

"הרגולציה על בעלי השליטה מוגזמת, בסוף המיעוט ינהל את הרוב"

עורכי הדין גיל אורן ושירי שחם ממשרד יגאל ארנון ושות', שמייצגים רבים מבין בעלי השליטה בחברות הציבוריות, מזהירים כי החרפת הרגולציה מעוררת את הרצון של החברות לצאת מהבורסה: "בעלי שליטה יברחו למקומות שלא יפריעו להם"

זוהר שחר לוי

23:17, 22.12.12

5 תגובות

בקיץ הקודם מאות אלפי אנשים צעדו ברחובות הארץ וקראו ל"צדק חברתי". ציבור רחב דרש להוציא את הכוח מהשולטים במשק. מבלי ששמנו לב, נראה שזה קרה ולא רק בגלל המחאה ההיא. המשבר הכלכלי העולמי, המחאה החברתית וגם שורת הגבלות והחמרות מצדה של רשות ניירות ערך שינו את המפה. השינוי עודנו בעיצומו. אם בעבר להיות בעל שליטה בחברה ציבורית היה משהו שכדאי לשאוף אליו, היום נראה שכדאי לשקול זאת פעם נוספת. בחמש השנים האחרונות הטילה רשות ניירות ערך הגבלות רגולטוריות על בעלי השליטה בחברות ציבוריות כמו הקשחת ההגבלות על חלוקת דיבידנדים, איסור אחזקות צולבות, הגבלה על עסקאות ארוכות טווח ושכר מנהלים ונטרול השפעתם של בעלי שליטה בחברות הציבוריות.

עורכי הדין גיל אורן ושירי שחם, שותפים בכירים במשרד יגאל ארנון ושות', המתמחים בשוק ההון, מימון, מיזוגים ורכישות, אינם אופטימיים מהמצב. לשיטתם, במצב שנוצר היום והשינויים הנוספים שרשות ניירות ערך מתכננת לקדם, קיים ספק רב אם מישהו ירצה להיות בעל שליטה בחברות ציבוריות. שירי שחם ייצגה בשנה האחרונה את [שלמה אליהו ברכישת מגדל](#), העסקה הגדולה ביותר השנה בשוק המקומי, וכן ייצגה קונסורציום של בנקים ישראלים ואירופיים שהעמידו מימון לפרויקט הגז תמר. שותפה, גיל אורן, מייצג את HOT בהליך [הפיכתה מחברה ציבורית לפרטית](#) ומייצג את מחזיקי האג"ח של סקיילקס. לדבריהם, השליטה בחברה הציבורית - שפעם נתפסה כפלטפורמה אטרקטיבית לניהול עסקים וככלי נגיש לגיוס הון - הפכה לכאב ראש לא קטן ולמתכון מושלם לתסבוכת רגולטורית.

"בהחמרות הרגולטוריות האחרונות יש אלמנט של נטרול בעל השליטה בעניינים השוטפים של החברה שאינם קשורים לעניין אישי שלו", אומרת שחם. "בעל השליטה הוא זה שסיכן הכי הרבה כסף כדי לקנות את מניותיו בחברה, ולכן ברור שהוא רוצה לנהל את החברה כראות עיניו ונכון לאפשר לו זאת. ראוי לנטרל את כוחו של בעל השליטה רק במקרים שברור שיש אינטרסים מנוגדים לו ולחברה. לא ברור לי למה צריך לאסור על בעל השליטה לשבת בוועדת תגמול שמאשרת מדיניות ושכר לנושאי משרה ולהיות גורם דומיננטי בקביעת שכר המנהלים השכירים בחברה. גם בוועדת דו"חות כספיים אסור לבעל השליטה לשבת. איך תסביר ללקוח מחו"ל, שהדירקטור שהוא ימנה, לא יוכל לשבת בוועדת דו"חות כספיים? זו לא ועדה שדנה בדברים של בעלי עניין, וזו לא ועדת ביקורת שבה ברור שבעל השליטה לא יכול לשבת. זה דבר שקשה להסביר ללקוח, לא אגיד מעליב, אבל זה משקף אווירה מאוד לא אוהדת לשחקנים חדשים ששוקלים להיכנס לשוק ההון".

אורן מבהיר כי "יש פה אוקסימורון. בעל השליטה זה מישהו שיש לו יכולת לכוון את התאגיד, זו בכלל ההגדרה של המונח. אבל בכל מקום שיש לו דרך לכוון את הפעולות של התאגיד, אומרים שהוא חשוד וכי אולי הוא פועל ממניעים לא כשרים, ולכן 'לא ניתן לו'.

'ננטרל' את יכולתו לכוון את פעולות התאגיד, כי חס וחלילה הוא יעשה עם זה משהו רע. במקום לבוא ולהגיד, 'נסתכל על אירועים שבהם בעלי שליטה פועלים לא בסדר ונטפל בהם נקודתית', אומרים 'כל בעלי השליטה הם כנראה כאלה, אז נגביל אותם ומראש לא ניתן להם בכלל את האפשרות לטעות'."

שחם ואורן, שמעורים היטב באופן ההתמודדות של בעלי השליטה עם ההגבלות ההולכות ומתרבות, מסכימים כי לא תמיד מדובר באנשים תמימים, ומסכימים כי ישנם מקרים שבהם בעלי שליטה ניצלו או מנצלים לרעה את השליטה והכוח שקיבלו לידיהם. "אבל במקרים האלה", מבהירה שחם, "צריך לטפל באופן נקודתי ולא לערבב את כל השוק. צריך לטפל במקרים המיוחדים שהם המקרים הקיצוניים, יש כלים משפטיים לטפל בהם. יש כלים של חובת הזהירות וחובת אמונים כלפי החברה. אנחנו מבינים את הרציונל של המגבלות ומאיפה באו. לא היו כוונות רעות למי שהגה וחוקק אותן, היו לו כוונות טובות, אבל התוצאה מוגזמת."

