות הסופיות. "השינוי המשמעותי ביותר הוא בנוגע לממשל התאגידי של חברות הפירמידה. ההצעה המעודכנת קלה יותר ליישום בחקיקה בהשוואה לדו"ח הביניים", אומר פרופ' שרון חנס מהפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל-אביב, שמביע שביעות רצון כללית מהשינויים בדו"ח הסופי. "הגישה הקודמת אמרה שמותר לכל מבנה פירמידאלי להתקיים בכפוף לרגולציה נוקשה. הפשרה של הדו"ח הסופי היא רגולציה קלה יותר בחברות הפירמידה, אבל עם



הממשלה דנה בדו"ח ועדת הריכוזיות

"יש להאיץ את יישום המסקנות בחקיקה"

האוצר לשעבר חיים שני וראש המועצה הלאומית לכלכלה יוג'ין קנרל את מסקנות הוועדה. רוב השרים שיבחו את התוצר הסופי. שר המשפטים יעקב נאמן אמר כי "מסקנות הוועדה הן סימן דרך גם למשק נוספים בעולם. הוועדה עשתה עבודה מצוינת ועכשיו צריך להתחיל בהליכי החקיקה".

השר מרדור אמר כי הוא מתפלל שמאז פרסום מסקנות הוועדה הוא "לא שומע מחאה של בעלי השליטה שעלולים להיפגע מהצעדים. המסקנות הן מהלך משמעותי. אני תמה מדוע הם אינם עושים רעש". שר האוצר יובל שטייניץ הגיב על כך ואמר כי "אם הדו"ח היה מתפרסם לפני כשנה, היה מתעורר הרבה רעש בדרך, אלא שבידרך הופיע דו"ח ששינסקי. הממשלה לא נכנעת ללחצים כגון אלו שהפעילו חברות הגו, או כעת החברות נזהרות".

תומר אביטל



נתניהו. "המשק לא יוכל לחכות"

בדיקה וטיפול", והוסיף כי הוא שמח על כך שהוועדה בראשות חיים שני, לשעבר מנכ"ל משרד האוצר, עשתה "עבודה רצינית, מקיפה וראויה לכל שבח על עומק המחשבה והרצינות". נתניהו ציין שבימים הקרובים יזמן את השרים הרלבנטיים כדי לקדם את יישום המסקנות בחקיקה. הסקירה נמשכה לא פחות משלוש שעות, שבמהלכן סקרו מנכ"ל משרד

ועדת הריכוזיות הציגה את מלאת הדו"ח הסופי של מסקנותיה שנועדו להגביר את התחרות במשק, בפני שרי הממשלה. בתום הישיבה הודיע ראש הממשלה בנימין נתניהו כי הוא נחוש בדעתו לפעול ליישום מסקנות הוועדה ללא דיחוי. בכך דחה את הצעתו של השר דן מרדור, וככל הנראה של שרים נוספים, להקים ועדת שרים מיוחדת שתדון במסקנות ועדת הריכוזיות, או לחלופין להעביר את הנושא לדיון במסקנות ובהסתגיונות בקבינט החברתי-כלכלי.

"הקמה של עוד ועדה תביא לעיכוב של יישום המסקנות, והמשק הישראלי לא יוכל ולא צריך לחכות. להפך, צריך להאיץ את הטיפול במסקנות בזמן הקרוב", אמר נתניהו. רה"מ אף טען בפני השרים כי כבר ב-2005, בעת שכהן כשר אוצר, הוא סימן את הריכוזיות כ"בעיה מרכזית שמחייבת