



נייר עמדה בעקבות טיוטת ההמלצות

שפורסמה על ידי ועדת הריכוזיות

כללי

1. הוועדה הממשלתית לבחינת רמת הריכוזיות במשק פרסמה טיוטת המלצות לעיון ותגובת הציבור.
2. להלן מובאת עמדת התנועה לאיכות השלטון באשר לאפקטיביות וישימות ההמלצות האמורות. כמו כן מובאות המלצות והצעות להמשך.

פירמידות שליטה

טיוטת ההמלצות מבהירה מעל כל ספק כי הוועדה הכירה במבנה פירמידות השליטה כמבנה רווי כשלים ובעל פוטנציאל פגיעה משמעותי בציבור המשקיעים והחוסכים. המאפיין הבולט של מבנה זה הוא קיומן של חברות-פער – חברות בהן קיים פער בין זכויות בהון לזכויות הצבעה (להלן: בין החזקה לשליטה). הפער האמור חותר תחת העיקרון החשוב של הדמוקרטיה התאגידית: 'מניה אחת = קול אחד', עיקרון שמן הראוי שינחה את העוסקים בנושא פירמידות השליטה. כבר כאן המקום להעיר, כי למעשה ההגדרה של חברת פער רחבה יותר מהגדרה של חברה במבנה החזקות פירמידאלי, ורלוונטית לדעתנו גם לאופן ניהולם של הבנקים ושאר חברות פיננסיות עם גרעיני שליטה, כאשר כוחו של בעל השליטה מצוי בפער מחלקו בבעלות על הבנק, ובפער גדול עוד יותר מחלקו היחסי בסך הנכסים שבניהולו של הבנק או המוסד הפיננסי. בעיה זו הינה חמורה ביותר לדעתנו, אך הוועדה לא ראתה לנכון להקדיש לה חלק מדיוניה. בהמשך נייר עמדה זה נפרוש בהרחבה את עמדתנו בנושא גרעיני השליטה בבנקים.

אמנם, ועדת הריכוזיות אכן הייתה מודעת לחשיבותו של עיקרון הקורלציה בין השליטה להון. בלשון דו"ח הוועדה:

לפער בין הון לשליטה השלכות פוטנציאליות שונות, ביניהן ניתוב רווחים לבעל השליטה, הקצאה לא יעילה של משאבים, איכות ההנהלה, נטילת סיכונים עודפת ומינוף מוגבר.¹

¹ טיוטת המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק, עמוד 74.

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

The Movement for Quality Government in Israel الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل



בחינת ההמלצות מעלה חשש כי הוועדה בחרה שלא להתמודד עם בעלי ההון. כפי שיפורט להלן, עיקר ההמלצות מהותן הגברת רגולציה ולא שינוי מבני משמעותי. אף ההמלצה היחידה שעניינה שינוי ממשי אינה מחייבת, ומחכה לתגובות הציבור.

במהותן, המלצות יכולות להיות בשני כיוונים עיקריים:

המלצות רגולטוריות – אלה נועדו להתמודד עם הכשלים הנובעים ממבנה פירמידאלי, אשר פורטו בדו"ח הוועדה, תוך הנחה מובלעת כי עקרונית יש לקבל את המצב הקיים, רווי הכשלים – אולם יש לנסות ולבנות 'חומות' שיקשו על בעלי השליטה לבצע את זממם. ההמלצות הרגולטוריות העיקריות נגעו לסמכויותיו של הממונה על ההגבלים העסקיים וחיזוק עצמאותו של הדירקטוריון והאסיפה הכללית בחברות בפירמידה.

המלצות מבניות – אלה נועדו למנוע מראש את הכשלים הנובעים ממבנה פירמידאלי, על ידי שינוי של המבנה הקיים והפיכת פירמידות השליטה לכלי שאינו אפקטיבי ומושך לבעלי ממון. בניגוד לשינויים רגולטוריים, אשר מטבעם הנם שטחיים יותר ואפקטיביים פחות, המלצות אלו מהוות את הצעד האמיץ והיסודי, שבכוחו לאפשר תחרות חופשית ולמנוע את העיוות שקיים במבנה הפירמידאלי.

