

י"ב חשון תשע"ב  
09 נובמבר 2011

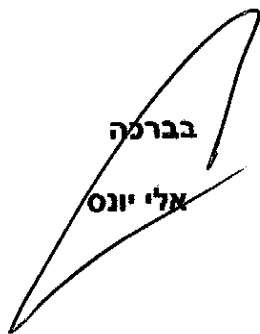


לכבוד  
הוועדה להגברת התחרותיות במשק  
באמצעות: מנכ"ל משרד האוצר  
רח' קפלן 1, ירושלים

שלום רב,

בהמשך להופעתי בפני הוועדה להגברת התחרותיות במשק, מצ"ב עמדותי בהתייחס  
להמלצות הביניים של הוועדה.  
ודאי תשמחו להיווכח כי הפעם אעדיף לתת פרסום לדברי במלואם באמצעי שלי ולא אמתין  
שיופצו, בשיבושים רבים, על ידי הוועדה.

בברכה  
אלי יונס



נובמבר, 2011

### נייר עמדה בעקבות המלצות ועדת הריכוזיות

טעונה בכוננות טובות, הוציאה ועדת שני מתחת ידיה עשרות רבות של המלצות שתכליתן לשכלל ולשפר את פעילות המשק ולמגר את קיני הריכוזיות שלכאורה קנו בו אחיזה לאורך השנים.

בין השאר, הקדישה הוועדה התייחסות מיוחדת לפירמידות וליחסי הכוחות בחברות השונות הנכללות בהן, בין בעל השליטה העיקרי ובעלי מניות המיעוט ("הציבור").

הבעיה אותה התיימרו חברי הוועדה לפתור היא, היעדר האיזון בין בעלי המניות השונים באופן שבעל המניות העיקרי בפירמידה נהנה משליטה בחברות הבנות והנכדות, גם כאשר באופן מעשי הוא מחזיק בחלק קטן מהון החברה.

אלא שעיון בהמלצות הוועדה בנושא זה מעלה, כי במקום לתקן את הדרוש תיקון, קרי את העיוותים המאפיינים חלק מהחברות הממוקמות בתחתית הפירמידה, מציעה הוועדה להכיל, באופן גורף, את השינויים על כלל "חברות הפער" – אותן חברות שבהן שיעור החזקותיו של בעל השליטה בזכויות ההצבעה גבוה משיעור החזקותיו בהון החברה (כשאלו נמוכות מ-50%), במנותק מהשאלה אם מדובר בחברות שהן חלק מפירמידה או כאלה שעומדות בפני עצמן. מהלך כזה אם ייצא לפועל, עלול לגרום לנזק בלתי הפיך באופן פעילותן של חברות רבות וביחסי הגומלין בינן ובין הבנקים ושוק ההון.

ושוב, כפי שחוינו לפני שנים ספורות עת אושרה רפורמת בכר, מובילה קבוצה מצומצמת של "מומחים" את המשק כולו לניסוי שאיש לא יודע להעריך את תוצאותיו, וכשאינן באמתחתם ערובה כלשהי להצלחתו, משל היינו "שדה ניסוי" לחדשנות עולמית בדיני תאגידים. בדיוק כמו אז, נקרא המשק לקפיצת בנג'י רבת הוד, מבלי שייבדק תחילה אם קרסוליו מעוגנים היטב בקרקע המציאות.

מקריאת המלצות עלול להתקבל הרשם, כי חברי הוועדה "התקנאו" בחוליי שיטת השלטון בישראל, וביקשו "לייבא" אותה אל הממשל התאגידי. דהיינו, כמו בפוליטיקה המקומית גם בסקטור העסקי יזכה המיעוט להשפעה גדולה עשרות מונים מכוחו וממידת מחויבותו, כשיכולת קבלת ההחלטות והביצוע תסורס לחלוטין.

