

13 נובמבר 2011

תגובה לדוח הועדה להגברת התחרותיות במשק

1. רקע כללי

1.1. בספטמבר 2011 פרסמה "הועדה להגברת התחרותיות במשק" ("הועדה") את הדין וחשבון שלה יחד עם טיוטת המלצותיה. דירקטוריון אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ ("אלוני חץ" או "החברה") מתכבד בזה להגיש, תגובה בעיקר לפרק הרביעי של טיוטת המלצות הועדה. התגובה הוכנה על ידי החברה ביחד עם יועציה עו"ד אלון גלילי (ממשרד עורכי הדין אפרתי גלילי ושות') ודוד בועז, לשעבר הממונה על התקציבים במשרד האוצר.

1.2. תגובה זו אושרה פה אחד¹ בישיבת הדירקטוריון בה השתתפו ה"ה: ירום אריאב – דח"צ, אבירם ורטהיים, נתן חץ, מרים לבנה, אהרן נחומי, יצחק פורר – דח"צ, ואדוה שרביט.

1.3. ועדת הריכוזיות איפיינה באומץ כמה כשלים מרכזיים במשק הישראלי. בראש וראשונה היותו משק קטן שסובל מרמת תחרותיות נמוכה בתחומים מסוימים ובעקבותיה פגיעה ברווחת האזרחים. גם מספר השחקנים המשמעותיים המצומצם במשק, ופרישתם על פני שטחי פעילות רבים ומגוונים, יוצר חשש, עליו הצביעה הועדה בצדק, לתחרותיות כלל משקית נמוכה בין הקבוצות ולכך השלכות שליליות ביותר על הפריון, הצמיחה ורווחת הצרכנים. **אלא שלעיתים תרופה לא נכונה למחלה מביאה להידודרות במצב החולה ולעתים אף למותו**, וכך במקרה שלפנינו הכוונות הטובות של הועדה הובילו בחלק מההמלצות לפתרונות שגויים אשר נזקם רב מתועלתם, כפי שנפרט להלן. **אנו בדעה שיש להתאים תרופות ראויות לכשלי המשק ובעיקר להתמקד בהסרה ממוקדת של חסמי תחרות מזוהים והגברת אכיפה של דיני ההגבלים העסקיים**. לעניות דעתנו, המלצות הועדה בפרק הרביעי בדבר שינוי מבני היסוד של דיני תאגידיים אין בהן בכדי לפתור את הבעיות שלשמה קמה הועדה, קרי הגברת התחרותיות והן נוטות להתמקד ברובד המימשל התאגידי (corporate governance) שלגביו כבר קיימת הסדרה עניפה במסגרת החקיקה, לרבות במסגרת חוק החברות וחוק ניירות ערך.

1.4. חיזוק המימשל התאגידי באופן שכמעט כל החלטה ניהולית מהותית שוטפת עוברת לטיפולו של המיעוט, נוגד את הרציונל לפיו האחריות בעניינים אלה מסורה לדירקטוריון. פועל יוצא מכך הוא שדווקא ההחלטות המשמעותיות יוכרעו על ידי בעלי מניות המיעוט – אבסורד ניהולי חסר תקדים.

1.5. גם אם מבקשת הועדה לטפל בנושאי ממשל תאגידי, שאין להם דבר ועניין עם הגברת התחרותיות במשק, אנו בדעה כי חיזוק הממשל התאגידי יושג באופן אפקטיבי, על ידי חיוב חברות בנות ציבוריות של חברה אם ציבורית (שהן "חברות פער" על פי הגדרת הועדה) לקיום רוב של דירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון. קביעה זו תיתר את רובן המכריע של המלצותיה של הועדה בפרק הרביעי, אשר אם תיושמה **תפגענה קשות בהתנהלותן התקינה של חברות ציבוריות רבות**, פגיעה שתיצור אנדרלמוסיה במרבית הסקטור העסקי של ישראל.

