

13 בנובמבר 2011

ד"ר דוד תדמור ועו"ד אמיר שרף ממשרד עוה"ד תדמור ושות' מתכבדים להגיש בשם מרשינו, איגוד החברות הציבוריות, נייר עמדה זה, שעניינו אותו חלק מטייטת ההמלצות של הועדה להגברת התחרותיות במשק ("הועדה"), העוסק בסוגיית השליטה בחברות ציבוריות באמצעות מבנה החזקות פירמידאלי ("ההמלצות"). על פי הנחיותיכם הפרוצדוראליות – שעל חוקיותן אנו חולקים נמרצות שכן הן פוגעות באופן קשה בזכות השימוע של מרשינו בפני הועדה – נגיש נייר עמדה משלים לקראת סוף חודש זה, ואף נבקש להופיע בפני הועדה ולהישמע בפניה בעל פה בנושא זה.

כלכלת ישראל כשדה ניסויים

הועדה סבורה כי קיימת בעייתיות בהגנה על המשקיעים בחברות הפער בישראל; ספק רב בעינינו אם כך הדבר, אולם גם אם צודקת הועדה בבעיה שהיא מזהה, כפי שנראה, הפתרונות שהועדה מציעה הרפתקניים ושגויים.

תחת ידי הועדה יצאה טיוטת דין וחשבון הכוללת המלצות מסוכנות למשק הישראלי, בעייתיות בצורה בלתי רגילה, מרחיקות לכת, חסרות מקבילה בעולם וחסרות תקדים. המלצות הועדה מבוססות באופן שגוי לחלוטין על מודלים תיאורטיים ורעיונות אקדמיים. הן מקיפות מספר רב ביותר של חברות ציבוריות, המהוות אחוז ניכר מכלל החברות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בת"א ונדבך מרכזי במשק הישראלי. קבלתן תהפוך את כלכלת ישראל כולה לשדה הרפתקני של ניסויים ברעיונות מסוכנים, שנוקם המייד ודרך הטווח עולה מונים רבים על התועלת השולית, אם בכלל, העשויה לצמוח מהם. דיני תאגידים, הסוטים באופן כה חריף מהנורמה המקובלת בעולם המערבי, גם עלולים לפגוע קשות בנכונותם של זרים להשקיע בחברות ישראליות ובשוק ההון בישראל בכלל, או להמשיך להחזיק בהשקעותיהם הקיימות, ופגיעתם ארוכת הטווח במשק הישראלי צפויה להיות חמורה.

יישום המלצות הועדה צפוי לפגוע באופן מהותי ודרמטי דווקא בשווי החזקות של בעלי המניות מהציבור (מוסדיים והחזקות ציבור ישירות) בחברות הציבוריות המחזיקות בחברות פער, וגם באחזקות הציבור בחברות הפער עצמן. במסגרת המטרה הכללית, שניצבה נוכח עיני הועדה לצמצם את פעילות הפירמידות, נקלעו ל"קו האש" וייפגעו דווקא נכסי כל אותם בעלי מניות מהציבור, אשר בחרו להחזיק במניותיהן של חברות החזקה או חברות פער במשק.

אנו קוראים לחברי הועדה לתת משקל משמעותי ביותר לקולות העולים מהגופים ומהאנשים המצויים במרכז העשייה – חברות ציבוריות ומנהליהן, בעלי מניות (מיעוט ושליטה) בחברות הפער ובחברות המחזיקות בהן, אנשי משפט ובנקאי השקעות – קולות המציפים את המשמעות האמיתית, לא התיאורטית, של שינויים כה מרחיקי לכת וחסרי תקדים. אנו גם מדגישים, כי המלצות הועדה, אם תתקבלנה, תפגענה פגיעה קשה בזכויותיהן של חברות ציבוריות רבות, בקניינן ובחופש העיסוק שלהן. כל אלה יבואו לעולם בחופזה, ללא תשתית ראויה, אגב קיום מעין-שימוע שכלל אינו עומד בדרישות הדין. מרשינו מוחים על כך נמרצות והם מתכוונים למצות את זכויותיהם שבדין בהקשר לכך.