מלחמת החורמה שהכריזה ועדת שני בפרמידות, גרמה לחבריה לשכוח את ההבדלים היסודיים הקיימים בין בעל שליטה עיקרי בחברה לבעלי מניות המיעוט מקרב הציבור. זאת, ככל הנראה, מתוך השקפת עולם מעוותת לפיה, בשונה מבעלי מניות המיעוט, לבעל השליטה יש כביכול אינטרסים נסתרים וזרים לטובת החברה שבה השקיע ממיטב כספו. שהרי "הם" – המוסדיים, מתנאים בתואר "ציבור" ואין ספק בכלל שכל פעולתם ותכליתם מכוונת לטובת החברה בעוד ש"הוא" – בעל השליטה, נמנה עם בעלי ההון – ואולי אפילו כבר עלה בידו להעפיל למעלת "טייקון" – מה שהופך אותו מיידית ל"חשוד" ולכזה שיש להצר את צעדיו.

#### אלא שהאמת כמובן הפוכה:

בעל השליטה העיקרי רואה בהשקעתו מהלך אסטרטגי ארוך-טווח. הוא מזרים הון רב, מתאפיין בגמישות יציאה מועטה, יש לו מחויבות ניהולית וכמובן אחריות וחשיפה ציבורית. לעומתו "הציבור", משקיע בחברה באופן מוגבל, מתאפיין בנזילות גבוהה וביכולת להגיב במכירה בכל רגע נתון, ויש לו אפס מחויבות ניהולית. בניגוד לבעל השליטה הממשיך להחזיק בחברה גם בזמנים קשים, יכולים המוסדיים להחליט, בכל עת שיחפצו וללא סנטימנטים מיותרים, על מכירת אחזקותיהם והשקעת התמורה בחברה אחרת. חשיבתם של אלה באשר להשקעה בחברה זו או אחרת מתמקדת בדרך שבה יוכלו להפיק לעצמם מכסימום רווחים כתוצאה מתנועת המנייה, וגמישות השקעתם הופכת את שיקוליהם לקצרי טווח. לא כך, ככל שמדובר במחזיקי המניות הגדולים.

יוצא אפוא, ששינוי יחסי הכוחות הגורף בין בעלי המניות עליו ממליצה ועדת שני, לא נועד לעשיית "צדק" שמטרתו למנוע "קיפוח" זכויות הציבור לטובת בעל השליטה אלא להיפך – הוא יוביל לעושה זכויותיו של מחזיק המניות העיקרי. אם עד היום, ניתן היה לכפות על מיעוט זניח להשתתף בהצעת רכש, הגיוני היה להחיל אותם כללים גם על בעל שליטה שאחזקותיו מועטות (למשל, בחברה בת, "נכדה" או "נינה" במבנה פירמידאלי). אלא, שעל-פי ועדת שני, מעתה יהיה ניתן לכפות תהליך כזה גם על בעל שליטה המחזיק ב-49% מהון החברה. הלזה ייקרא "עשיית צדק"...??

שינוי "סדרי בראשית" שמחוללת ועדת שני, ישפיע דרמטית גם על הפרקטיקה של העמדת המימון הבנקאי לסקטור העסקי. אם מניות "בעל השליטה" משמשות ביטחון בידי הבנק, כנגד אשראי שהועמד לו, מה יקרה במצב של "מכירה כפויה": האם זכויות הבנק כבטוחה יגברו או שמא יאנס הבנק לוותר על המניות?

ואם סיכון כזה אומנם קיים, איזה בנק יהיה מוכן להעמיד מימון לרכישת גרעין שליטה או חבילת מניות בכלל?

ומה משמעותו של סיכון כזה בכל הקשור ל"משיכת השטיח" מתחת לרגלי משקיעים – כמו גם בעלי שליטה, בכל מקרה בו חלה תנודה קיצונית במניה, גם אם להערכת הבנק ובעל השליטה העיקרי, מדובר בתנודה קצרת טווח?