1.6. אלוני חץ עוסקת בהשקעות בנדל"ן מניב במערב אירופה, ישראל ובצפון אמריקה. נכון ליום 30.06.2011 עמד הונה העצמי של החברה על סך של כ- 3 מיליארד ש"ח. החברה, אשר נרשמה למסחר בתל אביב בשנת 1993, נוסדה על ידי נתן חץ ואליה הצטרפה מ.ורטהיים (אחזקות) בע"מ בשנת 1996. החברה נשלטת על ידי בעלי המניות הנ"ל בכ- 45% ואילו הציבור ("המיעוט") מחזיק בכ- 55%. שווי החזקות הציבור עולה על 1.5 מיליארד ש"ח, **דהיינו החזקות המיעוט עולות על החזקות בעלי השליטה**.

¹ למעט בכל הנוגע להצעתנו בס"ק 1.5 ו- 3.2.3 לפיה יש לחייב חברות בנות ציבוריות של חברה אם ציבורית (שהן "חברות פער" על פי הגדרת הועדה) לקיים בדירקטוריון רוב של דירקטורים בלתי תלויים, שאומצה ברוב קולות.

1.7. לאלוני חץ שליטה באמות השקעות בע"מ ("אמות"), חברה ציבורית הנסחרת בבורסה בתל אביב.² אמות עוסקות בהשקעות וייזום של נדל"ן מניב בישראל. אין לאלוני חץ פעילות בנדל"ן מניב בישראל זולת החזקותיה באמות, כאשר ההשקעה של אלוני חץ בה מהווה כ- 25% מסך הפורטפוליו של אלוני חץ ויתרת השקעותיה של אלוני חץ הנן השקעות בחו"ל. הונה העצמי של אמות נכון ליום 30.06.2011 עמד על סך של כ- 2.5 מיליארד ש"ח. אלוני חץ מחזיקה כ- 60% באמות, בעל עניין (מוסדי) מחזיק כ- 15% והציבור מחזיק ביתרת החזקות בשיעור של כ- 25%. יש להדגיש כי רק שליש מחברי דירקטוריון אמות הינם נושאי משרה באלוני חץ.

1.8. על פי הגדרות הועדה, אמות הינה "חברת פער" על אף שאלוני חץ ואמות עוסקות בהשקעה בנדל"ן מניב בלבד ואינן מהוות קבוצה עסקית גדולה וריכוזית הפוגעת בתחרות.

1.9. הועדה מצביעה על חשש לקיומו של כשל בשל הפער בין ההון המושקע על ידי בעל השליטה באמצעות שרשור ובין שליטתו בפועל בניהול החברה. קיום פער כזה יכול, במקרי קיצון, ליצור בעיית מינוף גבוה ופיתוי לנטילת סיכונים מיותרים. **אולם ההמלצות עצמן עלולות ליצור נזק חמור בהרבה מהכשל הנ"ל, בשל ההגדרה הרחבה של "חברות פער". ראוי היה שהועדה תמליץ על אמצעים לטיפול רק במקרי קיצון ולא תכלול בהגדרה את מרבית החברות הבנות הציבוריות במשק.**

1.10. ההגדרה הרחבה של "חברות פער" והטיפול המוצע בהן לא פותר דבר, אולם מאידך גיסא, ההמלצות מביאות לנזק ממשי ביכולת הניהול האפקטיבית של החברות. באם תאומצנה המלצות הועדה, ניהול החברות יהפוך לבלתי אפשרי, ובהיבטים מרכזיים יעבור הניהול למחזיקי מניות מיעוט אקראיים. חברה שניטלת ממנהליה האפשרות לנהלה בצורה אפקטיבית, פוגעת בכל משקיעיה, לרבות החוסכים הקטנים, נפגעת יציבותה, נפגעים עובדיה ובסופו של דבר נפגע כך המשק כולו.

