THE MARKER - הארץ
עמוד 18 , 06/06/2012 , 26.24 x 17.56
כתבים: ערן אזרן
32330806



גדולים עלינו
בעיית הריכוזיות במשק הישראלי

"המלצות ועדת הריכוזיות – ציון דרך בטיפול בפירמידות"

יו"ר רשות ני"ע, שמואל האוזר, הדגיש כי נכון יהיה לאמץ מגבלה של שלוש שכבות לפירמידות – גם בקבוצות עתידיות

מאת **ערן אזרן**

"המלצות ועדת הריכוזיות הן ציון דרך חשוב בהתמודדות עם בשלי השוק שעשויים להיגרם בשל תופעת הריכוזיות והפירמידות" – כך אמר יו"ר רשות ני"ע, פרופ' שמואל האוזר, בכנס שעסק בממשל תאגידי וריכוזיות והתקיים בקתדרה לממשל תאגידי באוניברסיטת בר אילן אתמול.

לדברי האוזר, חבר בוועדת הריכוזיות ומי שעמד בראש הצוות לבחינת הפירמידות, הוועדה זיהתה את הבעייתיות בפער שנוצר בין האחזקה במניות על ידי בעלי השליטה בפירמידות לבין יכולתם לשלוט ולנווט באופן בלעדי את החברות. כלומר, המבנה הפירמידיאלי המשורשר גורם לבעלי השליטה להחזיק בחברה תוך השקעה מועטה של הון עצמי. "ככל שנוצר פער גדול יותר בין האינטרס ההוני לבין כוח השליטה וההשפעה, גדל בהתאמה הפוטנציאל לניגוד העניינים והפוטנציאל לפגיעה בבעלי מניות המיעוט ובמחזיקי אג"ח".

האוזר ציין כי כדי להתמודד עם כשל שוק זה, הוועדה הציעה "לקפל" שכבות בפירמידות, לצד החלת כללי ממשל תאגידי מחמירים. עם זאת, האוזר חזר והדגיש כי נכון יהיה לאמץ את הסתייגותו להתיר לפי־רמידות עתידיות להתאגד במבנה של שלוש שכבות – ברומה לאופן שבו התירו לפירמידות קיימות – ולא להגבילן לרמה של שתי שכבות בלבד.

"לא מדובר כאן רק על הבדל טכני סמנטי בין עמדת הוועדה לבין עמדת הרשות", הסביר האוזר, "מדובר על הבדל היורד לשורשם של הדברים. במקרים רבים הפער בין שליטה לזכויות הוניות בשכבה השלישית אינו עמוק מספיק כדי להצדיק שינוי מבני דרמטי שאוסר החזקה בשכבה שלישית".

בנוסף לכך ביקר האוזר את ההחלטה להתיר לפירמידות עתידיות להנפיק שכבה שלישית באופן זמני לשלוש שנים, כפי שהציעה הוועדה. "הפתרון הזה אינו ריאלי, מכיוון שאיננו רואים לנגד עינינו חברות שיסכימו להנפיק חברה בת בירידה שבכך יכניסו עצמם לסד זמנים של שלוש שנים למכירת השליטה באותה חברה, או משקיעים שירצו להיכנס להשקעה הכרוכה באי ודאות לגבי זהות בעל השליטה בעוד שלוש שנים.

"הפתרון שהציעה הוועדה הוא לא עקבי עם בעיית הפער, ואני חושש כי הוא עלול לפגוע יתר על המידה במבנים פירמידליים עתידיים ולהפלותם לרעה שלא בצדק לעומת מבנים פירמידליים קיימים".

סוגיה נוספת שאליה התייחס האוזר היתה תיקון 16 לחוק החברות. התיקון, שנכנס לתוקף בנובמבר 2011, קובע בין היתר כי שכרם של בעלי שליטה שמחזיקים במקביל בתפקיד פעיל בחברה כמו יו"ר או מנכ"ל, יובא לאישור בעלי מניות המיעוט של החברה. האישור יידרש לרוב של 50% מקרב בעלי מניות המיעוט שאינם נגועים בעניין אישי, מדי שלוש שנים.

"על אף פרק הזמן הקצר שחלף מכניסת התיקון לתוקף, ניתן לומר כי הוא הביא רוחות של שינוי, ואנו רואים תרבות ממשל תאגידי משופרת", אמר האוזר. לדבריו, הרפורמה לאשר מחדש הסכם שכר שאינו קצוב בזמן איפשרה לבעלי מניות המיעוט הזדמנות לבחון מחדש את ההצדקה הכלכלית של ההסכם. "התוצאה היא שכל ההתקשרויות הללו הובאו בשנה האחרונה לאישור מחודש של האסיפה הכללית, אך לא כולם אושרו. שיעור ההצעות לתגמול בעלי שליטה וקרוביהם שנדחו באסיפה הכללית, שבעבר היה 3.6%, עלה פי שניים בעקבות תיקון 16.



שמואל האזר, אתמול. בעלי שליטה מחזיקים בחברות עם הון עצמי דל

צילום: דוד גבר