והנה, בניגוד מפתיע וצורם לאופן המדויק שבו אפיינה הוועדה את הבעיה הטמונה במבנה ההחזקות הפירמידאלי, נראה כי בבואה לפרוש את המלצותיה נמנעה הוועדה מהובלת שינוי מבני ממשי אשר יתמודד עם הכשלים המבניים העמוקים הנובעים מעצם המבנה הפירמידאלי, ותחת זאת התמקדה בהצעת פתרונות חלקיים שעניינם מתחום הרגולציה – שינויים המהווים לא יותר מאשר תוספת של שכבות מגן אשר אין יכולת לנבא את עמידותן.

פתרונות אלו אינם מספקים. במאבק כנגד מבנה השליטה הפירמידאלי המעוות יש לבצע צעד אמיץ, מעמיק ושורשי ולא טיפול קוסמטי גרידא שנועד להשביע את רצון הציבור. לשם כך נדרשת התעמקות והתמקדות בשינויים המבניים, שהוזכרו בהמלצות בצורה מהוססת קמעה, ואין להסתפק בשינויים רגולטוריים אשר מבוססים על המשך המצב הבסיסי הקיים ואינם מתיימרים לשנותו מהשורש.

נוסיף ונטען כי למעשה כלל ההצעות שמעניקות כוח נוסף לבעלי מניות המיעוט והמוסדיים נדונו לכישלון א-פריורי, כל עוד לא יופרדו החזקות הריאליות מהפיננסיות. אחרת, כפי שהוכח במחקרם של יפה וחמדני², הכוח שניתן בידי המוסדיים אינו מנוצל לטובת הציבור.

² מחקרם של פרופ' יפה ופרופ' חמדני מיוולי 2010, אשר בדק כ-16 אלף הצבעות בהן השתתפו גופים מוסדיים, נמצא כי באחוז משמעותי (78% בהחלטות הנוגעות לעסקאות בעלי עניין) מהמקרים החלטות המוסדיים תאמו את רצון רחי יפו 208, ירושלים 94383 * מען למכתבים: ת.ד. 4207, ירושלים 91043 * טל: 02-5000073 פקס: 02-5000076
شارع يافا 208، القدس 94383 * العنوان للرسائل: ص.ب. 4207، القدس 91043 * هاتف: 02-5000073 * فاكس: 02-5000076
208 Jaffa St., Jerusalem * Mailing Address: P.O.B.4207 Jerusalem 91043 * Tel: 02-5000073 * Fax: 02-5000076
E-mail: mqg@mqg.org.il * Web Site: www.mqg.org.il

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



המלצות הוועדה הנוכחיות, אם כן, אינן אפקטיביות דיין ככל שיעמדו לבדן בתצורה הנוכחית. ניתן לחשוב על ילד המבקש לעצמו ממתקים במטבח ביתו. ניתן להעלות את הממתקים לארון גבוה יותר, אך אותו ילד ימצא דרך לעלות על כסא ולהגיע למחוז חפצו. ניתן אף להחביא את הממתקים, אך ברור כי בסופו של יום, המאבק יסתיים בכישלון. הדרך הבטוחה ביותר הינה להוציא כליל את הממתקים מהבית.

לעד יבקשו בעלי השליטה, הפועלים לממש את האינטרסים שלהם – אינטרסים שלא דווקא עולים בקנה אחד עם האינטרסים של שאר בעלי המניות – לעקוף את ההגבלות, לחמוק מן הכללים ולמצוא את הממתקים בהם חפצה נפשם. אכן, לעד קל יותר להוסיף שומרים מאשר לשנות מהיסוד את המבנה הבסיסי. **אך עד מתי ניתן להתעלם מן הכשל הבסיסי הטמון בעצם המבנה הפירמדיאלי?**

להלן נפרט את עמדת התנועה למען איכות השלטון ביחס להמלצות הוועדה, כפי שהופיעו בטיוטת ההמלצות.