2. תפיסת הועדה

2.1. נקודת המוצא המרכזית, עליה נשענות המלצות הועדה באשר למוטיבציה הבלתי לגיטימית של בעל שליטה באשר הוא, במבנה המוגדר על ידי הועדה כפירמידאלי, אינה מאפשרת דיון לוגי, נקי מפניות, בסוגיית השליטה בשרשרת חברות. הדוגמאות המובאות בדוח (כגון תיעול נכסים) הינן מכלילות, פוגעניות ואינן נשענות על עובדות בדוקות. אימוץ עקבי של גישה זו אמור להביא לידי מסקנה חד משמעית על פיה בכל מקרה של שליטה בחברה בשיעור של פחות מ- 100% קיים הפוטנציאל של שימוש לרעה פוטנציאלי בנכסיה של החברה. אלוני חץ בדעה כי אפילו יימצא כי יש ממש בעמדת הועדה כנוזכר לעיל, כי אז לכל אחת מן הדוגמאות המוצגות על ידי הועדה (חלקן מהוות עבירה פלילית) המצדיקות התערבות בוטה במבנה התאגידי, יש תשובה משפטית אפקטיבית בדין הישראלי. יתרה מזו, בעל שליטה המנסה להעביר החלטה בתאגיד אגב תיעול נכסים לעצמו נגוע למצער בעניין אישי ואז מן הסתם מונע ממנו הדין הישראלי להשתתף בקבלת ההחלטה.

2.2. על פי דוח הועדה, עמדו לנגד עיניה שלושה יעדי יסוד: מידת התחרותיות במשק, טובת המשקיעים ויציבות המשק. קביעה זו נראית תמוהה ביותר שכן בולט בה היעדרו של השחקן הראשי במשחק, שחקן שאותו הייתה הועדה צריכה לבחון בראש וראשונה, והוא **טובת החברות ויציבותן**. כיצד ניתן יהיה לקדם את טובת המשקיעים אם טובת החברות תיפגע? כיצד ניתן יהיה להשיג יציבות משקית אם מעל עשרות רבות של חברות שהיקף פעילותן מאות מיליארדי שקלים, ייאלצו לעבור טלטלה ניהולית עסקית שתפגע בעסקיהן כתוצאה משורה של גזירות קשות ולא הגיוניות שאין להן אח ורע בעולם המערבי? לפגיעה זו, בחברות כה רבות, תהיינה השלכות מקרו-כלכליות שליליות בדמות פגיעה בנתוני צמיחה, תעסוקה, השקעות, צריכה פרטית ועוד. **התעלמות מטובת החברות ויציבותן עומדת בסתירה ליעד של יציבות המשק.**

² אלוני חץ מחזיקה בכ- 60% בחברה ציבורית נוספת בשם אנרג'יקס אנרגיות מתחדשות בע"מ העוסקת במכירת חשמל ממערכות סולאריות פוטו וולטאיות בישראל. פעילות זו הינה זניחה ומהווה נכון להיום פחות מ- 2% מסך השקעותיה של החברה.

3. היבטים כלכליים של המלצות הועדה

3.1. אודות תחרותיות במשק

3.1.1. יודגש, אנו מסכימים לצורך בדבר נקיטת צעדים אפקטיביים לשם הגברת התחרותיות במשק.

