



29 בנובמבר 2011

בדואל : taharutiut@mof.gov.il

לכבוד

מר חיים שני, יו"ר

הוועדה להגברת התחרותיות במשק

ירושלים

שלום רב,

במענה לפנייה לקבלת תגובות מן הציבור לטיוטת המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק, אנו מתכבדים להעביר לעיון הוועדה מספר תגובות לחלק מן ההמלצות שבטייטה. מבין הח"מ, אייל נייגר הוא עורך דין (ורואה חשבון), שותף במשרד המתמחה בתחום החברות, ובפרט, המייסד והמנהל של המכון הישראלי לממשל תאגידי בע"מ (חל"צ) ("המכון"). עמיר ליכט הוא פרופסור למשפטים והדיקן לשעבר בבית ספר רדזינר למשפטים במרכז הבינתחומי הרצליה, מתמחה בממשל תאגידי ודיני ניירות ערך, וחבר מועצה במכון. המכון פועל כגוף ללא כוונת רווח, ומטרתו לקדם בדרכים שונות את עניינם של משקיעים מן הציבור, בין השאר באמצעות פיתוח כלי דירוג לממשל תאגידי, השתתפות בתהליכי חקיקה ועוד. למכון מועצה שבה חברים אקדמאים לצד נציגים של משקיעים מוסדיים.

ריכוזיות וממשל תאגידי

טיוטת המלצות פורסת יריעה רחבה ביותר מבחינת התשתית העובדתית, הניתוח וההמלצות המוצעות. לאור עבודת המחקר המקדים שבוצעה בבנק ישראל, בידי גורמים נוספים וע"י צוות הוועדה, מצטיירת תמונה לפיה יש בישראל ריכוזיות על-ענפית – כלומר, ריכוזיות החורגת מהחזקת רוב בתאגיד פלוני וממעמד דומיננטי בענף מסויים, אף שאלה משולבים בתופעה. חלק מן הרפורמות בממשל תאגידי המוצעות במסמך ההמלצות כבר הוצג בעבר (למשל, בעניין שכר הבכירים), חלקן אף יושם כבר במידה ניכרת (כגון תמיכה בתביעות בעלי-מניות), וחלקן חדש ואפילו חדשני (מנגנונים ל"השטחת" פירמידות). הדבר הפך את מסמך הטייטה למעין "חוק הסדרים זוטא", הכורך סוגיות שונות, שרק חלקן קשור קשר אמיץ לסוגיית הריכוזיות. במכתב הנוכחי אין בכוונתנו להתייחס לסוגיית הריכוזיות כשלעצמה או לכל ההמלצות אלא להתמקד בחלק מן ההמלצות הנוגעות ישירות לממשל תאגידי.



התשתית המשפטית לממשל תאגידי ומשקיעים מוסדיים

בפתח הדברים נציין, כי לדעתנו, התשתית המשפטית של ממשל תאגידי בישראל היא כיום משביעת-רצון (כוונתנו לחוק החברות, חוק ניירות ערך וחקיקה נלווית). בהשוואה למשטרים משפטיים במדינות מפותחות במשפחת המשפט המקובל מצבה של ישראל טוב בהחלט. במרוצת השנים עוגנו בחקיקה ושוכללו מספר מנגנונים, אשר נותנים מענה אפקטיבי למדי לשימוש לרעה בכוח של נושאי משרה, בעלי שליטה ואנשי פנים אחרים. הדין בעניין זה מתבסס על שני אדנים: ראשית, גילוי מלא; שנית, הדרת אנשי הפנים מהחלטות, שיש חשש כי הם נגועים בניגוד עניינים לגביהן, תאגידי וריכוז החלטות כאלה באורגנים מיוחדים (בפרט, וועדת הביקורת). במקום האורגנים הנגועים בחשש לניגוד עניינים משתדל הדין הישראלי להציב גורמים חלופיים, שאינם נגועים בחשש כזה – בפרט, דירקטורים או בעלי-מניות נייטרליים. מנגנונים אלה חלים על כל חברה ציבורית, בין אם היא חלק ממבנה פירמידלי ובין אם לאו. טרם נרכש ניסיון ראוי ביישום כלים אלה והטמעתם לאחר התיקונים המשמעותיים האחרונים.