הפגיעה במשק הישראלי ובקניין החברות הציבוריות נוכח רטרואקטיביות ההמלצות

יישום המלצות הועדה ביחס לחברות פער קיימות, וביחס לחברות המחזיקות בחברות פער קיימות, עולה כדי שינוי רטרואקטיבי מובהק בדין, ויש להימנע ממנו. שינוי זה משמעו התערבות שלטונית גסה באינספור חוזים והסכמים במשק הישראלי, פגיעה בזכות ההסתמכות של בעלי הקניין, ופגיעה בציפיות הסבירות שלהם. החלת ההמלצות ביחס לחברות פער קיימות, כמו כל שינוי רטרואקטיבי, צפויה גם לגבות מחירים כבדים מהמשק הישראלי. בכל אקט רגולטורי, המשנה את "כללי המשחק" בדיעבד, יש כדי לפגוע בוודאות הכלכלית-משפטית במשק ובזכויות המשקיעים בו, על כל המשתמע מכך. מרשינו סבורים, כי יש לקבוע תחולה פרוספקטיבית להמלצות הסופיות של הועדה, כך שהן תחולנה רק ביחס לחברות פער חדשות ורק לגבי החזקות חדשות בחברות פער. בנוסף, אם תחליט הועדה לקבוע תחולה רטרואקטיבית ביחס לחלק מהמלצותיה, קיים הכרח לקבוע לכך תקופת מעבר בת חמש שנים לפחות, בכדי לאפשר התארגנות נאותה של המשק הישראלי ושל המשקיעים המקומיים והזרים לשינויים הרגולטורים הדרמטיים הכלולים בהמלצות.

הגדרת "חברת פער" ונזקה

הכוונה להציב רף שרירותי לשיעור החזקותיו של בעל השליטה בהון החברה, רף שמתחתיו תוגדר החברה כ"חברת פער" אם מתקיימים תנאים מסוימים, אינה מתחשבת כלל ברבגוניות מגוון הסיטואציות העסקיות בחברות השונות ובמורכבותן, באיכות הממשל התאגידי בכל חברה, בגודלה, בהיקף הונה, ובפרמטרים רבים נוספים. הועדה לא הציגה שום תשתית אמפירית או תיאורטית להצבתו של רף שרירותי כזה; היה עליה להימנע מהוראה המנוסחת ככלל משפטי קונקרטי, ותחת זאת – אם בכלל – לקבוע סטנדרטים שבצידם שיקול דעת להגדרתה של חברת פער.

בניגוד לכוונת הועדה, הרף השרירותי שהיא מציעה להגדרת חברת פער ייצור לבעלי שליטה תמריץ שלילי מהותי שלא לרדת אל מתחת אליו. במקום צמצום רמת החזקה של בעלי שליטה בחברות ציבוריות, דוחפת המלצת הועדה להגדלת רמות החזקה אלה, ובכל מקרה היא ממריצה בעלי שליטה שלא לרדת אל מתחת לרף האמור. תוצאה מסתברת והכרחית זו מנוגדת לחלוטין למטרות הועדה.

עקב חדשנותו של המונח "חברת פער", היעדר תשתית תיאורטית-אמפירית לקביעת רף שרירותי בהגדרה זו, והעובדה כי כללים מעין אלו כלל אינם מוכרים בעולם, גם אם הועדה תמליץ על רף שרירותי כלשהו, עליו לכלול מקרי קיצון בלבד. הרף שנקבע גורם לחברות רבות מדי להיות מוגדרות כחברות פער, באופן המנותק אפילו מהתשתית התיאורטית עליה התבססה הועדה עצמה.

פרופסור אריה בבצ'וק, בחוות דעתו לועדה, קובע כי קיימת בעייתיות במצב של שליטה בחברה אגב החזקה של "שבר קטן" ("small fraction") מהונה. במאמר קודם בנושא זה מבהיר פרופסור בבצ'וק, כי הבעייתיות הזו נגרמת, לתפישתו, מ"הפרדה קיצונית" ("radical separation"), בין שיעור החזקותיו של בעל השליטה בזכויות ההצבעה בחברה ובין שיעור החזקותיו בהון החברה.¹ אין דבר ואף לא חצי דבר בין עמדה מקצועית זו ובין המלצות הועדה. הגדרת הועדה לחברת פער נוקבת ברף של 50%, רמה השונה באופן קיצוני מהמונח

¹ Bebchuk, Lucian; Kraakman, Reinier; and Triantis, George, "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights" (1999). Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series. Paper 249.

"small fraction", המבטא שיעור של 3% או 5% - בוודאי לא שיעור של 50% או כל שיעור הקרוב אליו. הועדה התנתקה לחלוטין מהתשתית התיאורטית עליה התיימרה להתבסס. ההגדרה המוצעת למונח "חברת פער" מרחיבה כל כך, עד שהיא יוצרת מציאות בה כמעט כל חברה ציבורית, הנמצאת בבעלותה של חברה ציבורית אחרת, תיחשב חברת פער, גם כאשר אחוזי ההחזקה בה גבוהים.

