

פורום שווי הוגן (Fair Value Forum) FVF

מפגש אפריל 2021: "חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה ויחסי דירקטוריון הנהלה על

רקע התזכיר החדש לתיקון חוק החברות"

דברי פתיחה שלומי שוב

בוקר טוב, אנחנו חוזרים הבוקר למתכונת פרונטלית (אם כי עדיין היברידיית לאור מגבלות הכמות) וזאת כבר הרגשה טובה. התגעגענו לחיבור בין אנשים מעניינים לבין הרוח המיוחדת של הבינתחומי. אנחנו מדברים היום על המציאות החדשה יחסית בשוק ההון הישראלי – חברות ללא בעל השליטה על רקע תזכיר החוק שפרסם משרד המשפטים בנושא. לפי הנתונים לתום 2020 שקיבלתי אתמול מאנטרופי לצורך הדיון 85 חברות ציבוריות הן ללא בעל שליטה – כ- 17% מהחברות הציבוריות אבל במונחי שווי שוק זה הרבה יותר – כ- 38%. לצורך כך כללנו גם את החברות הדואליות וניטרלנו את חברות האגח. אני מניח שזה נובע מהמשקל היחסי של הבנקים ובאופן טבעי משאלת גודל ההשקעה היחסי בראיה של אדם/גוף בודד.

הסיבות לכך הם כמובן קודם כל חוק הריכוזיות אבל זה לא רק זה יש כאן שילוב של השפעות נוספות כמו הסדרי חוב, התקשחות הרגולציה הפיננסית ובכלל יש הרבה כסף בשוק והמחירים לא זולים. בהחלט יתכן כי המגמה תימשך במיוחד לאור כניסת חברות ההי טק לבורסה שמתאפיינות בבעלות מבוזרת. בשורה התחתונה, מאז חקיקת חוק הריכוזיות ב- 2013 המספר כמעט הוכפל והרבה יותר מזה במונחי שווי שוק. שימו לב, זה חוצה ענפים – ראינו גם בסקטור הפיננסי בנקים עצומים כמו דיסקונט והפועלים הופכים לבעלי שליטה מבוזרת, גם חברות מסורתיות משמעותיות כמו שופרסל ופז, גם את המגמה בנדל"ן המניב – כלכלית ירושלים, גב ים (בעקבות איבוד השליטה של נכסים ובניין אם כי צריך לבדוק אם פרנקל לא מגיע לכך) ואלוני חף וראינו גם לא מעט גופים בסקטור האנרגיה גם בגלל מתווה הגז. לסקטור הפיננסי יש ייחודיות הרי ידוע שנוכחות של רגולטור ספציפי מפחיתה את ה"כדאיות" של בעל שליטה וזה מתחדד ככל שהוא דומיננטי יותר – אבל כאן השאלה מעניינת היא מדוע רוב הבנקים הגדולים היום הם ללא בעל שליטה בעוד בביטוח, להוציא כלל ביטוח, זהו לא המצב?

המציאות הזאת כפי שצינו בחומר הרקע משנה את שיווי המשקל – הכוח למעשה עובר מבעל השליטה להנהלה ונוצרת בעיית נציג שנעוצה בשלטון מנהלים ומוכרת משוק ההון האמריקאי שם הגישה הרגולטורית היא פרו מנהלים ביחס למשל לגישה האנגלית. בשורה התחתונה, בהעדר בעל שליטה, לו אינטרס ישיר בפקוח על פעולות ההנהלה, האורגן המרכזי העשוי להפעיל פיקוח אפקטיבי הוא הדירקטוריון וזה האתגר העיקרי שעומד במרכז הדיון שלנו היום. זה מצחיק אבל בעבר כל כך חששנו מתופעת בעלי השליטה ועכשיו אנחנו מתמודדים עם בעיה אחרת. לכאורה התפקיד הרשמי של הדירקטוריון לא משתנה – אבל כולנו מבינים שיחסי הכוחות משתנים – אם בדירקטוריון של חברת מוטת שליטה - הדירקטורים עסוקים לא מעט בלהדוף את בעל השליטה – במצב החדש ההנהלה מקבלת את הכוח והדירקטוריון צריך לפקח עליה.

