

בזהירות עם הפירמידה

במסגרת המלצות הוועדה להגברת התחרותיות שפורסמו בחודש שעבר קיים פרק נכבד העוסק בצעדים לטיפול בקבוצות עסקיות המאורגנות כפירמידה של חברות ציבוריות. אמנם ראוי שיהיו בקרות עזות יותר על פירמידות שליטה, אולם אין לנקוט צעדים שמשמעותם הפרקטית היא פירוקן

שרון חנס

שכן הרווחים של החברות בתחתית הפירמידה מדור־ללים במעבר בין שלבי הפירמידה. עוד קיימת חקיקה נקודתית בארה"ב משנות ה־30 של המאה שעברה שפירקה פירמידות בתחום האנרגיה. ואולם, טעות לחשוב כי בארה"ב אסורה הפרדה בין זכויות הצבעה לזכויות דיבידנד בחברות ציבוריות. הסיבה לכך היא שבארה"ב פתוחה הדרך בפני החברות להנפיק לציבור שני סוגי מניות עם בידול בזכויות הצבעה שלהם (כל עוד הן בחרו בנתיב זה בשלב ההנפקה הראשונה לציבור), וכזכור זוהי הדרך השכיחה השנייה להשיג את התוצאה המושגת מיצירת פירמידה. הסיבות לכך שגם דרך זו אינה שכיחה בארה"ב (אחוזים ספורים של החברות) אינה תלויה כלל בחקיקה. למעשה, אינני מכיר מדינה אחת בעולם אשר קיים בה איסור גורף (או מכשלה משמעותית מטעם המחוקק) ליצירת הפרדה בין זכויות דיבידנד לזכויות הצבעה בחברות הציבוריות. בישׂר אֵל, למשל, קיים כיום איסור בחוק ניירות ערך על הפרדה לשני סוגי מניות הנבדלים זה מזה בזכויות הצבעה שלהם, ואולם עד כה לא היתה כל מכשלה על יצירת פירמידות. הנה כי כן – המצב החוקי בישראל ערב התיקון המומלץ על ידי הוועדה להגברת הריכוזיות הוא מצב הפוך לזה הקיים בארה"ב, אך בשני המקומות מותרת עקרונית ההפרדה האמורה. מאחר שהפרדה בין זכויות הצבעה לזכויות די-

הוועדה להגברת התחרותיות במשק הגישה בחור־דש שעבר את המלצות הביניים שלה. במסגרת המלצות אלה קיים פרק נכבד ובו צעדים לטיפול בקבוצות עסקיות המאורגנות כפירמידה של חברות ציבוריות. פירמידות שכאלו שכיחות בעולם, ולמעשה יצירת פירמידה היא אחת משתי הדרכים השכיחות להפריד בין זכויות הצבעה של בעל השליטה לבין זכויותיו לדיבידנד. הדרך השכיחה השנייה היא הנפקת שני סוגי מניות, כאשר אחד הסוגים, המוחזק ברובו בידי בעל השליטה, נהנה מזכויות הצבעה נדיבות ומזכויות דיבידנד מצומצמות.

ניתן לראות כי פירמידה מגיעה לתוצאה דומה בדרך שונה. אם בעל השליטה אוחז ברוב המניות של חברת האם, וחברת האם אוחזת ברוב מניות החברה הבת, הרי שבעל השליטה שולט בעקיפין בזכויות הצבעה בחברה הבת. לעומת זאת, בדיבידנד של החברה הבת הוא צריך לחלוק גם עם המיעוט בחברה הבת וגם עם המיעוט בחברה האם.