אנו מבקשים מהועדה שלא לקבוע רף כלל, אלא להסתפק בקביעת סטנדרטים שבצידם שיקול דעת. אם בכל זאת תחליט הועדה לקבוע רף שרירותי, עליו להיצמד לבסיס התיאורטי עליו נשענת הועדה, ולקבוע כי חברה תבוא בגדר הכלל האמור רק כאשר בעל השליטה מחזיק באחוזים בודדים מהון החברה, ורק בהתקיים הפרדה קיצונית בין שיעור ההחזקה בזכויות ההצבעה של בעל השליטה לשיעור ההחזקה בהון.

בנוסף, הנתונים האמפיריים שפרסמה הועדה בפרק העוסק במבנה שליטה פירמידאלי, עוסקים בקבוצות העסקיות הגדולות במשק, בדגש על עשר הקבוצות העסקיות הגדולות ביותר. עם זאת, כאשר הועדה הגדירה מהי חברת פער, היא קבעה כי בתנאים מסוימים די בכך שחברה ציבורית אחת תישלט על ידי חברה ציבורית אחרת, על מנת שהחברה הנשלטת תיחשב כחברת פער. תוצאה זו אינה סבירה. יש לקבוע כי רק במקרים בהם מדובר בשרשרת שליטה פירמידאלית, אשר מספר שכבותיה משמעותי, ניתן יהיה להגדירה כפירמידה, ואת החברות הנמצאות במורד השרשרת הפירמידאלית כחברות פער.

כמן כן, יש להותיר בידי מחזיקי המניות מקרב הציבור בחברת הפער את האפשרות לקבוע, כי הם אינם מעוניינים שההוראות האמורות תחולנה על החברה. אין לשכוח, כי בעלי מניות רבים מאד מחזיקים במניות של "חברות פער", מן הסתם לשביעות רצונם, שאחרת היו מוכרים זה מכבר את מניותיהם.

המלצה 2: הוצאה ממדדים של פעילות כפולה משמעה פגיעה בכלל בעלי המניות הקיימים

הוצאה של מניות חברות האם ("חברות הדופליקציה") מהמדדים בהם הן נמצאות, תוביל לירידה מהותית בסחירות אותן המניות ולשחיקה במחיריהן, ולפיכך לפגיעה במחזיקי מניות חברות האם (הן בעלי השליטה והן בעלי המניות מהציבור). הפגיעה הקשה של מהלך זה לא תצומצם למשקיעים בחברות האם, אלא תחול גם על משקיעים במכשירי השקעה במדדים אלו. על מנת למנוע זעזועים בשוק ההון המקומי ואובדן כספי ציבור בהיקפים העשויים להיות נרחבים, אנו מבקשים להימנע מהוצאתן של חברות הדופליקציה הקיימות מהמדדים, ולהחיל סעיף זה באופן פרוספקטיבי.

ההגדרה של חברת דופליקציה אף היא רחבה מדי, שכן היא מתייחסת לפרמטרים חליפיים ולא מצטברים – מחזור פעילות או רווח תפעולי או סך נכסים. נכון יותר לבחון את שאלת הפעילות הכפולה על פי פרמטרים מצטברים.

המלצה 4: מגבלות על יצירת חברת פער חדשה תפגענה בשוק השליטה ותפלינה לרעה חברות ציבוריות

המגבלות, אותן מבקשת הועדה להטיל על יצירת חברת פער חדשה, משמען שלילת האפשרות לשלם פרמיית שליטה לגיטימית עבור דבוקת שליטה, בחברה אשר תהפוך בעקבות הרכישה לחברת פער. כידוע, רוכשי דבוקת שליטה מוכנים לשלם במקרים מסוימים פרמיית שליטה מטעמים לגיטימיים, ואף הספרות המשפטית מכירה בכך. בעלי שליטה יעילים מפיקים תועלת מעמדת השליטה, לא מהעברת משאבים מהתאגיד לרשותם, אלא באמצעות פעולות להשאת ערך התאגיד עבור כלל המשקיעים, ואין כל סיבה למנוע מבעדם את רכישת השליטה. המלצת הועדה שוללת פעילות כלכלית לגיטימית במקום להתמודד עם הפתולוגיה של פעילות זו.