המלצות מבניות

התאמת זכויות הצבעה של בעל השליטה בהתאם להונו המושקע בשרשור: התנועה מבקשת לתמוך בהמלצת הוועדה שהוצגה להערות הציבור, לפיה בחברת-פער זכויות הצבעה של בעל השליטה באמצעות חברות האם תוגבלנה לזכויותיו המשורשרות בהון. ואולם, כפי שמציין פרופסור בבצ'וק בחוות דעתו המופיעה בטיוטת ההמלצות,³ הרי שאין בכך די. הגבלה על זכויות הצבעה של חברה במעלה הפירמידה מצמצמת במידה ניכרת את כלל זכויות הצבעה. מסיבה זו, הגבלתו של בעל השליטה לאחוזי השליטה בהון בלבד, ובמקביל 'הקפאת' זכויות הצבעה הנותרות של החברה באמצעותה הוא פועל, משמרת את כוחו היחסי.⁴ אם כן, מה הועילו חכמים בתקנתם?

בעל השליטה. Yishai Yafeh & Assaf Hamdani **Intitutional Investors as Minority Shareholders** CEPR discussion Paper No. 7934. ניתן למצוא בכתובת: www.cepr.org/pubs/dps/DP7934.asp.

³ טיוטת המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק, עמוד 245.

⁴ טול מצב בו לחברת האם 70% ממניות חברת הבת, אך לבעל השליטה, הנמצא במעלה הפירמידה, 20% בלבד מזכויות ההון (על פי נוסחת השרשור) בחברת הבת. נקבע כי מכיוון שחברת הבת נחשבת חברת-פער, הרי שחברת האם תוכל לממש לצורך הצבעה 20% בלבד מזכויות הצבעה שלה (בהתאם לזכויות הבעלות על ההון של בעל השליטה). נוצר מצב לפיו סך אחוז מחזיקי המניות שישתתפו בהצבעה הינו 50% (20% של חברת האם ו-30% הנותרים של משקיעים מהציבור בחברת הבת). לבעל השליטה נותרים, אפוא, 20% מתוך 50% הצבעה, המהווים

רח' יפו 208, ירושלים 94383 * מען למכתבים: ת.ד. 4207, ירושלים 91043 * טל: 02-5000073 פקס: 02-5000076

شارع يافا 208، القدس 94383 * العنوان للرسائل: ص.ب. 4207، القدس 91043 * هاتف: 02-5000073 فاكس: 02-5000076

208 Jaffa St., Jerusalem * Mailing Address: P.O.B.4207 Jerusalem 91043 * Tel: 02-5000073 * Fax: 02-5000076

E-mail: mqg@mqg.org.il * Web Site: www.mqg.org.il

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



המהלך שמבקשת הוועדה לבצע חיוני אך חלקי. יעילותו תתבטא באותם מקרים בהם השליטה של חברת האם בחברת הבת נופלת מ-50%. רק במקרים בהם החזקה של חברת האם נופלת מ-50% הרי שבדילול כוחה ע"פ החזקות ההון של בעל השליטה יהיה כדי לשנות באופן משמעותי את מערך הכוחות באסיפה הכללית.⁵ לעומת זאת, כאשר לחברת האם יש החזקה משמעותית של יותר מ-50% בחברת הבת, הרי שדילול כוחה עדיין יותיר אותה עם כוח משמעותי, אשר גם אם נופל מ-50% מאפשר לה הובלת מהלכים באסיפה הכללית.⁶

על מנת לממש באפקטיביות את העיקרון של 'מניה אחת' = קול אחד בכלל המקרים, הרי שיש לאפשר לבעלי המניות האחרים, או למצער לגופים המוסדיים המחזיקים במניות בחברת האם, להצביע כבעלי מניות בחברת הבת. לחלופין, ניתן לקבוע כי אופן הצבעת חברת האם יידרוש אישור ועדת הביקורת, אשר על פי ההמלצות מורכבת מדירקטורים חיצוניים הממונים על ידי בעלי מניות המיעוט.