הקושי העיקרי שאנו רואים בממשל התאגידי בישראל כיום הוא העדרם של משתתפים שיש להם תמריצים נאותים להפעיל באופן מעשי את המנגנונים הקבועים בדין, ובמיוחד בעלי-מניות נייטרליים. אף כי לעתים עשוי להמצא משקיע פרטי שינקוט צעדים במסגרת זו (כגון רו"ח דב כהנא, התובע בפרשת מכתשים-אגן), בפועל, מדובר באופן כמעט בלעדי במשקיעים מוסדיים. דא עקא, כפי שעולה, בין השאר, ממחקרם של יפה וחמדני, מחקרים אחרים בחו"ל והתרשמות כללית, אין ראיות טובות לכך שהמשקיעים המוסדיים מקיימים בפועל את התיקוות לגביהם. הסיבות לכך מגוונות. חלק מן הבעיות המבניות וניגודי העניינים החריפים, שבהם נתונים משקיעים מוסדיים, מתוארים בדו"ח וועדת חודק ובדו"ח וועדת חמדני. המסקנה היא, שקשה להצדיק הטלת משימות ואחריות נוספת בתחום הממשל התאגידי על משקיעים מוסדיים מבלי לתקן תחילה את מערך תמריצי השוק הפועלים עליהם ואת הכלים העומדים לרשותם למילוי המשימה.

לצד המלצה כללית להגברת התחרותיות, מסמך ההמלצות נוגע בסוגייה המתוארת בעיקר כפועל יוצא של ההמלצה לבצע הפרדה מבנית של גופים פיננסיים מקבוצות עסקיות מעל גודל מסויים. מנקודת המבט של ממשל תאגידי אין בכך די. כדי שמשקיעים מוסדיים יוכלו לבצע את התפקיד שהדין מצפה מהם למלא, עליהם להיות משוחררים מאינטרסים, שעלולים להיות נוגדים לאינטרס שלהם כבעלי-מניות מן הציבור. אינטרסים נוגדים כאלה עשויים להתקיים גם בקבוצות עסקיות קטנות יותר מאלה שנקבעו כמועמדות להפרדה מבנית. במילים אחרות, אם מטעמי הקטנת ריכוזיות על-ענפית בחרה הוועדה להפריד גופים פיננסיים מקבוצות עסקיות מעל



גודל מסויים, הרי שצעד כזה יותיר בעינו משקיעים מוסדיים רבים כשהם נתונים לניגודי עניינים, המסכלים את האפשרות שהם ימלאו תפקיד אפקטיבי בממשל תאגידי.

הסדר אופטימלי צריך לשחרר את המשקיעים המוסדיים מכל עיסוק או קשר, שאינם קשורים לפעילות ההשקעה המוסדית. זאת, לצד ההתמודדות עם סוגיית תמריצי השוק שלהם – עמלות, דמי ניהול, וכו', ולהבדיל מאחריות משפטית – כך שלא ידכאו את התמריץ לפעול כבעלי-מניות מן הציבור. לאור האמור לעיל, אנו ממליצים לשקול רפורמה שתשחרר את המשקיעים המוסדיים משליטה של קבוצות ריאליות במידה רבה יותר מאשר היקף ההפרדה המומלץ כעת.

הן בהקשר זה והן בהקשר להצעות הוועדה, הנוגעות למשקיעים מוסדיים, עדיפה בעינינו רפורמה ביחס לתמריצים על פני הוספת אחריות וחובות התנהגות. זאת מכיוון שציות לכללי התנהגות עלול להיות מן השפה ולחוץ וחשוף לניצול לרעה. מסיבה זו אנו תומכים בהמלצה לדרוש מן המשקיעים המוסדיים להבנות את פעילותם, בין השאר באמצעות כלי הערכה של ממשל תאגידי, ואנו מציעים כלים נוספים לשיפור הגילוי מצד משקיעים מוסדיים בעניין זה, כמו גם הסדרה של פעילות גורמי הייעוץ המשמשים בעניין זה בידי הגופים המוסדיים, כמפורט בהמשך.

