

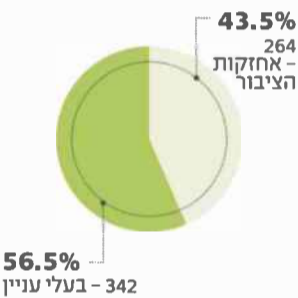
25.43x32.39	31	עמוד 50	הארץ - THE MARKER	23/06/2011	27741626-5
אוניברסיטת בר איל - 80039					

"צריך לפגוע בהטבות שבעלי השליטה שואבים מהחברות הציבוריות"

ביום חמישי שעבר התכנסו אנשי אקדמיה ובכירים בעולם העסקי לדיון באפקטיביות הממשל התאגידי בישראל • בין הסוגיות שנדונו: עושק בעלי מניות המיעוט בידי בעלי השליטה, מבנה האחזקות העדיף בחברות ציבוריות ותפקידם של המוסדיים בהגנה על המיעוט • "מה שגרם להיעלמות הפירמידות בבריטניה ובארה"ב היה ניטרול היכולת להעביר כספים לבעלי השליטה", הסביר ג'וליאן פרנקס מלונדון ביזנס סקול

האחזקות בנורסות

606 מיליארד שקל - שווי הבורסה ללא טבע (4.2011)



מבנה שוק ההון הישראלי - כך שיהפך משוק הבנוי על חברות עם בעלי שליטה מובהקים לשוק המבוזר בין משקיעים רבים, כדומה לארה"ב או לבריטניה?

"הנעלות המשפחתית ופוצה נעולם"

פרופ' ג'וליאן פרנקס מלונדון ביזנס סקול, שהגיע לכנס כאורח כבוד, סבור כי התשובה לכך היא שלילית. לדבריו, רוב השוקים בעולם מנוהלים על ידי בעלי שליטה או משפחות, כשהמודל הבריטי הוא יוצא דופן. "הנעלות המשפחתית נפוצה בעולם. שיעור הבעלות המשפחתית מכלל החברות הציבוריות בגרמניה הוא 33%, בצרפת 38%, באיטליה 46% ובהונג-קונג 65%. בבריטניה, לעומתן, רק 20% מהחברות הן בבעלות משפחתית, כשמחציתן אינן מקומיות".

בעיני פרנקס, הבעלות המפוזרת בחברות הציבוריות, שכאמור מקובלת בארה"ב ובריטניה, אינה טובה יותר ממבנה בעלות מרוכז. "מבנה השוק האנגלו-סקסי הוא נחות יותר. יש בו כמה חסרונות מבניים. ראשית, הבעלים הם פאסיביים ולא מעורבים בנייה החברה. מי שמנהל את החברה הם הדירקטורים, שלפעמים אינם מחויבים להצלחתה. זו אחת הבעיות העיקריות שלנו בבריטניה - 'טוכנים ששולטים בסוכנים'. במקרה כזה, אם הדירקטורים לא טובים, מי יפעל

שבהם מונו דירקטורים שיש להם כוח להשפיע, אבל הם לא הופיעו באסיפות, כפי שמתיר להם החוק, וכשהופיעו - הצביעו בעד הצעות בעלי השליטה.

"ניתן לראות כי אף שהכוח ניתן להם, למוסדיים יש השפעה מינימלית. הסכירות לאמירת 'לא' על ידי המוסדיים היא רק בהצעות או בהצעות הקשורות לתגמול מנהלים ובכירים. יש לכך שני הסברים: שהמוסדיים עושים זאת מתוך מסע יח"צני כדי להראות שהתנגדו להצעות תגמול, ושהם מצביעים נגד התגמול מכיוון שהם כאמת מתנגדים לו", הרגיש יפה.