המלצה זו של הוועדה גם תייקר את רכישת השליטה בחברות ובכך תצמצם את שוק העברות השליטה בישראל, תמנע ביצוע עסקאות יעילות שתועלתן רבה, תגביר את הריכוזיות, ותפגע בדינמיות העסקית במשק. המלצת הוועדה משמעה גם פגיעה קשה במוביליות הכלכלית בישראל, אגב קיבועם של בעלי ההון הנוכחיים כבעלי השליטה בחברות הציבוריות בישראל. זהות בעלי השליטה בישראל ותולדותיהם האישיים ממחישים היטב, כי יישום המלצה זו יפגע לכן לא רק ביעילות הכלכלית של המשק הישראלי, אלא גם במוביליות של הבעלות על חברות בישראל מן הפן החברתי.

ההמלצה אף יוצרת אפליה בוטה בין חברות ציבוריות לחברות פרטיות בעת רכישת חברה ציבורית, אפליה העולה כדי פגיעה מהותית ביכולת התחרות של חברות ציבוריות. כך נגזר מהעובדה לפיה רכישת חברה ציבורית בידי חברה ציבורית אחרת תצמיח כמעט תמיד חברת פער, בעוד שאותה רכישה, אשר תתבצע על ידי חברה פרטית, לא תביא לתוצאה האמורה. רכישה של חברה ציבורית אף תהפוך יקרה יותר עבור חברות ציבוריות לעומת אלה הפרטיות, ובכך ייפגעו התחרות והקצאת המשאבים היעילה במשק.

המלצה 5: מתן "זכות יציאה" לבעלי מניות המיעוט והשלכותיה הקשות על המשק הישראלי

המלצה קיצונית ובלתי סבירה זו שוללת מחברות את היכולת לתכנן לאורך זמן את פעילותן; היא תשפיע באופן מזיק על צרכי הנזילות של חברות במשק ועל החלטות ההשקעה שלהן; והיא תביא באופן מחזורי לשינויי שליטה בלתי יעילים ובעלי השפעות הרסניות למשק כמו גם לרכושם של בעלי המניות.

הברירה שמציעה הוועדה להעמיד בפני החברה האם, למכור את החזקותיה בחברת הפער או לרכוש את מניות הציבור, ברוב המקרים של המקרים, אינה מייצגת חלופה ריאלית. בעלי השליטה בחברת הפער לא יהיו, ככלל, בעלי אמצעים נזילים לביצוע עסקת הרכישה. מכאן, שהמלצה זו מיועדת כולה לחייב את החברה האם לבצע עסקה, בה היא אינה מעוניינת. שוב באה הוועדה לשלול החלטה כלכלית לגיטימית – כאן החלטה של החברה האם – למרות שבמקרים רבים יהיו טעמים טובים וראויים שלא להיענות להצעת הרכש של הצד השלישי. גרוע מכך, מבחינה משקית שוקלים בעלי השליטה שיקולי טווח ארוך, בעוד בעלי מניות המיעוט מקרב הציבור שוקלים שיקולים לטווח קצר יותר, והם אינם משקיעים את המשאבים הנדרשים לקבלת החלטה מודעת ומושכלת; המלצת הוועדה תשלול שיקולי טווח ארוך מבעלי השליטה. מכל אלה ומפגעים קשים אחרים מתעלמת הוועדה. היא מותירה חלק ניכר מהחברות הציבוריות בישראל טרף קל וזול לספקולנטים מקומיים וזרים, ראויים ושאינם כאלה, אשר ישתלטו על חברות בנזיד עדשים כאשר יורד שוק המניות כולו מטעמים אקסוגניים; המלצות הוועדה אמנם פוגמות בערך החברות הציבוריות ומרתיעות השקעות, אך גם סחורה פגומה כדאי לקנות במחיר זול.

המלצה 7: אישור שכר הבכירים באסיפה הכללית – פגיעה ביכולת החברה למשוך מנהלים מוכשרים

משמעותה המעשית של דרישה זו היא, בין היתר, כבילת ידיה של החברה מלהתחרות על נושאי משרה מוכשרים ואיכותיים, שלא יסכימו כי המו"מ עימם ייחשף בעודם מכהנים בתפקיד בתאגיד אחר.

המלצה 9: ממשל תאגידי וגילוי – חיזוק בעלי המניות מהציבור – הקניית סמכות ללא הטלת אחריות

גם המלצה קיצונית זו, חסרת תקדים וחסרת מקבילה בעולם, תביא ביישומה, כפי שנקבע גם בדעת המיעוט בוועדה, לפגיעה מהותית בפעילותן של חברות הפער, ולפגיעה משמעותית בכלל בעלי מניותיהן.