נדגיש, כי המלצה זו עולה בקנה אחד עם עיקרון שהנחה את הוועדה בהמלצתה כי הצבעה על דירקטורים בחברת בת תאושר על ידי ועדת הביקורת של חברת האם.⁷ כך או כך, אם אנו מעוניינים להשוות בין זכויות ההצבעה לזכויות בהון הרי שאין די בהמלצת הוועדה בתצורתה הנוכחית, משום שהיא אינה מבטלת את התמריץ לבניית פירמידות שליטה, ואינה מאיינת את החשש מפני קבלת החלטות באסיפה כללית שאינן לטובת החברה, אלא לטובת בעל השליטה בלבד.

מתן אפשרות להצבעת משקיעים באינטרנט: התנועה תומכת בפה מלא בהצעה לאפשר למשקיעים מן הציבור הצבעה דרך האינטרנט. ואולם, כפי שציין ובצדק פרופסור בבציוק, הרי שללא פעולות עידוד משמעותיות בכיוון זה, כלי זה יישאר תלוי באוויר. לפיכך, אנו מציעים לוועדה לשקול את ההצעות הבאות:

1. קביעת סף מינימום לאחוזי הצבעה נדרשים באסיפה כללית בחברה ציבורית, שמתחתיו הצבעה לא תיחשב כחוקית. בעוד שבמצב המשפטי כיום הגבלה זו קשה ואינה ישימה בפועל, הרי שהצבעה באינטרנט מאפשרת יישומה.

בפועל 40% מאחוזי ההצבעה, ולאור הנחה סבירה כי לא כל בעלי המניות מופיעים להצבעה באסיפה שנתית, הרי שבפועל לבעל השליטה יש רוב ויכולת להעביר החלטות כרצונו.

⁵ נחזור לדוגמא שהוצגה לעיל אך במקום 70% החזקה נקבע כי לחברת האם יש 40% הצבעה (אחוז המבטיח ניצחון כמעט בכל הצבעה באסיפה כללית). כפי שפורט לעיל, 40% יודלדלו ל-20% בלבד, אך בניגוד למקרה הקודם, הרי שבמצב זה קיימים בסיסיים 80% הצבעה (20% של בעל השליטה ועוד 60% של הציבור), ובפועל לבעל השליטה יש רוב מאחוזי ההצבעה, כוחו מצומצם והוא תלוי בבעלי המניות האחרים.

⁶ ראה דוגמא בה"ש 3.

⁷ טיוטת המלצות- הוועד להגברת התחרותיות במשק, עמ' 101.

רח' יפו 208, ירושלים 94383 * מען למכתבים: ת.ד. 4207, ירושלים 91043 * טל: 02-5000073 פקס: 02-5000076
شارع يافا 208، القدس 94383 * العنوان للرسائل: ص.ب. 4207، القدس 91043 * هاتف: 02-5000073 * فاكس: 02-5000076
208 Jaffa St., Jerusalem * Mailing Address: P.O.B.4207 Jerusalem 91043 * Tel: 02-5000073 * Fax: 02-5000076
E-mail: mqg@mqg.org.il * Web Site: www.mqg.org.il

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



2. תמרוץ אפקטיבי של בעלי מניות להצביע באסיפה כללית. כך תתבטל לחלוטין האפשרות של בעל שליטה שאינו מחזיק במרבית זכויות ההצבעה לכוון את פעולות החברה ללא אישור ותמיכת שאר בעלי המניות. נציין, כי מובן שאין יכולת לחייב כל בעל מניות להצביע, על אף האפשרות הנוחה להצביע באינטרנט; אולם נציע לוועדה לשקול חיוב הצבעה החל מאחוז החזקה מסוים, וכמו כן מתן תמריצים לבעלי מניות שלוקחים חלק פעיל באסיפות בעלי מניות. נושא זה יורחב, במידת הצורך, בנייר העמדה המפורט שיוגש בשבועות הקרובים.