לעיתים קרובות נשמע הטיעון כי בארה"ב אסור רה ההפרדה בין זכויות הצבעה לזכויות הדיבידנד בחברות ציבוריות, ומן הראוי לאמץ איסור זה גם בישראל. בנוגע למצב הדברים בארה"ב הכוונה היא בעיקר להוראה של דיני המס האמריקאיים אשר קר־בעת מיסוי על דיבידנד בין־חברתי. דיבידנד שכזה מוריד מאוד את האטרקטיביות של יצירת פירמידה,

מדברים על



זכויות חברתיות, צרכנות ורגולציה



פרופ' שרון חנס, חבר הסגל של הפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל אביב; מנהל מרכז צגלה למשפט בינתחומי; בעת כתיבת רשימה זאת שוהה בבית הספר למשפטים של אוניברסיטת קולומביה כפרופסור אורח



מנכ"ל משרד האוצר הפורש חיים שני מגיש את דו"ח הביניים לראש הממשלה כשליצידו הנגיד פישר ושר האוצר שטייניץ צילום: פלאש 90

הפירמידה עלול להגביר את ניגוד האינטרסים בינו לבין בעלי מניות המיעוט בחברות אלו. באופן עקרוני אני שותף לעמדה כי ראוי שיהיו בקרות עזות יותר על פירמידות שליטה, ואולם אני שולל צעדים שמשמעותם הפרקטית היא פירוק הפירמידות. לו דעתי היתה נשמעת, הייתי בוחר בשני סוגים של צעדים, ומכאן ניתן להסיק גם על עמדותי ביחס לצעדים האחרים שעליהם המליצה ועדת הריכוזיות. הרובד הראשון הוא רובד חיזוק הממשל התאגידי, ובפרט חיזוק מעמד הדירקטוריון. בהקשר זה אימצה הוועדה להגברת הריכוזיות המלצה ישנה של ועדת חמדני, אשר במקור נועדה לכל החברות במשק. ההמלצה היא כי מינוי דירקטורים חיצוניים יתבצע

בידנד, ובפרט התופעה של פירמידות שליטה, היא הפרדה שכיחה בעולם, קיימים גם מחקרים רבים על ההשלכות של ההפרדה האמורה. מחקרים אלו, ועל תוצאה זו העידה גם הוועדה, אינם מעלים ממצאים חד-משמעיים לכאן או לכאן. באופן כללי אין לומר אפוא כי מדובר בתופעה מזיקה, זאת הן במישור היחסים שבין בעל השליטה לבין בעל המניות מן המיעוט, והן מנקודת המבט של המשק כולו. עם זאת, ייתכן בהחלט שפירמידות זקוקות לבקורות עזות יותר מחברות ציבוריות שבהן אין הפרדה בין זכויות הצבעה לזכויות דיבידנד. במישור בעלי המניות הסיבה לכך היא החשש שהאינטרס הכלכלי הנמוך יחסית של בעל השליטה בחברות בתחתית

דיים) תלוי בבעלי מניות המיעוט העשויים להרוויח מפעולותיו. על דירקטור לדעת בפני מי הוא נותן את הדין.

לצד חיזוק הממשל התאגידי יש מקום גם למחשבה על דרך יצירת הפירמידה. פירמידה יכולה להיווצר בשתי דרכים עיקריות – האחת, הנפקה לציבור של מניות של חברה בת של חברה ציבורית. זוהי, לשיטתי, דרך לגיטימית למהדרין. הציבור יודע שהוא רוכש מניות בחברת פירמידה, והרכישה מעידה על כך שהוא מעריך ומתמחר את כישורי הניהול של הקבוצה העסקית על אף ההפרדה בין זכויות הדיבידנד לזכויות ההצבעה. לעומת זאת, פירמידה יכולה להיווצר גם כאשר חברה ציבורית רוכשת את השליטה בחברה ציבורית אחרת. כאן ניתן לטעון, ובמידה רבה של צדק, כי בעלי המניות של המיעוט נקלעו למצב של פירמידת שליטה ללא הסכמתם המפורשת. בהקשר זה ממליצה הוועדה

יכולה להיווצר גם כאשר חברה ציבורית רוכשת את השליטה בחברה ציבורית אחרת. כאן ניתן לטעון, ובמידה רבה של צדק, כי בעלי המניות של המיעוט נקלעו למצב של פירמידת שליטה ללא הסכמתם המפורשת. בהקשר זה ממליצה הוועדה כי רכישה שכזאת תחייב את החברה הציבורית להציע לבעלי המניות מן המיעוט לרכוש את כל מניותיהם (ובאותו מחיר שבו נרכשה השליטה). פיתרון זה שולל אפוא את החשש מהצטרפות בלתי רצויה לפירמידה.