דוגמה "תמה" מהזמן האחרון לחוסר נכונותם של המוסדיים לפעול נגד בעלי השליטה היתה עסקת מכירת מכתשים אגן מקבוצת אי.בי.בי, שבשליטת נוחי דנקנר, לכימצ'נה הסינית. משקיע קטן (רו"ח רב כהנא) הגיש לבית המשפט בקשה לתביעה ייצוגית נגד בעל השליטה, בטענה שהתמודדה העודפת שלקח מהעסקה מהווה פגיעה בבעלי מניות המיעוט.

בית המשפט קיבל את בקשתו. כתוצאה מכך, בעלי השליטה חתמו על הסכם פשרה עם התובע הייצוגי והעבירו לבעלי מניות המיעוט 45 מיליון דולר. כל אותה העת - כשהמשקיע הקטן נאבק בנחישות - המוסדיים שתקו. זה המקום לשאול: אם המוסדיים מגלים פאסיביות ואינם פועלים לטובת בעלי מניות המיעוט, האם צריך לשנות את

דרך שבה בעלי השליטה מעניקים לעצמם 'טובות הנאה פרטיות' על חשבון יתר בעלי מניות המיעוט. "זו אינה הדרך היחידה שלהם לעשות זאת - הם יכולים להעצים את טובות ההנאה שהם שואבים מהחברות גם באמצעות מינוי קרובים, עסקות בעלי עניין שאינן הוגנות כלפי המיעוט או אפילו דרך שימוש פרטי במטוס החברה". קבוצת ארגונים האמונה על הגנת בעלי מניות המיעוט בחברות הציבוריות מפני בעלי השליטה היא הגופים המוסדיים. פרופ' ישי יפה מבית הספר למינהל עסקים באוניברסיטה העברית, שהשתתף בכנס, הציג מחקר שבו ברק האם המוסדיים בישראל פועלים להגנה על זכויות בעלי מניות המיעוט. מסקנתו היא חריגה משמעותית: המוסדיים בוחרים באופן שיטתי שלא לפעול נגד בעלי השליטה.

"ישראל אמנם הרחיקה לכת בהעצמת בעלי מניות המיעוט - בעיקר בעסקות בעלי עניין - אבל המוסדיים אינם פועלים לטובת בעלי מניות המיעוט", הסביר יפה. "בחנו במחקר 26 אלף הצבעות של משקיעים מוסדיים, וברקנו האם הם יוצאים נגד בעלי השליטה; האם הם משתמשים בסמכויות שנתן להם החוק, והאם הם חושבים על האינטרס של בעלי מניות המיעוט. "גילינו כי התשובה היא שלילית ברוב המקרים. המוסדיים לא באמת מצביעים נגד עסקות עם בעלי עניין או כשעושים את המיעוט. קיימים אמנם מקרים

מאת ערן אזרן

«כשנשאל ביום חמישי שעבר מזוי ורטחיים, בעל השליטה בבנק מזרחי טפחות, האם יזיר הבנק אלי יונם, שעלות שברו ב-2010 הגיעה לכ-14.3 מיליון שקל, "שווה כל פרוטה" - השיב ורטחיים בחיוך: "הוא בנוי על המורשת". ורטחיים אמנם לא פירט מזהי אותה "מורשת", אבל נראה היה כי הקהל והבריו לפאנל - גד פרופר מנכ"ל אסם, משה טרי יזיר רשות ני"ע לשעבר, ונגה קינן יזיר חברת סמנכ"ל הכספים של המשק - הבינו היטב את כוונתו.

המשקיע המפורסם וורן באפט אמר פעם כי חבילות התגמול לבכירים הן מבחן לקמוס לאיכות הממשל התאגידי של החברות. ואכן, שכר הבכירים הנוסק בתורות הציבוריות היה אחד הנושאים שהעסיקו את משתתפי כנס "ממשל תאגידי" שהתקיים באוניברסיטת בראילן, לצד סוגיות כמו מבנה השליטה העדיף בחברות ציבוריות, היחסים בין בעלי השליטה לציבור והגנת זכויות בעלי מניות המיעוט.