3.1.2. מידת התחרותיות במשק הישראלי איננה אחידה בין ענפי המשק השונים. מחד גיסא, קיימים ענפים שבהם שוררים חסמי תחרות רבים, בענפים אחרים קיימים כשלי שוק בעוצמה משתנה, יש ענפים המאופיינים ע"י רווחים על נורמליים בגלל שווקים מונופוליסטיים, כשם שיש תופעות של מחירים נמוכים מדי של צרכנים ורווחיות זעומה של גורמי היצע בשווקים מונופסוניים מסוימים. מאידך גיסא, קיימים ענפים לא מעטים במשק הישראלי שבהם שוררת לפחות תחרות סבירה המאופיינת בניהול ותפעול יעיל של החברות, ברווחיות טובה ובמחירים ראויים למשתמש הסופי. בענפים אלה צברו החברות יתרון יחסי שבא לידי ביטוי, לא אחת, בהצלחות עסקיות בשוקי חו"ל. אין כל היגיון לגזור גזירה שווה על כל החברות הציבוריות במשק כתוצאה מבעיות השוררות בענפים מסוימים או במבנה של חברות מסוימות. יתר-על-כן, **אין לייחס את חוסר התחרותיות בענפים מסוימים למבנה הפירמידאלי של כלל החברות הציבוריות- ללא קשר לענף, ללא קשר לגובה הפירמידה, ללא קשר לגודל הפער, ללא קשר לרמת הממשל התאגידי שלהן, ללא קשר להיקף הפעילות שלהן וללא קשר לרמת התחרותיות השוררת בענף.** לא כל קבוצת חברות בה קיימת חברה ציבורית המוחזקת על ידי חברה אם ציבורית ("חברת פער") הינה קבוצה עסקית דורסנית הפועלת כנגד התחרותיות וכנגד האינטרס הציבורי. מקום שאובחנה בו בעיה של פגיעה בתחרות בגלל ריכוזיות ענפית, מן הראוי שבעיה זו תטופל באכיפה מוגברת והקניית כלים נוספים בדיני ההגבלים העסקיים כמקובל במדינות מתקנות בעולם המערבי. אין זה נכון לעוות מושכלות ראשונים של דיני התאגידיים על מנת לתקן כשל תחרותי בענפים מסוימים. **אלוני חץ, במישרין ובעקיפין, כמו גם חברות ציבוריות רבות אחרות בישראל, אינה מהווה קבוצה עסקית גדולה ואין בפעילותה כדי לפגוע בתחרותיות במשק הישראלי או ביציבותו.** גישה אחראית וזהירה מחייבת אבחנה בין קבוצות שמעצם מהותן והיקפן פוגעות בתחרותיות במשק ובין אלה שאינן אמורות לחסות בצל הכותרת של "קבוצה עסקית גדולה".

3.2. ממשל תאגידי

3.2.1. בכל העולם הנאור קובע המחוקק כללים ונהלים ראויים של ממשל תאגידי נדרש והוא מטיל על הרגולטור לוודא את ביצועם של כללים אלה. הגברת תחרותיות במשק, כהגדרת יעדה העיקרי של הועדה, **לא תושג בהטלת מגבלות וסנקציות על כלל החברות הציבוריות בגלל מבנה האחזקות שלהן, אלא ע"י טיפול ממוקד ויעיל בחסמי התחרות השוררים באותם ענפים שבהם שוררת תחרותיות נמוכה מדי.**

3.2.2. כללי הממשל התאגידי הקיימים, הכוללים, בין היתר, חיזוק מעמדה של ועדת הביקורת, הסדרת אופן פעולתו של הדירקטוריון בבחינת דוחות כספיים, iSox, אכיפה מנהלית, מסדירים היטב את פעילותה של כל חברה ציבורית בישראל. אם קיימות חברות שאינן מקיימות כללים אלה, מן הראוי לאכוף אותם ולהשתמש לשם כך בסמכויות הרחבות שהעניק המחוקק לרגולטור ובעיקר לרשות ניירות ערך למטרה זו.

3.2.3. טוב עשתה הועדה כשהמליצה על חיזוק אי התלות של הדירקטורים בחברות ציבוריות. אנו מציעים לחזק המלצה זו ולהציע כי בחברות בנות ציבוריות של חברה אם ציבורית ("חברת פער") יקבע כלל על פיו, **דירקטורים בלתי תלויים יהוו רוב בדירקטוריון.** מבנה כזה של דירקטוריון יחזק את הממשל התאגידי ויהווה מענה הולם לכל אותם כשלים פוטנציאליים עליהם הצביעה הועדה. באם תתקבל הצעתנו זו, תתייתרנה כל המלצות הועדה הנוגעות ל"חברות פער". אולם, המלצות הועדה לשינוי סדרי עולם ואושיות דיני התאגידיים באשר להגנה על המשקיעים, לרבות בתוככי מבנה פיראמידלי הינן הוות אסון, אין להן אח ורע בשיטות משפט ראויות הקיימות בימינו וליישומן תהיינה השלכות קשות ושליליות על המשק הישראלי.