נציין כי כבר כיום הגופים המוסדיים חבים בחובת הצבעה,⁸ מתוך הבנה כי מבין כלל בעלי מניות המיעוט למוסדיים יש את היכולת הטובה ביותר לקבל החלטה שאינה תלויה במידע שהחברה מזרימה לבעלי המניות. וועדת חמדני, שהמלצותיה היוו את הבסיס לחובה האמורה, אף המליצה להסמך בחוק את רשות ניירות ערך להטיל קנס על גוף מוסדי שאינו ממלא את חובתו.⁹ הטלת חובה דומה, גם אם לא בהיקפה ובעוצמתה, על בעלי מניות המיעוט מקרב הציבור, משרתת את אותו רציונל – יצירת מצב עניינים שבו רוב בעלי המניות מצביעים, והמביא לכך שבעל שליטה שאינו מחזיק ברוב מניות יידרש לקבל אישור משאר בעלי המניות. יתר על כן, כפי שצוין בפרק העוסק בהפרדת החזקות ריאליות ופיננסיות, המוסדיים נשלטים כיום במרביתם על ידי אותם בעלי השליטה, וכפי שהוכח אמפירית הצבעותיהם עולות בקנה אחד עם רצון בעל השליטה. לכן אין לצפות לישועה מכיוונם, כל עוד לא התבצעה ההפרדה האמורה, ויש לוודא כי שאר בעלי המניות מממשים את זכותם להצביע.

מיסוי על עסקאות בין חברות בפירמידה: דוח הצוות לבחינת מבנה האחזקות בקבוצות עסקיות קבע במפורש, אם כי לא במפורט, כי שימוש בכלי המס יכול להוות פתרון לבעיות הנובעות ממבנה החזקה שאינו מיטבי.¹⁰ כחלק מהמאמץ להפוך את מבנה הפירמידה לכזה שאינו משתלם כלכלית, יש לשקול מיסוי של עסקאות בין חברות בפירמידה. בכך יוחלש משמעותית התמריץ שיש לבעל השליטה להעביר נכסים כלפי מעלה, לידי חברות שבהן יש לו אחוזי החזקה גבוהים יותר, על מנת להרוויח יותר מהדיבידנד המחולק. הפחתת התמריץ תתרחש מכיוון שכל סכום שיטפס מעלה במעלה הפירמידה, יקוצץ בגובה המס. המלצה זו הינה בהתאם לעמדת הוועדה, לפיה בעל שליטה מעוניין להעביר נכסים רבים ככל האפשר למקום בו מתאפשר לו למשוך דיבידנד משמעותי יותר. יתרה על כך, לראייתנו יש לבחון איסור מוחלט על עסקאות בעלי עניין בתוך פירמידה עסקית, ובכך לבטל לחלוטין את החשש לביצוע עסקאות שאינן מטיבות עם החברה. נציין, בהקשר זה, כי התנועה הציגה במסמכים קודמים שהגישה לוועדה מקבץ מייצג של עסקאות בעלי עניין שאינן

⁸ דו"ח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל (ועדת חמדני), עמ' 12-13.

⁹ שם, עמ' 13.

¹⁰ טיוטת המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק, עמוד 177.