"לגופים המוסדיים יש השפעה מינימלית"

השקפתו של באפט באה לידי ביטוי בהסבריו של פרופ' בני לאוטרבך, ראש הקתדרה החדשה לממשל תאגידי, שלפיהם שכר הבכירים בחברות הציבוריות הוא

גד פרופר, מנכ"ל אסם, אינו רואה בשכר של הבכירים כשל במחשול התאגידי: "אם לא היו מפורסמים את שכר הבכירים לא היתה תחרות, ורמות ההכנסה לא היו גבוהות"

פירמידות שליטה במשק הישראלי



* בעלי השליטה בקבוצות

25.41x26.05	32	עמוד 50	הארץ - THE MARKER	23/06/2011	27741636-6
אוניברסיטת בר איל - 80039					

זה נתון במאבק. יש ניסיון לתת למוסדיים יותר כוח, אך השוק המוסרי אינו מצליח לגרום לחברות לאמץ סטנדרטים שהמחוקק דורש. גושן (2006) דן בזה, וגם הוועדה שעמרת בראשה, מפרט חמירני.

אחד הפתרונות שהציג חמירני לבעיית ההגנה על בעלי מניות הוא בית משפט כלכלי. "זה פתרון שדווקא מתחיל לעבוד - בעניין הזה יש מקום לאופטימיות. בית המשפט יכול לדון, למשל, בשאלה האם בעסקת מיזוג בעל השליטה יכול לקבל תמורה עורפת" (המקרה של כור ואי. די. בי - ע"א). אחת השאלות המשמעותיות היא האם בית המשפט ירצה להתערב בעסקה שעומדת בכל דרישות החוק ועומדת להיות מאושרת בהצבעה של בעלי המניות הלא נגועים. בית המשפט אמר שיש מקום להתערבות.

"זו אחת הסיבות שבגינה הקימו את בית המשפט הכלכלי - הפעלת ביקורת שיפוטית, שמהווה סתם ביקורת נוסף. זה לא אומר שביט משפט יקבל הכרעה בכל שאלה שתובא לפניו, אבל זה כן אומר שכשחברה עושה עסקה מהותית ומעוניינת שהיא לא תיבחן בפני השופט - יהיה עליה להחמיד בהגנה על בעלי מניות המיעוט מעבר לדרישות החוק, או שתאלץ להבטיח מראש שתהיה הוגנת כלפי המיעוט", הרגיש חמירני.

"הדרך פתוחה ועובדת"

בניגוד לחמירני ויפה, מנכ"ל אסם גר פרופר, שהשתתף אף הוא בכנס, לא זיהה בעיה בהתנהגות בעלי השליטה בחברות הציבוריות בישראל: "ככלל, בעלי השליטה בחברות המקומיות, כמו בחברות בחו"ל, מעוניינים לקדם את טובת החברה כדי שיוכלו ליהנות מהפירות. כשיש לבעלי השליטה עניין לקבל מהחברה שירות, הם מחויבים להביא את זה לאישור ועדת הביקורת, הדיקטוריון והאסיפה הכללית - שם דנים בעסקת בעלי מניות. לא מאשרים עסקות שיש בהן ריח לא טוב". לדבריו, רמות השכר הגבוהות של הבכירים, המיוחסות בדרך כלל לכשל בממשל התאגידי, נובעות מהפומביות שלהן; אם לא היו מפרסמים את שכר הבכירים, או לא היתה תחרות, רמות ההכנסה לא היו גבוהות.



משתתפי הפאנל, מימין: נגה קינן, משה טרי, סבר פלוצקר, גד כרובך, חוזי ורטהיים ובני לאוטרבך

במטרה לחזק את בעלי מניות המיעוט, בהן חובת ההשתתפות של המוסדיים באסיפות בעלי מניות ומחזיקי אג"ח, עירוד המוסדיים לקבלת סיוע מגופים מקצועיים לגיבוש המלצות בהצבעות, הגברת מעורבות המוסדיים במינוי רח"צים ועירוד המוסדיים למעורבות פעילה בתחומי הממשל תאגידי. "בחברה עם בעל שליטה הולכות לאיבוד כמה מההגנות על בעלי מניות המיעוט", הסביר חמירני. "כך, קשה לבצע השתלטות עוינת בשל נתח המניות הגדול שמחזיק בעל השליטה. בנוסף, המוסדיים כמעט ולא יכולים להשפיע על ההחלטות.