3.2.4. לאור קיומו של ארגון כלים משפטיים משוכלל ומודרני אין מקום לעיקורן של זכויות לגיטימיות הקיימות הן מכוח דיני התאגידיים, דיני החוזים ודיני הקניין. אין מקום לפגיעה בזכויות אלה, מה כל שכן לפגיעה בלתי מידתית כמוצע על ידי הועדה. קבלת המלצות הועדה באשר להעתקת הכוח לקבלת החלטות עסקיות מהותיות (שאינן

עסקאות עם בעלי עניין) לידי המיעוט **תייצר ריק ניהולי שהשלכותיו ברמת החברות וברמת המשק תהיינה קשות ורעות.**

4. התייחסות להמלצות הועדה בנושא השליטה בחברות פירמידאליות

התייחסות להמלצה 1 של הועדה

4.1. ההגדרה של מבנה פירמידאלי הינה רחבה מדי. על פי ההגדרה הנ"ל חברות ציבוריות רבות מדי נכנסות להגדרה של "חברת פער", גם אם יש להן חברות בנות בקומה אחת בלבד. על פי כל אמת מידה רלוונטית לרצינות שביסוד עבודת הועדה, אלונני חץ אינה קבוצה עסקית גדולה והיא איננה מבטאת תחרותיות נמוכה או ריכוזיות גבוהה. לפיכך, הגדרת "חברת פער" אינה אמורה לחול על חברת הבת שלה אמות ועל חברות אחרות שכמותה. **אנו סבורים כי "קומותיו" של המבנה הפירמידאלי צריכות להיספר רק החל מן החברה הציבורית הראשונה (ולא מבעלי השליטה של החברה הציבורית הראשונה כפי שמוצע על ידי הועדה);** שכן אם יעוקרו זכויות ההצבעה של חברת האם בחברה הבת הציבורית ("חברת הפער") תיגרם התעלמות בוטה מהאינטרס של בעלי מניות המיעוט בחברה האם. מן הכלל אל הפרט: בעלי מניות המיעוט באלוני חץ מחזיקים למעלה מ- 50% מהונה המונפק והנפרע. משמעות ההמלצות היא אפוא הפקרת עניינם של בעלי מניות אלה בכל הנוגע להתנהלותה של אמות ("חברת הפער") בידי בעלי מניות מיעוט של אמות כתוצאה מהעובדה שהועדה רואה בבעל השליטה "קומה בפירמידה". העיוות הכלכלי שיוצרת הגדרה זו מתבטא בכך שמספר גדול של חברות שאין להן כל קשר ליעד המרכזי של עבודת הועדה (קרי הגברת התחרותיות) - מוצאות עצמן במחנה שהן אינן נמנות עליו ועליהן להיאבק בגזירות קשות - על לא עוול בכפן. עמדת אלונני חץ כאמור לעיל היא שאין מקום להגדרה גורפת ללא קביעת פרמטרים ברורים ומובהקים (כגון: רב ענפיות, גודל וכדומה). בין היתר, הגדרתה של חברה כ"חברת פער" בשל רף החזקות בעלי שליטה הנמוך מ- 50% הינו מוגזם ושרירותי. יצוין לעניין זה, כי אחת מאבני היסוד של הרצינות אשר הונח על ידי הועדה (חוות דעתו של פרופ' בבצ'וק) גם היא אמורה להיות ישימה, על פי עדותה היא, במקרים של שברי החזקות ולא לכל שיעור החזקות הנמוך מ-50% כאמור בהמלצות הועדה.