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



מיטיבות עם החברה אלא אך ורק עם בעל השליטה. בזמן שחלף ניתן כמובן להזכיר את עסקה כור-נכסים בתוך פירמידת השליטה של דנקנר, שתועלתה לחברת נכסים מוטלת בספק. לכל הפחות הוועדה נדרשת לבצע מחקר אמפירי בנושא עסקאות בעלי עניין שיוכיח כי אכן יש בהן כדי להועיל לשתי החברות גם יחד.

המלצות רגולטוריות

הרחבת כוחם של הדח"צים: הוועדה ממליצה להגדיל את מספר הדח"צים בחברות פער, ולהתנות מינויים באישור בעלי מניות המיעוט. בכך אין די.

ראיה לכך שהגבלות רגולטוריות אינן אפקטיביות דיין, מצויה בעובדה כי לא זכורים מקרים רבים בהם החלטה בחברה המהווה חלק מפירמידת התקבלה כנגד דעתם החולקת של הדח"צים, או מקרים בהם אלה הקימו קול צעקה רמה והעלו את הנושא לסדר היום הציבורי. נדמה, אם כן, כי הוספת דח"צים שקולה לטיפול קוסמטי בלבד שלא דווקא ימעיט מהאטרקטיביות של מבנה הפירמידה עבור בעל השליטה. הסיבה לכך היא שהכשל עמוק בהרבה ואינו מסתכם בשאלה 'מי ממנה את הדירקטור?'. **לשאלה זו יש להוסיף את השאלה החשובה: 'מי מציע את מועמדות הדירקטור?'. כל עוד בעל השליטה הוא זה שמציע את הדירקטורים החיצוניים, הרי שאין זה**

משנה מי יבחר בהם בפועל.

כפי שטענו בעבר, דירקטור ראוי שייחשב למקצועי. ככזה, יש להקפיד על הליכי מיון והכשרה מתאימים. אנו ממליצים לוועדה לשקול להקים מאגר דירקטורים חיצוניים שעברו בחינות בתחומים שונים, שינוהל על ידי רשות ניירות ערך. כאשר חברה תידרש למנות דירקטור חיצוני, היא תפנה לרשות ניירות ערך, שתאפשר לה בחירה מתוך מספר מצומצם של דירקטורים. כך יובטחו עצמאות הדירקטורים החיצוניים וחוסר תלותם בבעל השליטה. מן הראוי לציין כי הצעה ברוח זו כבר עלתה לדיון על ידי פרופ' חיים לוי, במספר הזדמנויות שונות.¹¹

כמו כן, יש להגביל את מספר החברות בהן רשאי אדם לכהן כדירקטור חיצוני – ובפרט חברות הקשורות בפירמידת עסקית אחת. כך, הקשר שבין הדירקטור לבעל השליטה יתמצה לכל היותר בחברה אחת, ורשת הקשרים, בגינה קליקת הדירקטורים כיום הינה קליקה סגורה בה כולם מכירים את כולם, תצטמצם בצורה ניכרת.

סמכויות הגופים הרגולטוריים:

הממונה על הגבלים העסקיים: ההמלצות הנוגעות לממונה על הגבלים העסקיים מחזקות את יכולתו לפעול כנגד חברות המפרות את חוק הגבלים העסקיים. ואולם, חוק הגבלים העסקיים

¹¹ פורסם בדה מרקר 12.4.2011 <http://www.themarker.com/markets/1.624783>
רח' יפו 208, ירושלים 94383 * מען למכתבים: ת.ד. 4207, ירושלים 91043 * טל: 02-5000073 פקס: 02-5000076
شارع يافا 208، القدس 94383 * العنوان للرسائل: ص.ب. 4207، القدس 91043 * هاتف: 02-5000073 * فاكس: 02-5000076
208 Jaffa St., Jerusalem * Mailing Address: P.O.B.4207 Jerusalem 91043 * Tel: 02-5000073 * Fax: 02-5000076
E-mail: mqg@mqg.org.il * Web Site: www.mqg.org.il