"מדינת ישראל מנסה להעצים את בעלי מניות המיעוט ולתת להם יכולת להגן על עצמם - גם דרך מינוי דירקטורים וגם דרך עסקות בעלי עניין עם בעלי שליטה. גם בתי משפט, שמסתכלים על עסקה מסוימת ואומרים אם היא טובה או רעה, הם דרך הגנה על בעלי מניות המיעוט. עם זאת, עד לאחרונה בתי המשפט היו נוכחים-ינפקרים - כך שהגנת המיעוט נותרה בידי המחוקק ורשות ני"ע (הרגולטור). "אבל, זו בדיוק הבעיה. לרגולטורים ולמדינה יש כשידות נמוכה לפיקוח. אנחנו לא רוצים שרשות ני"ע תקבע אם מדובר בעסקה טובה או רעה לבעלי המניות - אנחנו רוצים ליצור מסגרת, שתסגן את הטוב ואת הרע בחברות עם בעלי שליטה. "התיקון בחוק החברות מנסה לקחת מבעל השליטה את היכולת למנות דירקטורים, ולהעביר את הזכות לבעלי מניות המיעוט, אבל הצעד הזה

ורואים 'צל הרים כהדים' - הרשות רק רוצה לראות שוק שמקיים את הכללים".

הפתרון: בית משפט כלכלי

אסף חמירני, פרופסור למשפטים מהאוניברסיטה העברית, רואה את הדברים באופן שונה. פרופ' חמירני סבור כי לשם הגנה על בעלי מניות המיעוט יש לשים את הדגש בפעילותם של המוסדיים ובתני המשפט - ופחות ברגולציה. לדבריו, קיימים שני מודלים של רגולציה פיננסית: "הראשון הוא להכתיב לשוק מה לעשות על ידי רגולציה; השני הוא לנסות ולעבוד עם השוק. בישראל יש לרגולציה תפקיד מרכזי בהגנה על המשקיעים, אבל דווקא בשוק עם בעלי שליטה הרגולציה היא לא דווקא הפתרון. ניתן להעביר את העבודה בעניין למדינה באמצעות בתי המשפט והחוק, ולשוק - באמצעות המוסדיים, השתלטות עוינת, דירקטורים, אנליסטים וכו'".

כדוגמה הציג חמירני את תגמול הבכירים בחברות הציבוריות: "פתרון אחד הוא לבוא ולקבוע תקרת שכר. גישה אחרת היא להעביר את השכר לבעלי המניות. לכל אחת משתי השיטות יש יתרונות וחסרונות. החיסרון בכך שהמדינה מכתיבה הסדרים הוא שזה יוצר חוסר גמישות - אבל היתרון הוא שהדבר אפקטיבי גם כשאין 'משמעת שוק'. היתרון של המודל השני הוא שמאפשר למשקיעים להגן על עצמם, אבל מצד שני מסתכנים בפגיעה באיזון". חמירני עמד בעבר בראש ועדה ציבורית שבחנה כצד ניתן להגביר את מעורבות המוסדיים בשוק ההון ובפיקוח על החברות. הוועדה הגישה כמה המלצות