התייחסות נקודתית להמלצות בממשל תאגידי

להלן נתייחס להמלצות בתחום הממשל התאגידי, הנכללות במסמך הטיוטה, לפי סדרן במסמך.

מגבלות על יצירת חברת פער, זכות "יציאה" לבעלי מניות והגבלת ההצבעה של בעל שליטה

הוועדה ממליצה לחוקק מנגנונים שונים כדי לזרז את פירוקן של פירמידות ולהגביל יצירתן של חדשות – בפרט, מגבלות על יצירת חברת פער, מתן זכות "יציאה" לבעלי מניות והגבלת זכות ההצבעה של בעל השליטה. המלצות אלה קשורות לבעיית הריכוזיות העל-ענפית ככל שריכוזיות זו מתממשת באמצעות פירמידות של חברות ציבוריות, ולהיבט זה איננו מתייחסים כאן, כאמור. אולם מסמך ההמלצות משקף קביעה, כי המבנה הפירמידלי כשלעצמו יוצר בעיית ממשל תאגידי חמורה. הספרות אכן מראה, שבכל פירמידה יש סיכון לשימוש לרעה בכוחו של בעל השליטה. בהתאמה, בחינה "על הנייר" של המנגנונים המוצעים מציעה, כי הם עשויים להיות אפקטיביים להגשמת התכלית של "השטחת" מבני החזקה פירמידליים.

מכיוון שהפעלת המנגנונים האמורים באופן מעשי עלולה להיות מלווה בזעזועים, רצוי לקבוע אמות-מידה מספריות (פרמטרים) לתיחום תחולתם תחילה לפירמידות, המציבות סיכון מערכתי



משמעותי מבחינת הריכוזיות או שיוצרות מצב חריף של בעיית נציג. בין הנקודות שניתן לבחון יצוינו הענפים שהן מעורבות בהם, היקפן הכספי, מספר הרבדים בפירמידה, שיעור ההחזקה של בעל השליטה בכל רובד, ובהחזקות צולבות בתוך הפירמידה. הרחבת התחולה לקבוצות קטנות בהיקפן הכלכלי ו"נמוכות" מבחינת מספר הרבדים שבהן תוכל להידחות לשלב מאוחר יותר.

חיזוק עצמאות הדירקטוריון

על פני הדברים, נראה כי מדובר בהמלצה חיובית אף כי יתרונה מוגבל לאור ההסדרים הקיימים כבר כיום בחברות ציבוריות. מדובר, כאמור, בדבר-מה לחיזוק. בד בבד, ההצעה אינה נקייה מקשיים. ראשית, כדי ליישם את ההמלצה באופן אפקטיבי יגדל הצורך להקל על איתור מועמדים הולמים לתפקיד הדח"צים, בין השאר באמצעות מאגר מידע לנושא. שנית, ככל שמדובר בהמלצות-משנה לנוגעות לרפורמה כללית בחוק החברות – למשל, המלצה 6(ד) – אין הן קשורות לריכוזיות או לחברות פער, והדיון בהן צריך להעשות באופן כללי.

תגמול בכירים

כפי שהוועדה מציינת, המלצה זו היא חזרה על המלצות וועדת נאמן, בתוספת חיוב להביא את השכר לאישור מיוחד באסיפה הכללית. לדעתנו, ראוי לדון בהמלצה בהקשר הכללי שבו היא נדונה כעת, לרבות ההיבטים הערכיים שלה, מבלי להגבילה להקשר של תופעת הריכוזיות.

פיקוח וועדת ביקורת על עסקאות שאינן חריגות

המלצה זו מוסיפה רובד של רגולציה לגבי קבוצה חדשה של עסקאות שאינן "חריגות", כמובן בחוק החברות, אך אינן זניחות. אנו מתנגדים להמלצה על בסיס מדיניות כללית, המתנגדת ליצירת קטיגוריות-ביניים במשפט מעבר לקטיגוריות הקיימות כיום.