עקרון הבסיס של דיני החברות המודרניים – בעיית הנציג – מוצא בישראל ביטוי מתקדם, בדין החל על עסקאות בעלי עניין – כך בדין הקיים; ואולם כאן אין מדובר בעסקאות בעלי עניין, אלא בהמלצה להעביר

לאישור בעלי המניות, שאינם קשורים לבעל השליטה, שורה של סוגיות המצויות בליבת הפעילות העסקית של חברת הפער. זו המלצה בעייתית ביותר, העומדת בסתירה מוחלטת לאופן התנהלותן של חברות ציבוריות בעולם המערבי כולו. לא בבעל השליטה פוגעת המלצה זו, כי אם בבעלי מניותיה של חברת הפער, אשר ימצאו עצמם בחברה המתנהלת באופן מאולץ ובלתי יעיל, בידי בעלי שליטה אפקטיבית מתחלפים, וכן בבעלי המניות בחברה האם אשר יחזיקו בנכס ששווי נפגם.

הועדה ממליצה להעביר לאישור בעלי המניות מקרב הציבור סוגיות עסקיות-ניהוליות מובהקות, ובהן נטילת חוב וגיוס הון, עסקאות רכישה, ושכירת מנהלים. בפועל מבקשת הועדה להפקיע את זכות ההחלטה בסוגיות אלה מדירקטוריון החברה ולהעבירה, הלכה למעשה, לגופים מוסדיים המחזיקים במניות החברה; ובמקרים מסוימים, לבעלי מניות מועטים מקרב הציבור. אלה גם אלה אינם בעלי הידע והמיומנות הנדרשים לקבלת החלטות כאלה בתאגיד, וגרוע מכך, לעתים הם (בדגש על המשקיעים המוסדיים) אף מצויים בניגוד עניינים ממשי עם חברת הפער. מצב בעייתי זה מוחרף עוד יותר בשל המלצה 12, לפיה בעלי המניות מהציבור, ובכלל זה המשקיעים המוסדיים, יהיו רשאים לתאם עמדות ולפעול במשותף לקראת אסיפה כללית. בכך למעשה תועבר השליטה בחברת הפער לידי הגופים המוסדיים, שיוכלו לפעול, בחסות החוק, כקבוצת שליטה בחברת הפער. המלצות אלו תגרומנה להפעלת סמכות ללא אחריות, דבר חמור כשלעצמו; להפעלת סמכות ללא מיומנות וללא ידע; תחשופנה את החברה ואת מנהליה לסחטנות עסקית; תשלולנה מהנהלת חברת הפער חלק משמעותי מהיכולת לנהל אותה; ותבאנה לאבדן הזדמנויות עסקיות רבות, מצד מוכרים שלא ימתינו לקבלת אישור בעלי מניות של הרוכשת – אם בכלל יסכימו הם להיכנס מלכתחילה למשא ומתן עם רוכש, שאינו מסוגל להתחייב בחובות סודיות מקובלות או לחתום על חוזה מחייב עד לאישור בעלי מניותיו לעסקה. הצעה זו, שהיא רעה לגופה, גם תעצים את הבריורקריטיה התאגידית, באופן שיאט ויסרבל את העבודה השוטפת בחברה ויעכב ואף ימנע קידומן של עסקאות יעילות ורצויות. יש לבטל המלצות רעות אלה.

הצעה 16: הגבלת כוחו של בעל השליטה באסיפה הכללית - הפקעה שלטונית של קניין פרטי

נזכיר לועדה הנכבדה: השליטה בתאגיד היא נכס אשר שיטת המשפט הישראלית הכירה בו זה מכבר. הצעת הועדה היא הפקעה בוטה של קניין בידי המדינה. אם תתקבל הצעה קיצונית זו, הרי שמעבר להיבט הפקעת הקניין בחברה הבת, ייגרם במימוש ההצעה נזק קשה, הן לחברות הפער והן לחברות האם. נטילת נכס זו, שאין פיצוי בצידה, משולה להפקעה שלטונית של קניין פרטי, ועליה להידחות קטגורית בשיטה כלכלית ומשפטית כשלנו. גם מן ההיבט הזה, וגם מן ההיבט של החיזוק חסר הפרופורציות של כוח בעלי המניות מקרב הציבור בחברות הפער, יש לדחות הצעה זו מכל וכל.

ד"ר דוד תדמור ועו"ד אמיר שרף, 13 בנובמבר 2011.