

בעל המאה כבר לא בעל הדעה

שליטה בחברה ציבורית הפכה לכאב ראש ולמתכון בדוק לתסבוכת רגולטורית

עו"ד גיל אורן 23/7/12

בעל המאה הוא בעל הדעה? המשפט הזה היה נכון אולי עד לפני כמה שנים, כאשר בעלי שליטה יכלו למשוך דיבידנדים כאוות נפשם, להנפיק אג"ח, לגייס הון, לקצץ ולערוך תספורות בשקט, בלי 'לספור' כמעט אף אחד.

אבל המציאות השתנה. היום הפוסק העליון הוא הרגולטור, הצרכן הפך לצרחה, והציבור כבר לא מטומטם, ולכן הוא גם לא מוכן לשלם.

שליטה בחברה ציבורית, שפעם נתפסה ככלי אטרקטיבי לגיוס הון זול, לביצוע עסקאות ממונפות ולמשכית דיבידנדים - הפכה לכאב ראש לא קטן ולמתכון בדוק לתסבוכת רגולטורית.

מתברר כי היום כבר לא כל-כך כיף להיות בעל שליטה. אבל אם אין בעל שליטה, מה החלופה? והתשובה: שליטה בידי הציבור, או "שלטון מנהלים".

בעקבות דוח "ועדת הריכוזיות" לשוק ההון והצעת החוק שגובשה בעקבותיו, חודדה בין היתר השאלה אם יש מקום לעודד את קיומן של חברות שנשלטות על-ידי הציבור, ללא גרעין שליטה.

לגבי חברות מהסוג הזה (בלי גרעין שליטה) עולה השאלה: האם הן יתנו מענה טוב יותר לסוגיות ניגוד העניינים בין הציבור לבעלי שליטה? האם הן ישמרו על כספיהם של המשקיעים טוב יותר? האם הן יתנהגו בדרך אחראית יותר כלפי בעלי המניות?

הרגולטור הרים ראש

המצדדים בחברות אלה מביאים חברות דוגמת טבע הישראלית כמודל מוצלח של חברה המתנהלת במשך שנים ללא גרעין שליטה, וכן את העובדה כי מרבית החברות הציבוריות בארה"ב ובאנגליה מתנהלות ללא גרעין שליטה.

מנגד, המתנגדים לחברות הללו מצביעים על הסיכון הכרוך בהפקדת גורל החברות בידי מנהלים שאינם מסכנים את הונם האישי, ולכן נוטלים סיכונים מופרזים לטובת קידום אינטרסים קצרי-טווח. לעניין זה הם מביאים לדוגמה את התופעות שהביאו למשבר הפיננסי בוול סטריט בשנת 2008. על אף שהוויכוח "האקדמי" לא יוכרע ככל הנראה בעתיד הקרוב, בפועל הולכת ונרקמת בישראל תשתית להיווצרות חברות ללא גרעין שליטה.

הסיבות לכך מגוונות: ראשית, בשנים האחרונות הרים הרגולטור ראש והתחיל "להנחית" הוראות מורכבות מכל עבר. אלה הצרו באופן משמעותי את חופש הפעולה ברכישה ובמימוש השליטה בחברות ציבוריות.

שנית, היכולת לבצע רכישות בשיעורי מינוף גבוהים, כפי שראינו בשנים שלפני המשבר, צומצמה באופן ניכר, בהתחשב בהחמרת המגבלות המוטלות על הבנקים והמשקיעים המוסדיים, בין היתר עקב החמרת דרישות ההון ובעקבות יישום מסקנות ועדת חודק.

שלישית, ההגבלות שהוטלו על חלוקת דיבידנדים הגדילו את הסיכון ביחס ליכולת הפירעון של חובות הנוצרים אגב רכישה ממונפת, וכפועל יוצא צמצמו את מקורות המימון לעסקאות רכישה שליטה.

לכך מצטרפת גם המגמה של נקיטת מהלכים משפטיים נגד חלוקות דיבידנד בחברות שבעלי השליטה שלהן נטלו חובות לרכישת מניותיהן. דוגמה לכך היא התביעה הנגזרת שהוגשה לאחרונה נגד פרטנר.

בנוסף, תיקון 16 לחוק החברות, בדומה לתיקוני חקיקה נוספים, מקשים על היכולת להוציא לפועל עסקאות בעלי שליטה. הקושי נובע, בין היתר, מהגדלת הרוב הדרוש לאישור אותן עסקאות, מהגבלת התקופה של חלק מעסקאות אלה ל-3 שנים, ומדרישות שקיפות ותקינות אשר נטרלו את יכולת ההשפעה של בעלי שליטה על הליכי האישור. בכך צמצמו חלק מהתמריצים שהיו גלומים בשליטה בחברות ציבוריות.

פיזור גרעיני שליטה

ואם למרות כל הסיבות הללו בעלי השליטה לא יתגברו על הצורך הבלתי נשלט להמשיך ולהחזיק בחברות ציבוריות, ניכר כי חוק הריכוזיות, שצפוי להיחקק במהרה, יעשה זאת. לפי הצעת החוק, לא יוכל בעל שליטה לקיים שליטה צולבת בגוף פיננסי וריאלי מהותי. בנוסף, גם פירמידות השליטה ירודדו משמעותית.

צבר המגמות שנסקרו כאן צפוי להוביל בעתיד הלא רחוק למצב שבו בעלי שליטה יגידו: "די, מספיק, נמאס לי" - דבר שיוביל למכירת גרעיני שליטה בחברות ציבוריות. ומאחר שעל רקע המשבר הכלכלי לא ימצאו ככל הנראה קונים רבים בשוק, הרי שגם אם לא מתוך החלטה מושכלת - תישקל האופציה לפיזור גרעיני שליטה במגוון דרכים, לרבות באמצעות הנפקות ציבוריות, הצעות מכר, מיזוגים או מכירה לגרעיני ניהול, תוך פיזור דבוקות שליטה בין מחזיקים בודדים לרבות גופים מוסדיים.

חלופה כזו, אם תאומץ, תחייב אימוץ מנגנונים של בחירת דירקטורים וניהול התואמים חברות ללא גרעין שליטה. מודלים אפשריים קיימים כבר כיום בפקודת הבנקאות ביחס לבנק ללא גרעין שליטה.

ועדיין נותרת השאלה הפתוחה: האם זו באמת תהיה חלופה עדיפה?

הכותב הוא שותף בכיר במשרד יגאל ארנון ושות'.