יפעת מידע תקשורתי דרך מנחם בגין 96-98 (לשעבר דרך פ"ת) תל אביב 67138 טל. 03-5635050 פקס. 03-5617166

26.23x35.21	31	עמוד 16	הארץ - THE MARKER	07/06/2012	32347812-0
אוניברסיטת בר אילן - 80039					



גדולים עלינו

בעיית הריכוזיות במשק הישראלי

פרופ' בבצ'וק: ועדת הריכוזיות היתה צריכה ללכת רחוק יתר

"ראוי לאמץ מגבלות חזקות יותר על בעלי שליטה בתאגידים פיננסיים וריאליים משמעותיים" – כך אומר היועץ לוועדת הריכוזיות, לוסיאן בבצ'וק, בהרצאה פומבית ראשונה מאז פרסום דו"ח הוועדה ● לדבריו, יש להאיץ הסדרי חוב בחברות שנקלעו לקשיים כדי למנוע נזק למחזיקי האג"ח



משפט וכלכלה
עידו באום

רגע אחרי שאילן בן־דב השאיר לבעלי איגרות החוב של סקיילקס תספורת של 30% ונפרד מחברת הסלולר שרכש בעסקה ממונפת עד הגרון, במקביל לדיונים שמתנהלים בוועדת החוקה על חוק הבראת חברות חדש, ולקראת חקיקת המלצות ועדת הריכוזיות – הוענק שלשום פרס "איש השנה בממשל התאגידי" מטעם הקתדרה לממשל תאגידי באוניברסיטת בר אילן ו־TheMarker לפרופ' לוסיאן אריה בבצ'וק.

בבצ'וק, ישראלי־אמריקאי, מהדמויות הבולטות בעולם בתחום הממשל התאגידי, מכהן כפרופסור למשפטים, כלכלה ומימון באוניברסיטת הארוורד. בטקס קבלת הפרס התייחס לראשונה בפומבי להמלצות ועדת הריכוזיות, שהוא היועץ המקצועי שלה. שלוש חוות הדעת של בבצ'וק, שעליהן נסמך דו"ח הוועדה, מגיחות את התשתית המשפטית־אידיאולוגית להמלצות העיקריות: פירוק הפירמידות העסקיות וההפרדה בין אחזקות פיננסיות וריאליות.

הרצאתו של בבצ'וק התמקדה, כדבריו, "בחצי הכוס הריקה". הוא אמנם שיבח את הישגי המשק הישראלי עד הלום ואת נכונותה של ועדת הריכוזיות לאמץ פתרון חסר תקדים בעולם של התערבות מבנית בצורתן של הקבוצות העסקיות על ידי פירוק הפירמידות, אך הצביע על שורה של צעדים נוספים שיש לנקוט. במלים אחרות, המלצות ועדת הריכוזיות אינן מספיקות.



בבצ'וק. אין סיבה שבעוד 20 שנה יהיו פירמידות של שלוש קומות

תצלום: דודו בכר

1. קיפול הפירמידות

ועדת הריכוזיות המליצה לחייב קבוצות עסקיות קיימות להתכנס למבנה אחזקות פירמידלי של לא יותר משלוש "קומות" של חברות ציבוריות. בעתיד, לעומת זאת, יורשו קבוצות עסקיות להקים פירמידות של שתי קומות לכל היותר.

בין הדוברים שנשאו דברים לפני בבצ'וק היה יו"ר רשות ניירות ערך, שמואל האוזר. האוזר היה ברעת מיעוט בוועדת הריכוזיות, ולפיה יש לאפשר לכל החברות לשמור על פירמידות של שלוש קומות. האוזר גם סבור שאין ליצור פער לא שוויוני בין קבוצות עסקיות קיימות לקבוצות חדשות. לדעתו, קיפול הפירמידות הוא ממילא צעד דרסטי, ויש לבחון את השפעתו בשלבים, במיוחד לנוכח המצב הכלכלי בעולם. הוא הזהיר כי קיפול כל הפירמידות לשתי קומות יחולל "תוהו ובוהו".

דובר אחר, ירון זליכה, צידד בחיסול הפירמידות באופן גורף ודחה במיוחד את האפשרות של מתן הגנה לפירמידות קיימות, צעד שאותו הגדיר "הגנה על קבוצת השודדים ששודדת אותנו כבר 60 שנה".

בבצ'וק הדגיש כי אמנם פירוק הפירמידות הוא שינוי מבני חסר תקדים, אך גם מצבה של ישראל ייחודי בעולם. ישראל היא המדינה השנייה בעולם במספר הפירמידות העסקיות בה, והיא מתאפיינת בפירמידות בעלות מספר שכבות רב יחסית לעולם. רק בקולומביה יש יותר פירמידות. כלומר, ישראל היא סגנית אלופת העולם בתחום. עם זאת, ישראל היא מדינת שוק כלכלי מפותח לעומת שיאניות פירמידות אחרות, ולכן הישרדותן של הפירמידות אצלנו מעידה על בעיה שיש לטפל בה.