התייחסות להמלצות 4 ו-5 של הועדה

4.2. הועדה ממליצה בהמלצות 4 ו-5 על יצירת מנגנוני הצעות רכש ומכר, מעין Tag Along ו- Drag Along. לפני התייחסות לשתי ההמלצות ייאמר שמנגנונים אלה אינם נוגעים כלל ועיקר ליעדי הועדה **ואין הם קשורים לנושא הריכוזיות או התחרות במשק.** לעניין המלצה 5- הצעת רכש מלאה תוצע לבעל השליטה בדרך כלל בשעת משבר ובעת משבר נזילות כגון זה אשר שרר בשלהי 2008. בעתות אלה, מחירי המניות בבורסה אינם משקפים את שוויה הכלכלי של החברה. על פי ההמלצה יאלץ בעל מניות השליטה לרכוש את כל מניות המיעוט רק בשל העובדה שהופעל עליו לחץ בדרך של הצעת הרכש בשעת משבר כשארשאי לרכישה אינו זמין והוא יאולץ למכור את מניותיו במחיר מקפח הנמוך באופן משמעותי משוויה הכלכלי של החברה (הלכה פסוקה היא שלעניין שווי הוגן של חברה במקרה של הצעת רכש לא מחיר השוק הוא הקובע אלא שיטת הערכת שווי כלכלית אחרת). עסקה בכפייה זו אינה הוגנת אלא מקפחת ופוגעת באופן לא מידתי בזכות הקניין שהיא זכות יסוד. פגיעה זו אף עשויה להרתיע משקיעים מקומיים וזרים מלהיכנס לשוק ההון הישראלי. הטעות המרכזית בהמלצה זאת היא ההנחה שהצעת רכש היא בהכרח אירוע חיובי מנקודת מבטם של בעלי המניות והחברה; אולם, הנחה זאת איננה נכונה והיא מתעלמת מכך שבמקרים לא מעטים הצעת רכש היא תולדה של זיהוי וניצול הזדמנות של רוכש עוין (hostile takeover) שנועדה מטבע הדברים להיטיב עם עצמו אך אינה מיטיבה עם החברה או בעלי מניותיה. המלצה זו גובלת באבסורד של ממש. אין כל היגיון כלכלי או חברתי להעניש בעל שליטה רק בשל סירובו להצעת רכש מסוימת כאמור.

אשר להמלצה 4, החקיקה והרגולציה הישראלית, לרבות פסיקת בית המשפט העליון, מסדירות את נושא הצעות הרכש באופן מקיף ומפורט לגבי כלל החברות הציבוריות. שינויי חקיקה בנדון, אם בכלל, אמורים להיות נשוא דיון נפרד שאיננו קשור כלל להגברת התחרותיות במשק.

התייחסות להמלצה 7 של הועדה

4.3. המלצה 7 עוסקת באישור תגמול בכירים בחברת פער. זוהי התערבות מיותרת ולא מוצדקת בממשל תאגידי. הכלי המשמעותי ביותר של מנכ"ל חברה בפיקוח הדירקטוריון לטפח ולקדם את החברה הינו באמצעות מינוי מנהלים מוכשרים. הכפפת תגמול בכירים מתנה את תוקף ההתקשרות עם הבכיר בשיקול דעתו של מיעוט ובמלים אחרות מאיינת את יכולת מנכ"ל החברה בפיקוח הדירקטוריון למנות מנהלים. גיוס עובדים בעלי מצוינות ל"חברת פער" בתנאי אי וודאות יהפוך לכמעט בלתי אפשרי, שכן בכיר כאמור העובד במקום עבודה אחר לא יסכן את מקום עבודתו במהלך של גילוי המכפיף את אפשרות העבודה בארגון החדש לאישורם של בעלי מניות מן המיעוט. ההמלצה הזו יוצרת מצב עולם הפוך, בו ניתנת למיעוט סמכות לקבוע את תגמול הבכירים ובכך לפגוע ביכולתה של החברה לגייס את מנהליה. גם בנושא זה בולטת התעלמותה של הועדה מטובת החברות וכן מתפקידו ויעודו של הדרג הניהולי ודירקטוריון החברה.