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



אינו מטפל במבנים פירמידאליים, שכן הם אינם מוגדרים בחוק כקבוצת ריכוז, מונופול או קשורים בהסכם כובל. ראוי לציין כי גם ועדת טרכטנברג, שהתייחסה לסמכויותיו של הממונה על ההגבלים העסקיים, לא טיפלה ישירות בפירמידות השליטה, אלא המליצה על הקמת חטיבת תחרותיות שתטפל בתחרות בשווקים נבחרים.¹² לראייתנו, על ועדת הריכוזיות לשקול את האפשרות להסמיך חטיבה זו לבצע בחינה שוטפת של פירמידות השליטה בישראל, לרבות בחינת העסקאות שמבצעות החברות בפירמידה, הנכסים והכספים שעוברים במעלה שכבות השליטה, חלוקת הדיבידנדים וכו'. יש להדגיש כי באופן שבו המלצות ועדת טרכטנברג מנוסחות כיום הן אינן מציעות פיתרון ראוי לנושא; יתרה מכך, תפקידה של ועדת טרכטנברג, על פי כתב מינויה, לבחון דרכים להגברת התחרותיות והיעילות בשווקי מוצרים ושירותים, ואינו כולל טיפול בפירמידות השליטה. הנטל, אם כן, נח על כתפי ועדת הריכוזיות, שהרי עניינה הוא הטיפול במבני הפירמידה המזיקים, תוך בחינת חלופות לצמצום היחס בין הון לשליטה, שמירה על משקיעים מן הציבור, יצירת מנגנון להבטחת האינטרסים של החברה, ובנוסף הגברת התחרותיות. לפיכך יש צורך בהעמקה נוספת בהקשר זה, כפי שפורט לעיל. כמו כן, ניתן לקבוע כי חברת אחזקות שאינה מחזיקה בנכסים ריאליים כלל אלא רק בחברות בת תיחשב כחברה המהווה את זרוע הביצוע דרכה בעל השליטה בה שולט באימפריה הפירמידאלית שלו, וככזו תידרש לדווח לממונה על ההגבלים העסקיים בצורה שוטפת כדי לאפשר פיקוח הדוק ויעיל יותר.

הממונה על שוק ההון והמפקח על הבנקים: חברות החזקות, המהוות את שלד הפירמידה והלב ממונה שולט בעל השליטה על כלל זרועות התמנון, מהוות למעשה חברות פיננסיות. אין להן ככלל פעילויות ריאליות בבעלות ישירה וכל מטרתן היא שליטה על חברות והעברת כספים לשמירה על אינטרסים שונים של בעל השליטה. משקבעה הוועדה כי אין לפרק לחלוטין את המבנה הפירמידאלי, הרי שמן הראוי שחברות החזקה יוכפפו לפיקוחם של הרגולטורים המפקחים על החברות הפיננסיות, המחזיקות את כספי הציבור, ולא אך ורק לפיקוח רשות ניירות ערך.

הערכות שווי- הוועדה כלל לא טיפלה בנושא הערכות שווי. לא נפתיע אם נציין, כפי שצינו בהרחבה בנייר העמדה שהגשנו לוועדה טרם פרסום המלצות הביניים, כי על אף מומחיות המעריכים, הערכות שווי נוטות להתאים לרצון המזמין. בצורה כזו, כאשר בעלי מניות מיעוט בוחנים הצעה שעולה להצבעה באסיפה הכללית, בידיהם הערכת שווי שהוזמנה על ידי החברה או בעל השליטה, ואשר פעמים רבות מתאימה יותר לאינטרסים של בעל השליטה מאשר לעובדות היבשות. לראייתנו, יש לשקול הקמת מנגנון חלופי לשוק הערכות השווי. חברות המעוניינות בהערכות שווי יפנו לרשות לניירות ערך, שתמנה מעריך שווי מתוך רשימה סגורה של מעריכים שיעמדו בקריטריונים מוגדרים. כלל הקשר של החברה עם מעריך השווי יתבצע לא באופן ישיר כי

¹² דו"ח הוועדה לשינוי כלכלי חברתי (ועדת טרכטנברג), עמ' 171.