"הרעיון של התערבות מבנית בשוק הוא חדשני", חידד בבצ'וק, "אבל התוצאה שלו אינה חדשנית בכלל. התוצאה תביא את מדינת ישראל למצב שבו שיעור החברות בעלות פירמידות של שתי שכבות יהיה קרוב לשיעור זה במדינות שהיינו רוצים להידמות אליהן".

בבצ'וק הסתייג מהותרת פירמידות של שלוש קומות, כפי שהציע האחר, והסביר כי במצב כזה, בעל השליטה יכול לשלוט בתאגיד שבקומה התחתונה של הפירמידה באמצעות החזקת כ-10% מזכויות ההון. "להערכתי זה נמוך מדי וישאיר עיוותים גדולים מדי", העריך. הוא הביע תמיכה בקבלת המלצות הוועדה כפי שהן, אבל הדגיש כי "אין סיבה שבעוד 20 שנה יהיו עדיין פירמידות של שלוש קומות רק בגלל שהן הוקמו לפני 2012". כלומר, גם בבצ'וק סבור שבסופו של דבר אין מקום להגן על הפירמידות הקיימות לאורך זמן רב מדי, וגם אותן צריך לקפל בתוך כמה שנים למבנה של שתי קומות לכל היותר.

2. הפרדת החזקות ריאליות ופיננסיות

ועדת הריכוזיות המליצה להגביל את היכולת של גופים ריאליים גדולים או גופים פיננסיים גדולים לשלוט זה בזה. בבצ'וק סבור שיש להעמיק את ההמלצה. לדבריו, "ראוי לאמץ מגבלות חזקות יותר על בעלי שליטה ששולטים בתאגידים פיננסיים משמעותיים במיוחד, למשל כאלה שיש להם נכסים בסך של יותר מ-100 מיליארד שקל, או בתאגידים ריאליים משמעותיים במיוחד, למשל בעלי מכירות שנתיות או אשראי של יותר מ-15 מיליארד שקל".

3. קרנות הפנסיה

בבצ'וק נגע גם בנושאים שוועדת הריכוזיות התייחסה אליהם אך לא פירסמה לגביהם המלצות מפורשות. למשל, הוא ממליץ להגביל עוד את היכולת של הגופים המנהלים את החיסכון הפנסיוני של הציבור להשקיע בקבוצות הגדולות במשק. כיום רשאיות קרנות הפנסיה, למשל, להשקיע עד 10% מהחסכונות שלנו בקבוצה ריאלית אחת ועד 40% מסך השקעותיהן יכולות להיות מושקעות בידי חמש הקבוצות הריאליות הגדולות במשק.

"לקרנות הפנסיה יש נגישות לתפריט ענק של השקעות בישראל ובעולם", אומר בבצ'וק. "המגבלות הקיימות אינן אילוץ פרקטי ואינן מחייבות הקטנה של רמת הריכוזיות הנוכחית. אין סיבה לאפשר לקרן פנסיה המאגדת חסכונות של הציבור לטווח ארוך להשקיע 40% מההון שבניהולה בחמש קבוצות ריאליות ישראליות".

4. הסדרי חוב

בשבועות האחרונים מוביל המשנה ליועץ המשפטי לממשלה, אבי ליכט, מאבק לא קל לאישורו בוועדת החוקה של תיקון לחוק החברות, שיקל על בתי המשפט להביא להבראת חברות במצוקה המבקשות להגיע להסדר נושים ולהזדרים לעצמן עוד אשראי להמשך קיומן. כלפי משדד המשפטים הושמעה ביקורת כי החוק אינו מגן על ציבור הנושים הלא מובטחים משום שהוא מאפשר לבית המשפט לכפות עליהם הסדר הכולל ויתור על חוב גם נגד רצונם. כפייה כזאת אינה אפשרית לפי המצב החוקי הקיים, ולכן לכאורה מזיקה לנושים בלתי מובטחים. במצב החוקי הקיים, ללא הסכמת כל

יפעת מידע תקשורתי דרך מנחם בגין 96-98 (לשעבר דרך פ"ת) תל אביב 67138 טל. 03-5635050 פקס. 03-5617166

25.75x9.43	32	עמוד 16	הארץ - THE MARKER	07/06/2012	32347822-1
אוניברסיטת בר איל - 80039					

הנושים להסדר החוב, מובלת החברה לפירוק.