ואולם, לצד היתרון האמור יש כאן גם חיסרון. רכישה כפויה שכזאת מורידה את האינטרס לבצע גם עסקאות יעילות (והספרות המיטתית דנה בכך; את המאמר המרכזי בתחום כתב מורי ורבי, פרופ' בבצ'וק מהרווארד, אשר שימש גם יועץ מרכזי לוועדה להגברת התחרותיות). משמעות הדבר היא כי להמלצה החדשה יהיה גם מחיר ועלות בהכשלת עסקאות טובות, שבהן אמורים לעבור נכסים כלכליים לידי מי שיוכלו לנצל אותם טוב יותר. אני ממליץ אפוא לנסות להקל את החיסרון האמור באמצעות פיתרונות משלימים. למשל, ניתן להתיר לבעל השליטה לבקש את אישור המיעוט לרכישה חלף החובה להציע להם לרכוש את מניותיהם. אישור המיעוט יסיר את החשש מפגיעה בהם.

בהצבעה של בעלי המניות מן המיעוט בלבד, ללא צורך באישור בעל השליטה. לדירקטורים חיצוניים שמור תפקיד משמעותי בחברות. לבד מהיותם חברי דירקטוריון לכל דבר ועניין הם מהווים גם את הציר המרכזי של ועדת הביקורת. ועדת הביקורת היא הגורם האחראי לבירור ליקויים בתפקוד החברה (ובעקיפין בתפקודו של בעל השליטה), והיא הגורם שאישורו הוא השלב הראשון בהתקשרות של החברה אשר לבעל השליטה עניין אישי בה. התלות המוגברת של הדירקטורים החיצוניים בבעלי המניות מן המיעוט עשויה לשפר את תפקודם בשני תפקידים מרכזיים אלו, למרות שלעיתים (רחוקות, יש לקוות)

הדבר עלול להוביל למינויים שאינם מתאימים לחברה. לצד שינוי זה הגבירה הוועדה גם את המינון המינימלי של דירקטורים חיצוניים בחברות תחת שליטה פירמידלית והוסיפה להם תפקידים. דומני שגם על כך יש לברך.

מנגד יש לברך על כך שהוועדה דחתה הצעות אחרות באשר לדרך המינוי הראוי לדירקטורים חיצוניים בחברות פירמידה. כך, למשל, קראתי לאחרונה ביקורת על הוועדה בטענה שראוי היה ליצור קבוצה של מועמדים ראויים לדירקטורים חיצוניים

אשר ישובצו לחברות השונות באקראי. הצעה זו, או וריאציות אחרות שלה כדוגמת מינוי דח"צים על ידי הרגולטור, היא הצעה מזיקה. הדירקטוריון הוא גוף מיעוט, מתווה מדיניות ומפקח. על מנת למלא את שני התפקידים הראשוניים נדרשת מומחיות או לפחות התאמה לחברה הספציפית. בחירה אקראית או על ידי גוף זר לחברה איננה מתאימה כאן. ובאשר לתפקיד הפיקוח – כאן דרושה accountability, כלומר זיקה אמיצה ואחריות כלפי הגורם שעבורו מפקחים. דירקטור חיצוני שאין לו תלות באיש אינו יכול למלא משימה זו בהצלחה. לעומת זאת, המחויבות הדרושה יכולה להתקיים אצל דירקטור חיצוני שהמינוי שלו (המינוי הנוכחי ומינויים עתידי

כאשר בעלי מניות המיעוט נקלעים לפירמידת שליטה ללא הסכמתם המפורשת, ממליצה הוועדה כי הרכישה תחייב את החברה הציבורית להציע לבעלי המניות מן המיעוט לרכוש את כל מניותיהם. אך לכך יש גם מחיר ועלות בהכשלת עסקאות טובות

מדברים על



זכויות חברתיות, צרכנות ורגולציה