בתאגיד ענק בארה"ב, בהם אנרון ווורלדריקום, בתחילת שנות ה-2000. התגלה כי מנהלים בכירים הוננו את המשקיעים ה"פשוטים". בארה"ב הדבר הביא לחקיקת חוקים (סרבנס-אוקסלי, SOX) שנועדו להגן על המשקיעים ולמנוע פגיעה בהם בידי בעלי השליטה. גם בישראל נחקקו חוקים ותקנות, שחלקם אומצו מארה"ב, במטרה להגן על המשקיעים הקטנים בחברות הציבוריות. בשנים האחרונות הוקמו שתי ועדות שרנו בעניין: "ועדת גושן" מ-2006 לבחינת הממשל התאגידי בישראל, ו"ועדת חמירני" מ-2008 להגברת מעורבות המוסדיים בשוק ההון ובפיקוח על החברות. המלצות ועדת גושן התמקדו בעצמאות הדיקטוריון בעסקות עם בעלי שליטה, בשיפור עבודת ועדות הביקורת בנוגע לאישור הרו"חות הכספיים, בשיפור איכות הרייטו והגילוי של החברות, ובכינון בית משפט מתמחה לדיני חברות וניירות ערך.

משה טרי, שיוזם את הקמת הוועדה כשכיהן כיו"ר רשות ני"ע ונכח בכנס, אמר כי מבחינת הגנה על בעלי מניות המיעוט ורגולציה, ישראל נמצאת בשורה הראשונה בעולם. לחיזוק עמדתו, הוא הציג את כלי "האכיפה המנהלית", שמעניק סמכויות ענישה לרשות ני"ע. "כשבאתי לרשות", הסביר טרי, "כלי האכיפה היחיד שעמד לרשותי היה הפלילי. מדובר בכלי יקר ואלים, שלא מתאים לכל ההפרות. לכן, התחלתי לגבש כלים אלטרנטיביים וקידמנו את האכיפה המנהלית. היו"ד הנוכחי, שמואל האוזר, היה שותף בכל הדפורמות ואין לי ספק שהוא ימשיך ברוח הדברים. אנשים נבחרים מהאכיפה המנהלית

מבחר. להפך. בעיניו, הימצאותם של בעלי שליטה בחברות חשובה מכיוון שהיא משפיעה על התנהלות החברה לאורך זמן. "היתרון הגדול הוא בכך שלמשפחה יש אינטרס לשמור ולבקר את פעילות החברה בצורה הרוקה. אם החברות מציגות ביצועים פחות טובים - המשפחה יכולה לחלף את ההנהלה או לשנות את האסטרטגיה במהירות".

מבנה אחזקות נפוץ שבו ניתן לאתר בעלי שליטה מובהקים הוא הפירמידה - מבנה אחזקה משודר של חברה אחת בחברות שמתחתיה, כשבראש השרשרת עומד בעל השליטה. מבנה זה מאפשר לראש הפירמידה להשיג שליטה בחברות רבות, למרות השקעה נמוכה בהן מהונו הפרטי. בעיני פרנקס, שווקים הבנויים על פירמידות ובעלי שליטה אינם מציגים ביצועים נחמתיים, ולכן הוא מרגיש שאסור למהר ולהרוס את הפירמידות.

"למבנה בעלות עם בעלי שליטה יש יתרונות", מסביר פרנקס. "באיטליה, למשל, יש פירמידה מפורסמת ששולטת באיטליה טלקום. השליטה בה מושגת על ידי הבעלים בהשקעה של פחות מ-1%, ולמרות זאת היא חברה יעילה מאוד. בבריטניה או בארה"ב לא הרסו את הפירמידות; מה שהביא להיעלמותן היה נטרול היכולת שלהן להעביר כספים לבעלי השליטה. אתם בישראל לא צריכים להרוס את הפירמידות - אלא לפגוע בהסתבות שמשפחות או בעלי שליטה שואבים מהחברות".

"יותר אכיפה מנהלית"

מה שעודד את העניין הציבורי בממשל התאגידי ולחקיקה בתחום היה חשיפת שערוריות ניהול

פרופ' אסף חמירני: "יש ניסיון לתת למוסדיים יותר כוח, אבל השוק לא מצליח לגרום לחברות לאמץ את הסטנדרטים הדרושים"

משה טרי, יו"ר רשות ני"ע לשעבר: "כשואתי לרשות, כלי האכיפה היחיד שעמד לרשותי היה הפלילי. זה כלי יקר ואלים, שלא מתאים לכל ההפרות. לכן קידמנו את האכיפה המנהלית"