#### הצעת הוועדה בעייתית גם בהיבטים נוספים:

בסביבות רגולטוריות מסוימות מקובל שרכישת גרעין שליטה משמעותי מחייבת הצעת רכש לציבור (הדגש הוא על "משמעותי") ובכך "לפזר" את פרמיית השליטה. בשום סביבה רגולטורית לא מקובל לכפות על מחזיק מניות (שאיננו שולי ממש) מכירה במחיר מוכתב (מחיר השוק, לעיתים בסביבה משברית כלכלית). גם כאן יש חידוש של ממש, שכן מעתה – כך לפי ועדת שני, ניתן יהיה לכפות מכירה על מחזיק מניות כבד-משקל ולאנוס אותו להיפטר מהשקעתו, גם כאשר הוא עצמו ממשיך להאמין בחברה ובמניה. זאת, כאשר שיקולי המשקיעים המוסדיים עשויים להיות גם במקרה זה קצרי טווח: הירידות נמחקו ברבעון הקודם. הרבעון השוטף מראה רוח נאה – למה בעצם לא לממש בנקודת הזמן הזו ולהעלות אדמוניות בלחיי תיק ההשקעות שלהם...?

הניסיון להסתמך על מחיר שוק בעייתי במיוחד לאור פסיקה של בית המשפט העליון שקבע, כי במקרה של הצעת רכש עוינת אין להסתמך על מחיר השוק כמשקף את שווי החברה אלא על היוון זרם ההכנסות שלה. על פי הצעת ועדת שני, די בהצעה של 10% מעל מחיר המניה – גם כזו שנקלעה לירידות בשל תנודת שוק קיצונית, כדי לכפות מכירה במקרה של ניסיון השתלטות חיצוני.

האם אנו באמת מבינים עד הסוף מה המשמעות של שינוי כזה, בכל הנוגע להתנהגותם של משקיעים פוטנציאליים?

האם ברור לנו כיצד ישפיע הדבר על גיוס השקעות זרות או "הברחת" משקיעים ישראליים לבחינת אלטרנטיבות בחו"ל?

ומה המשמעות של צעד כזה בכל הקשור ליחסי הגומלין בין הסקטור העסקי לגופים המממנים? שהרי מימון רכישת גרעין שליטה במציאות שכזאת, עלול להעמיד את הבנק המממן בפני מצב שבו פער זמני בין מחיר השוק לשווי החברה יגרוור אותו כשותף למאבק שליטה, ולנזק שייגרם לו ממימוש הבטוחה שבידיו במחיר פוגעני. התוצאה היא הרת אסון לבנק ותוביל באופן טבעי לירידה בנכונותו להשתמש בעתיד בכלי המימון שבידיו, כדי לאפשר רכישת גרעין שליטה. במצב שכזה, מי בדיוק יהיה מוכן לממן רכישת גרעין שליטה?

אין ספק, כי שינוי כללי המשחק יוביל לקיפאון ב"החלפת ידיים" בחברות בשל היעדר מימון בנקאי וכתוצאה מכך יורחקו רוכשים פוטנציאליים בשל הדרישה המקדמית מהם, להיות מסוגלים לרכוש 100% מהחברה – דבר נדיר ולא מצוי בפרקטיקת העסקים העולמית. חברות כושלות שמשוועות לרענון בפעילותן ובאיכות הניהול שלהן תיוותרנה בריקבון, ואין מושיע.

זאת ועוד; הרחקת בעלי שליטה עיקריים מפרממות עסקיות עלולה לגרום לכך שאת העיסוק בשכר הבכירים יחליף העיסוק בבעיית "שלטון המנהלים". כך נמצא את עצמנו באותה מציאות בדיוק שהובילה למשבר הפיננסי העולמי של 2008: חשבון קצר-טווח של בעלי מניות ושל מנהלים, ללא בקרה וללא איזון. הניסיון לטעון, כי הרגולציה היא שתיתן מענה לבעיה זו, הינו חסר שחר. אלא אם כן הכוונה היא, שהרגולטורים יתחילו לנהל בעצמם את החברות, מבחוץ. אגב, המצדדים במהלך הזה מבקשים להסתמך על בגרות ורצינות מצד המוסדיים. למרבה הצער, כך בדיוק הדפו את טיעוני המתנגדים לרפורמת בכר. אלא שהיום, לאחר הניסוי הכושל ההוא, כבר לא צריך להכביר מילים על איכות הרגולציה שתחתה פועלים המוסדיים וגם לא על מידת אחריותם ומקצועיותם.