התביעות נותנות אותותיהן

לא רק ההגבלות החדשות ברשות ני"ע מפחידות את בעלי השליטה בחברות הציבוריות. תביעות נגזרות ותביעות ייצוגיות הפכו לנפוצות למדי בשנים האחרונות, והאיום בתביעה, ההוצאות הכספיות הרבות הכרוכות נותנות גם הן את אותותיהן. "אני לוקח, למשל, את התביעות הנגזרות שהגישו נגד פרטנר ובזק", מדגים אורן. "בעצם היום כבר מתחילים לחפש מה הכוונות הנסתרות של בעל השליטה בחלוקת דיבידנד, וגם מה הכוונות הלא נסתרות והאם חלוקת הדיבידנד נכונה או לא. לכאורה, המבחן עד עכשיו הוא מבחן אובייקטיבי, ואם החברה יכולה לחלק את הדיבידנד ועדיין לעמוד בהתחייבויותיה, אז שתחלק אותו. אלא שעכשיו הרגולטורים באים ואומרים, שגם אם החברה עומדת במבחנים, נצמצם עוד יותר את היכולת לשלוח בחלוקת הדיבידנד. הרגולטור יקבע מתי זה טוב לחלק דיבידנד? או שנעביר את הזכות הזו למיעוט, שהוא יחליט? האם מישהו יכול להבטיח שלמיעוט אין אג'נדה משלו? האם האג'נדה של המיעוט היא בהכרח טובה או נכונה יותר מזו של בעל השליטה? לאו דווקא. בסופו של יום, מדוע אנשים אמורים לרצות ולשלם מחיר עבור פרמיית שליטה, אם לא כדי להיות בעלי יכולת להשפיע? האם עדיף שלא יהיה בעל שליטה, ולא יהיו אנשים שמשקיעים בחברות ציבוריות?"

שחם: "מתפתחת אווירה שדיבידנד זה משהו רע שצריך לעצור אותו, אבל בסך הכל זה משהו טוב. כך בעלי מניות מהציבור מציפים ערך ומקבלים תמורה למניה שקנו. כשמחלקים דיבידנד, זו דרך החלוקה הכי שוויונית שיש של בעלי השליטה עם בעלי המניות מהציבור."

אורן: "היו מקרים שבהם בעלי שליטה היו במצוקה ועשו כל מיני צעדים אגרסיביים שיכולים להביא את החברה לסיטואציה שבה היא בסוף תגיע לחדלות פירעון. אבל הדרך הנכונה היא לבדוק, האם מי שקיבל את ההחלטה קיבל אותה על בסיס מוצק. הרגולטורים מנסים בעצם לבוא ולהגיד שבסיטואציה הזו, 'אנחנו לא סומכים על היכולת שלך לקבל את ההחלטה הנכונה. למעשה, אנחנו נחליט בשבילך גם איך לקבל את ההחלטה — ואולי מי שיחליט זה המיעוט'. בסוף המיעוט ינהל את הרוב."

שחם: "אנחנו רואים את הכוח המוגזם שניתן בפועל למיעוט גם בהקשר של תביעות ייצוגיות. המניעים של התובעים הייצוגיים הם לא תמיד ברורים, ואנחנו לא יודעים אם הם ענייניים. וזה בדיוק מה שקורה כשבא מישהו שבאמת יש לו אחזקות מזעריות ומעכב תהליך שבאופן ברור הרוב רוצה בו. מנגד, אי אפשר לעצור את הזכות לתביעות ייצוגיות, אבל כאן יש תפקיד לבתי המשפט בתביעות כאלו הקשורות לחברות. במקרים רבים בתי המשפט צריכים לזהות כבר בהתחלה אם התביעה מופרכת, ואסור שתעצור את התהליכים ותגרום נזק לחברה."

"הכסף יעבור לטימבקטו"

אם כך, נראה שכבר לא כל כך כיף להיות בעל שליטה בישראל, ונראה כי החלופה שנותרה היא שליטה בידי הציבור, או "שלטון מנהלים". בפועל, אומרים, עורכי הדין אורן ושחם, הולכת ונרקמת בישראל התשתית להיווצרות חברות ללא גרעין שליטה.

מה אתם צופים שיקרה בשוק בעקבות ההגבלות על בעלי השליטה?
אורן: "יפתחו שווקים אלטרנטיביים, ואנחנו נראה את הכספים שלנו, של המוסדיים,

בטימבקטו — שם בוודאי לא נוכל לדעת אם בעלי השליטה בסדר. האפשרויות הן או שהעסקאות יעשו בחו"ל, או מחוץ לבורסה כמו בעסקאות הלואה פרטיות עם מוסדיים שהופכות להיות נפוצות הרבה יותר. הכסף יברח לשווקים אלטרנטיביים ובעלי שליטה ילכו למקומות שלא מפריעים להם.

"אנחנו רואים כל הזמן חברות שיוצאות מהבורסה. HOT, למשל, זו חברה מאוד גדולה שיצאה ושולם מחיר ליציאה. יש חברות שניסו להוציא ולא הצליחו. יש רצון להוציא חברות מהבורסה וזה ברור. יש גם פחות הנפקות. ההנפקות קשורות גם למצב של שוק ההון, אבל בהחלט, רואים שיש חברות חדשות, כמו חברות ביו־טק שככל ששומעות יותר על הרגולציה, הן מתלבטות יותר. חברה ציבורית תמיד היתה צריכה להיות שקופה, אבל עכשיו הוסיפו הרבה מאוד הגבלות".