התייחסות להמלצות 9 ו-16 של הועדה

4.4. המלצות 9 ו-16 קובעות אופן הצבעה של אסיפות כלליות בנושאים ובמצבים שונים. המלצות אלו מהוות התערבות נוספת בממשל התאגידי של חברות באורח לא תקין ולא מוצדק. המלצה 9 מחייבת רוב מקרב בעלי מניות המיעוט בהחלטותיה של "חברת פער" בשלושה נושאים מרכזיים בחייה של חברה: ביצוע פעילות משמעותית, רכישת גרעין שליטה בחברה ציבורית וגיוס משמעותי של הון או חוב. גם המלצה זו יוצרת מצב עולם חדש לפיו המיעוט מקבל זכות החלטה ושליטה בנושאים שהם נשמת אפה של כל חברה. אין המדובר ב"חיזוק" של בעלי המניות המיעוט אלא לאמיתו של דבר העברת השליטה בחברה לידיהם, לא רק מידי בעלי השליטה אלא בראש ובראשונה מידי הדירקטוריון המאבד מכוחותיו וסמכויותיו. ההמלצה אף מתעלמת מעניינו של הציבור כבעל מניות מיעוט בחברה האם (במקרה של אלוני חץ מדובר בציבור המחזיק למעלה מ-50% מאלוני חץ). יש בהמלצה זו לפגוע בשווי החזקות אלוני חץ באמות ומשכך לפגוע בשווי החזקות המיעוט (שהינו במקרה זה הרוב). המלצה זו, אם תתקבל, תטרפד עסקאות במשק, תכביד ביותר על ביצוע עסקאות ועלולה ליצור תמריצים להפעלת שיקולים זרים של גורמים מקרב המיעוט.

המלצה 16 שעניינה עיקור זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט בחברה האם של חברה בת, בהצבעה באסיפה כללית של החברה הבת, הינה מרחיקת לכת. מעבר להשלכות המשפטיות כבדות המשקל שיש לצעד כה קיצוני, בולטת שוב ההתעלמות של הועדה מטובת החברות, כאילו יציבותן והצלחתן הן "מתת אל" המובטחת מראש ללא קשר וללא תלות בשינויים המפליגים המוצעים.

אנו בדעה כי אימוץ ההמלצות יהיה בבחינת ניסוי בלתי מבוקר שלא בתנאי מעבדה בתוך הזירה העסקית שהשלכותיו השליליות יהיו בלתי הפיכות. ספק אם אי פעם נבדק מודל פעילות עסקית במסגרת החלטות מסוג אלה הנזכרות בהמלצות נתונות להכרעת מיעוט בעלי מניות, בלתי מזוהה, חסר מיומנות וידע ומכל מקום חסר יכולת מעשית לקיים אותה בקיאות בעסקה מוצעת אשר הנהלה ודירקטוריון חייבים בה. התפישה על פיה בעל השליטה ייטול סיכונים בלתי מחושבים בעסקאות של "חברת פער" בה עדיין יש לו במישרין או בעקיפין אחזקה מהותית, הינה מנותקת מהמציאות. האם ניתן לייחס אדישות לבעלי השליטה של חברה אם ציבורית לאירוע של כישלון עסקי מהדהד בחברה הבת? האם מנייתה של החברה האם הציבורית לא תספוג מהלומה כתוצאה מאותו כישלון בחברה הבת? יתרה מזו, הועדה בהציעה להעניק כוחות מרחיקי לכת למיעוט בעלי המניות מתעלמת ממימד נוסף והוא: מה זיקתו של אותו מיעוט לחברה? יחידיו המתייצבים להצבעה- בכמה שברירי אחזקות הם מחזיקים? מה פרק הזמן בו הם מחזיקים את מניותיה של החברה? האם הם אורחים לרגע? האם רכשו את מניותיהם ערב האסיפה ולקראתה של האסיפה? האם הם מונעים מאינטרסים ושיקולים זרים? האם ניתנה הדעת על מהות החובה שתוטל על המיעוט מכוח ההמלצות המוצעות? כיצד יישא אותו מיעוט בחובה זו ובתוצאותיה?

זאת ועוד, קיימים מקרים רבים בהם בעל מניות הנמנה על המיעוט אשר בבעלותו אחוזים גדולים יחסית מהונה של החברה. אימוץ המלצות הועדה מעביר את השליטה בחברה לבעל מניות זה על מגש של כסף- בעוד הועדה שמה לנגד עיניה את נטרול כוחם של בעלי השליטה היא עלולה ליצור למעשה בעלי שליטה חדשים אשר זיקתם לחברה נמוכה באופן משמעותי מבעלי השליטה.