ביממה האחרונה הכניס משרד המשפטים שינויים נוספים בנוסח תיקון החוק, שהגבירו במידת מה את כוחם של הנושים הלא מובטחים. מלבד זאת, ראוי לציין שליכט הצליח לסחוט מהבנקים לא מעט ויתורים. הבנקים הם הנושים החזקים במשק, והם לא אצים לוותר על שעבודים ובטוחות שקיבלו מחברות להבטחת החזר האשראי. למרות זאת, בקרב התשה שנמשך כמה ישיבות, כופף ליכט את הבנקים וסחט מהם הסכמה לכך שחברה שנקלעת לקשיים תוכל לקבל מימון מגודם נוסף ולהעניק לו כנגד זאת בטוחה במעמד שווה לבטוחה שקיבל הבנק. בהתחשב בעוצמת הלובי הבנקאי, זה היה חשוב.

ליכט קיבל השבוע גיבוי מבבצ'וק. האחרון הביע תמיכה בפעילות משרד המשפטים לשינוי כללי המשחק לטובת הנושים במצבים של תספורות. גם כאן, לדעת בבצ'וק, יש לצעוד כברת דרך נוספת. "תספורות הן בלתי נמנעות וקיימות בכל הכלכלות ובכל הזמנים. חוסר היכולת של חברות לפרוע חובות באופן מלא אינו ייחודי לישראל", אמר בבצ'וק.

לדבריו, "מה שכן ייחודי לישראל הוא השמידה של בעלי השליטה על שליטה מלאה גם לאחר אי פירעון החובות כמעט בכל הסדרי החוב. דפוס התנהגות זה מעלה חשש משמעותי שהטיפול בהסדרי חוב מוטה לטובת בעלי השליטה בשל הכללים המשפטיים הקיימים, בשל התנהגות המשקיעים המוסדיים או בגלל שני הדברים גם יחד".

למעשה, בבצ'וק קורא לחזור למושכלות היסוד, שלפיהן במצב שבו אין ביכולתו של בעל השליטה להחזיר את החוב, השליטה בחברה עוברת לנושים או לבעל שליטה אחר שהנושים בוחרים בו. למשל, מדוע שאילן בן־דב ימכור את פרטנר להאצ'יסון דווקא? מדוע לא יאפשר בית משפט לנושים שיידרשו לוותר על חלק מחובם לבחון לפחות אם קיים משקיע אחר שיציע להם תספורת קטנה יותר?

עוד טוען בבצ'וק שישראל מתאפיינת במצב שבו חברות מתנהלות במשך זמן רב ב"אוור דמרומים", כלשונו. "החברות מתנהלות עם הון שלילי. בהרבה מקרים אפשר לומר שזהו מצב שבו כבר ברור שהתור אצל הספר הוזמן, אבל החברה עוד לא הגיעה למספרה". זה מצב גרוע בעיניו, משום שלבעלי שליטה בחברה כזאת יש תמריץ לקחת סיכונים עסקיים גדולים וגם למשוך זמן באופן שמגדיל את הסיכון של נושי החברה. כתוצאה מכך, מגיעות החברות בישראל להסדרי חוב במצב גרוע במיוחד ומחזיקי האג"ח סופגים תספורות קצוצות במיוחד. "חשוב לאמץ הסדרים שיחייבו חברות שסיכוייהן לא לפרוע את החובות גבוהים להימנע מרחיית הכניסה להסדר החוב", אומר בבצ'וק.

בעיה נוספת שעליה הוא מצביע היא חולשת ההגנה על מחזיקי איגרות החוב בישראל, הנובעת מכך שתנאי איגרות החוב מקנים לנושים הגנות "באיכות ירודה". על בעיה זו הצביעה ועדת חודק, שהציעה מנגנונים שונים לחיזוק ההגנה על רוכשי האג"ח.

בבצ'וק מציע להתמודד עם אוזלת היד של הגופים המוסדיים באמצעות חקיקה נוספת. לדבריו, בארה"ב מגדילים הגופים המוסדיים את איכות ההגנה על נושים באמצעות ניהול משא ומתן על תנאי האג"ח עם החברות המנפיקות. בישראל הדבר לא קרה, ולכן איגרות החוב הקיימות אינן מספקות הגנה ראויה.

בהרצאתו הוא משליך כפפה למחוקקים: "יש לחזק מאוד את המגבלות החוקיות והרגולטוריות על משיכת דיווידנדים בגלל חולשת ההגנות באיגרות החוב בישראל".

"פירוק הפירמידות הוא צעד חדשני שיביא לתוצאה לא חדשנית: הוא יביא לכך שישראל תהיה דומה יותר לכלכלות מפותחות אחרות"