אמות-המידה לסיווג בין קטיגוריות שונות הן תבניות רעיוניות מופשטות, שגם אם באופן עיוני ניתן להבחין ביניהן, קשה מאד להבחין ביניהן באופן מעשי בצורה עקבית – בין בתחזית מראש בשלב התכנון ובין בהחלה בדיעבד במקרה של בירור סכסוך. כך, למשל, קל להכריז על קיומה של חובה משפטית במעמד-ביניים בין חובת תום-הלב לבין חובת האמון של נושא משרה – למשל, חובת ההגינות המוכרת בחוק החברות (אם מאמצים את הפרשנות הנזכרת). אולם מתן משמעות בפועל למעמד-הביניים של חובת ההגינות הוא עניין מעורפל וסבוך ביותר.



מדיניות רגולציה שקולה צריכה לעשות כל מאמץ לצמצם את השימוש בתבניות-ביניים משפטיות כאלה עד למינימום ההכרחי. מכיוון שלגישתנו, יש בדין הנוכחי התמודדות נאותה עם עסקאות הנגועות בחשש לניגוד עניינים, ההמלצה המוצעת מיותרת ונוקה מרובה מתועלתה, גם בהתחשב בהמלצה לדרוש קביעה של אמות-מידה ל"זניחות".

חיזוק בעלי מניות המיעוט – אישור לפעולות משמעותיות

הוועדה ממליצה לדרוש אישור של המיעוט לשלושה סוגי עסקאות באופן כללי, אף אם אין מדובר בעסקה הנגועה בחשש לניגוד עניינים: רכישה של פעילות משמעותית, רכישת גרעין שליטה בחברה ציבורית אחרת, וגיוס הון או חוב בהיקף משמעותי.

למרבה הצער, יש בהצעה זו משום עירעור מוחלט של עקרונות-יסוד בדיני תאגידיים וממשל תאגידי. שלוש העסקאות הנקובות בהמלצה מהוות במהותן החלטות אסטרטגיות ממדרגה ראשונה. אין הבדל בין החלטה לפתח קו מוצרים חדש או להתרחב לשוק חדש לבין ההחלטה לרכוש פעילות או חברה בתחום החדש או לגייס מימון לצורך הפעילות הזו. החלטות אסטרטגיות נתונות באופן מוחלט לסמכות הדירקטוריון. זו תכלית קיומו, לצד ניטור ההנהלה, והדבר מעוגן בחוק החברות כמו גם בעקרונות ממשל תאגידי של ה-OECD. הפקעת הסמכות הזו מן הדירקטוריון מרוקנת אותו מכל תוכן ממשי, במיוחד כאשר פונקציית הניטור כפופה למערך רגולטיבי מסועף במסגרת חוק החברות וחוק נירות ערך. דירקטוריון סביר, שיש בו תמהיל טוב של אנשי-פנים ואנשי-חוץ בעלי כישורים רלבנטיים, הוא המסגרת הנכונה, והיחידה, להנחיית ההנהלה המעשית במישור האסטרטגי.

ברור לכל, שבחברות שבהן יש בעל שליטה – ולא דווקא בפירמידות – יש לבעל השליטה השפעה דומיננטית על החלטות אסטרטגיות בחברה, בין אם הוא מכהן באופן רשמי בדירקטוריון ובין אם לאו. כל עוד לא מתעורר חשש לניגוד עניינים – וכאמור, ההמלצה חלה על מצבים ללא חשש כזה – אין סיבה טובה לשלול מבעל השליטה את האפשרות להשפיע על מהלך ענייני התאגיד – דהיינו, לשלוט. יש לבעל השליטה תמריץ כלכלי בריא ומוטיבציה מספיקה להכנס למיזמים עסקיים שיניבו רווח לחברה ומוניטין טובים לה וגם לו.