כדי להבטיח שרק הדרוש תיקון יתוקן, בלי שנפגע ביסודות החיוניים להמשך פעילותו התקינה של הסקטור העסקי, חובה להכניס שורה של איזונים בהמלצות ועדת שני. זאת, על מנת שלא נימצא שופכים את התינוק עם המים כפי שלמרבה הצער עשינו ברפורמת בכר.

### **הטיפול בפירמידות – הצעה אלטרנטיבית**

מילת המפתח בהצעה האלטרנטיבית היא מידתיות: לא הרי בעל שליטה המחזיק ב-10-15 אחוז מההון, כבעל שליטה המחזיק ב-45 אחוז ממנו. ומכאן, שהוועדה חייבת להבהיר, כי הצעותיה לא יחולו על כלל "חברות הפער" אלא רק על אותן חברות שהן חלק מפירמידה ושבהן קיימת אנומליה בוטה ולא פרופורציונאלית, בין שיעור האחזקות בהון של בעל השליטה לשיעור החזקותיו בהצבעה.

במקרה של הצעת רכש ראוי לקבוע, כי ניתן יהיה לכפות הצטרפות להצעה כזו על מחזיקי מניות גדולים, אך בשיעור שווה או פרופורציונאלי לזה שבו אפשר יהיה לכפות הצטרפות על מחזיקי מניות קטנים להצעת רכש של בעל מניות שליטה.

בהתחשב בכל האמור עד כאן, יש לתהות האם באמת רצוי להגביל בעל שליטה בשיעור של 45% לדוגמה, בקבלת החלטות עסקיות (שאינן עסקאות בעל עניין) כשהוא זה הנושא באחריות העליונה קרי, בעיקר הנזק במקרה של החלטות כושלות, בעוד שאין לו את "גמישות הבריחה" שיש למוסדיים? התשובה לשאלה זו ברורה לדעתי, ואת האנומליה הזו ניתן לפתור בהחלת ההגבלה רק על אחזקה משורשרת שלא עולה על 20%.

ככלל, יש מקום להתייחס למדרג ההשפעה של מחזיק מניות גדול בהתאמה לשיעור החזקתו. אין מקום לבטלה כליל או להעמידה כנחותה בהשוואה להשפעתם המצרפית של משקיעים קטנים וקצרי טווח. למרות האסוציאציה החיובית העולה ממנו, אין לקבל מציאות לפיה התואר "ציבור", יעניק זכויות-יתר למחזיקים בו.

הוועדה והמלצותיה באו לתמוך בהשקפת עולם. לאו דווקא (ודאי לא בהקשר גורף) בבעיה שקיבלה ביטוי חד משמעי אמפירי. אין בכך רע, אך רצוי שמסקנותיה יבחנו את מכלול ההיבטים ואת נזקיה האפשריים. ולא, אין טעם לחזור על האמירה החבוטה בדבר "משקיעים זרים" שיחליפו את בעלי השליטה שיאולצו להיפרד מהחזקותיהם. לאלה אנו ממתינים עוד מימיה של רפורמת בכר. הם לא הגיעו אז. הם לא יגיעו גם עכשיו!

בשולי הדיון הציבורי בהיבטים הכלליים של "הריכוזיות" עולות טענות בדבר השפעת בעלי ההון ובמיוחד מי שמחזיקים ב"פירמידה", על השלטון. טיעון זה אינו נשען על אירועים או עובדות קונקרטיות ומטרתו אחת: יצירת רוח גבית אוהדת שאיוושתה תטשטש את סכנות ההרפתקה הרגולטורית החדשה. דעת בעלי ההון, כמו זו של שאר אזרחי המדינה, ראוי שתישמע. היכן (ואם) שזו מוצאת אפיקים פסולים יש למצוא טיפול הולם וממוקד כדי לטפל בה. אין בין טענה כזו לטענות בדבר ההשלכות העסקיות של מבנה הפירמידה דבר וחצי דבר.