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



אם באמצעות תיווך הרשות לניירות ערך. הרשות תגבה אגרה שנתית מכלל החברות על מנת לממן תשלום למעריכי שווי, תקבל לידה את הערכות השווי ותעביר אותן לחברות. בכך ינותק מנוף ההשפעה של החברה המבקשת על מעריכי שווי למיניהם, והסיכוי להטיה בהערכת שווי יפחת.

חברות דירוג : בדומה למעריכי שווי, אף חברות הדירוג נותרו ללא טיפול. כפי שכבר הוכח במקרה אריסון, הרי שכאשר בעל שליטה אינו מרוצה מרמת דירוג שנקבעה לו, הוא עובר לחברת הדירוג המתחרה. כאשר מדובר בבעל שליטה בעל שליטה אפקטיבית על חברות רבות באמצעות המבנה הפירמידאלי, הרי שמנוף השפעתו על חברת הדירוג מתעצם שבעתיים. על כן, יש לקבוע הסדר שיפריד בין החברה המדרגת והחברה המדורגת, בדומה להסדר המוצא לעיל, בהקשר מעריכי שווי. ההסדר הרצוי לא יאפשר מחד לחברה לבחור את החברה המדרגת, ומאידך יחייב את חברת הדירוג בדין וחשבון לרשות ניירות ערך, שבתורה תידרש לפקח על איכות הערכות הדירוג, ותהיה אמונה על גביית והעברת התשלום.]

רואי חשבון - במדינה קטנה כמו ישראל, העילית של רואי החשבון, מעט מאוד משרדים, משמשת בערבוביה גם את בעלי ההון וגם את הגופים המוסדיים והציבוריים שאמורים לפקח עליהם. כשכולם עובדים אצל כולם, האינטרס שנפגע הוא כמובן של הציבור הרחב. מבנה פירמידאלי, בו מיעוט בעלי הון שולטים על חברות רבות, מחזיקים בקלף מיקוח חזק כנגד פירמות רואי החשבון, שמצדן מעוניינות לשמור על יחסים טובים עם אותם טייקונים. הפיתרון הנדרש הינו יצירת מנגנון בדומה לחברות דירוג ומעריכי שווי, בו יוצרים מחיצה בין הצדדים.

בית משפט כלכלי : התנועה לאיכות השלטון מסתייגת מרעיונות שעלו בתקשורת בתקופה האחרונה, לפיהם יש להרחיב את סמכויותיו של בית המשפט הכלכלי ולדרוש את אישורו לכל עסקה בחברת-פעל. בבסיס רעיונות אלה מצוי חוסר אמון במערכת הכלכלית ובמקבלי ההחלטות במגזר העסקי, והם מהווים ביטוי לתופעת המשפטיזציה שפושה במדינתנו, פעמים רבות ללא הצדקה. בית המשפט אינו אמור להחליף את שיקול דעתם של מנהלים ואינו מהווה חותמת גומי לכל פעולה עסקית. יתרה מכך, פיתרון זה אינו מעשי, מכיוון שברור כי ביהמ"ש לא יהא מסוגל לעמוד בעומס שיידרש ממנו.

רח' יפו 208, ירושלים 94383 * מען למכתבים : ת.ד. 4207, ירושלים 91043 * טל : 02-5000073 פקס : 02-5000076
شارع يافا 208، القدس 94383 • العنوان للرسائل : ص.ب. 4207، القدس 91043 • هاتف : 02-5000073 • فاكس : 02-5000076
208 Jaffa St., Jerusalem * Mailing Address: P.O.B.4207 Jerusalem 91043 * Tel: 02-5000073 * Fax: 02-5000076
E-mail: mqg@mqg.org.il * Web Site: www.mqg.org.il