זאת ועוד, לאור המימצאים האמפיריים שצוינו לעיל, המנגנון שמציגה ההמלצה הזו נעדר סיכוי לעמוד במשימה שתוטל עליו. הדרישה לרוב באסיפה הכללית מקרב בעלי מניות המיעוט משמעה, בפועל, העברת ההחלטה לידי המשקיעים המוסדיים. משקיע מוסדי טיפוסי שאיננו קרן גידור (אשר עשויה להציב אתגרים אחרים) נוקט גיוון בהשקעות שלו. במילים אחרות, אין לו כישורים, ידע, משאבים ובעיקר לא מוטיבציה לנתח באופן מלא את האסטרטגיה של כל חברה



וחברה בתיק ההשקעות שלו. אין זו ביקורת כלפי המשקיעים המוסדיים מכיוון שתפקידם בשוק ההון הוא תיווך פיננסי ולא ניהול עסקים. מוצדק להטיל עליהם אחריות וחובה להיות מעורבים בניהול רק כאשר לא ניתן לסמוך על מנגנוני הניהול – כאשר הללו נגועים בחשש לניגוד עניינים.

המציאות המוכרת שוללת את האפשרות לשגות ברומנטיקה. בדומה לעמיתיהם בארה"ב, חלק מהמשקיעים המוסדיים בישראל מעדיפים לעתים להעביר את החלטות שהופקדו בידיהם ל"מיקור חוץ" דה פקטו באמצעות גופי ייעוץ הצבעות (ובפועל בישראל, לגוף אחד). אין סיבה לצפות שלגבי החלטות עסקיות נוספות ינהגו אחרת.

עידוד אכיפה פרטית

המנגנונים הנדונים בהצעה הורחבו אך לאחרונה במסגרת תיקון 16 לחוק החברות לאחר דיון ממצה. מסמך ההמלצות אינו מניח בסיס לניתוח הרציות של תיקון נוסף בשעה שהמשקיעים המוסדיים סובלים מן החולשות עליהן עמדנו לעיל.

הגברת מעורבותם של המשקיעים המוסדיים

ככלל, אנו תומכים בהמלצות השונות המובאות במסגרת המלצה כללית זו. זאת, במסגרת עמדתנו הכללית, לפיה יש לחזק את יכולתם של המשקיעים המוסדיים לשמש מנגנון עיקרי של קבלת החלטות בלתי-נגועות בחברות ציבוריות. כדי לאפשר להם להביא בחשבון שיקולי ממשל תאגידי, כמצויין בהמלצה, יש מקום לפתח כלים נוספים, כגון כלי הערכה ודירוג שהמכון עוסק בפיתוחם. אנו תומכים גם בשיפור הגילוי בקשר עם הצבעות של גופים מוסדיים. בהקשר זה, אנו מציעים לבחון הטלת חובה על אלה לפרסם נייר עמדה לקראת הצבעות על עסקאות הנגועות בחשש לניגוד עניינים של בעל השליטה. אף כי ניתן לצפות שהתוכן של ניירות עמדה כאלה ייטה לנוסח קבוע, הדבר עשוי לעודד ניטור של משתתפי השוק על פעילות המשקיעים המוסדיים.

מעבר לכך, השאלה עד כמה יש לפקח על משקיעים מוסדיים – שאמורים להיות בעלי ידע ומשאבים ("משקיעים מתוחכמים") – באופן שכופה או מעודד אותם לנקוט תהליכי קבלת החלטות מובנים היא שאלה פתוחה, הטעונה הסדרה ללא דיחוי. וועדת חודק עסקה בנושא בקשר להשקעה באגרות חוב, וראוי לבחון תחילה לקחים מיישום המלצותיה. גם הסוגייה של גורמי הייעוץ וההסתמכות עליהם, אף שהיא קשורה לבעיית הריכוזיות, מעוררת שאלות רחבות וכלליות יותר, שראוי לדון בהן. המצב הנוכחי בישראל, שבו יש גורם ייעוץ בולט אחד, מעיב על האפשרות להסתמך על משקיעים מוסדיים כבעלי-מניות נייטרליים.



נשמח לעמוד לרשות הוועדה להוספת הבהרות.

בכבוד רב,

פרופי עמיר ליכט

עו"ד איל ניגר