ביטול שליטת החברה האם בחברה הבת, יפגע ברמת יציבות החברות והמשק בכללותו, זאת בשל הפרת התחייבויות מקובלות, בישראל ובשווקי חו"ל, בהסכמי מימון בנקאיים ובאיגרות חוב קונצרניות (מממנים מקומיים וזרים) שמשמעותם הקמת הזכות לפירעון מיידי והורדת הדירוג של אותן חברות ועקב כך עלייה משמעותית בעלויות המימון שלהן.

התייחסות להמלצה 12(א) של הועדה

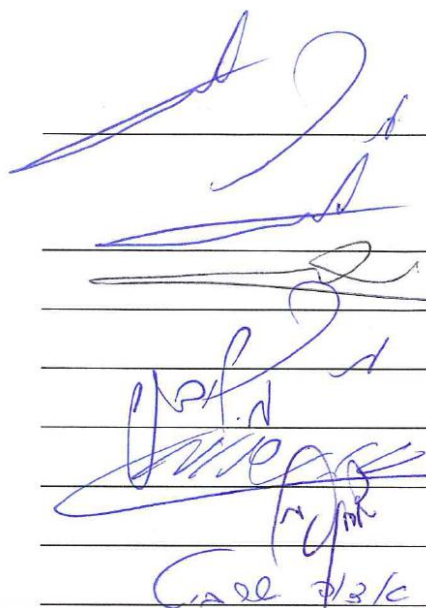
4.5. המלצה 12(א) עניינה בהגברת מעורבותם של המשקיעים המוסדיים. עמדתה של אלוני חץ הינה בעד הגברה איכותית של מעורבות המשקיעים המוסדיים ואולם בראיית המכלול של הפרק בדוח הועדה העוסק בהגנה על המשקיעים מצטיירת תמונה על פיה בשל אי מעורבות מספקת של המוסדיים מוצעים אמצעים הפוגעים בחברה עצמה. בנוסף לגופים המוסדיים עלול להיות אינטרס שאינו זהה לטובת החברה (לדוגמא- גופים מוסדיים המתחרים עם החברה על עסקאות ו/או מעניקים לחברה אשראי). תיאום העמדות יאפשר מצב בו המוסדיים עם שברירי החזקות, יהפכו לבעלי השליטה בחברה.

בנוסף, המלצות אלה עומדות בסתירה להמלצות אחרות של הועדה בנושא המרכזי בו דנה הועדה והוא: "הפרדת מוקדי הכוח הפיננסיים מאחזקות ריאליות".

5. לסיכום

כאשר באים לאמץ שינוי כה דרמטי, האחרייות מחייבת לנהוג במשנה זהירות. חלק מההמלצות המוצעות מדברות על שינוי בכללי ההתנהלות הכלכלית של חברות ודרכי ניהולן כפי שהן נהוגות מקדמת דנא בכל העולם המערבי. **אסור להתייחס למשק הישראלי כאל שדה ניסויים ליישום מודלים ייחודיים** כי הנזק עלול להיות כבד מנשוא ולא בר תיקון. נציין עוד כי הצטרפות ישראל לארגון ה-OECD מדגישה את הצורך לאמץ כללי התנהלות עיסקיים הנהוגים בעולם המפותח. **ישראל, כמשק קטן ופתוח, לא יכולה להרשות לעצמה להתנהל שונה מהמקובל בעולם בכל הנוגע לכללי ממשל תאגידי וכללי דיני תאגידיים כל כך בסיסיים.** לחריגות כזאת תהיה השפעה הרסנית על יכולתם של משקיעי חוץ לפעול בישראל ולהבין את כללי המשחק הנהוגים במשק הישראלי.

נבקשכם לזמן את נציגי אלוני חץ לשימוע בפני הועדה.



בכבוד רב,

אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ

חברי דירקטוריון:

אבירם ורטהים, יו"ר דירקטוריון

ירוס אריאב, דח"צ

נתן חץ

מרים לבנה

אהרן נחומי

יצחק פורר, דח"צ

אדוה שרביט