פורום שווי הוגן (Fair Value Forum) FVF

אחד הנדבכים המרכזיים בהקשר זה הוא הרכב הדירקטוריון והליכי המינוי של דירקטורים בחברות ללא בעל שליטה. בנוגע לכך, התזכיר מציע לבטל את חובת המינוי של שני דירקטורים חיצוניים ולהחליפה בחובת מינוי רוב של דירקטורים בלתי תלויים. לצורך כך, מדבר התזכיר על הקמה במסגרת הדירקטוריון של ועדת מינויים בלתי תלויה שתפקידה הוא להמליץ על הרכב הדירקטוריון הרצוי ולגבש רשימת מועמדים מומלצים לצורך הצעתם לאסיפה הכללית. אני למשל חושב שלהשאיר את נושא המינויים בגבולות הדירקטוריון בלבד זה לא פתרון טוב – אלא פתרון שדווקא יכול להנציח את שלטון המנהלים ועוד מעט נשמע על כך מהניסיון בפועל. זה נכון שכל בעל מניות שיש לו 1% לפחות יכול להציע מועמד מטעמו אבל השאלה היא עד כמה זה באמת אפקטיבי. היו לנו מספר מקרים בשנתיים האחרונות שבהם הועלה חשש מהתערבות של מנהלים בזהות הדירקטורים וזה מצב מאד בעייתי שאותו צריך לפתור. אני מבין שוועדות ציבוריות, כמו שיש בבנקים ובביטוח, זהו לא פתרון מקובל בעולם אבל צריך תמיד לזכור את המבנה הייחודי והריכוזי של המשק שלנו ואולי לנסות למצוא פתרון ביניים מאזן – אולי ועדה בלתי תלויה למרות שכבר אינו שזה גם לא פתרון מושלם.

וזה מביא אותנו לצורך, או אפילו להכרח, באקטיביזם המוסדי בנוגע לחברות אלה. התנאים לכאורה קיימים - לפי הפרשנות של רשות התחרות כבר ניתן לבצע תיאום עמדות בין גופים מסוימים למשל לצורכי הצבעה באסיפות אבל זה נעשה במקרים מאד נקודתיים – וממה שאנחנו רואים בשנים האחרונות המוסדיים בהרבה מקרים מעדיפים לא להתעמת מול ההנהלות ומתערבים רק כשיש משברים - במיוחד כאשר אין לכך כדאיות בראיה של שווי שוק. אין בהכרח זהות בין שווי שוק לבין ממשל תאגידי – וכאן צריך לחשוב איך יוצרים תמריצים למוסדיים בהקשר הזה של ממשל תאגידי. כי בלי שינוי בנושא זה לדעתי לא יכול להיות פתרון טוב. ותוסיפו לזה את נקודת המוצא של ריכוזיות הגופים המוסדיים ובעיה פוטנציאלית של ניגודי עניינים במשק קטן כמו ישראל.

אגב, שימו לב שבין השורות "השתרבה" בתזכיר גם האג'נדה המגדרית – שימו לב בלי קשר הכרחי לחברות ללא בעל שליטה – כלומר, ביחס לכלל החברות הציבוריות וחברות האג"ח. חוק החברות יצר כידוע מחויבות למנות דח"צית אחת וכעת התזכיר ממליץ שיכהנו לפחות שליש דירקטורים מכל מגדר. כאן כמובן עולות השאלות האם זה לא יוצר מצב של העדפה מתקנת ולכך שאנשים פחות טובים יגיעו לעמדות פיקוח. יש על זה מחקרים ואולי באמת זהו תיקון חקיקתי שצריך לדון בו בנפרד. לקראת הדיון, ביקשתי מאנטרופי שיכינו נתונים על המגמות של נשים בדירקטוריונים בשנים האחרונות, תוך הבחנה בין חברות עם שליטה וללא שליטה – והמסקנות לא מעודדות בכלל – אנחנו מדברים על קצת יותר מ- 20% שיעור נשים בדירקטוריון במדד תא 125 עם שיפור קל בלבד בשנים האחרונות.

גם הנושא של הגדרת שליטה לעניין זיהוי חברות ללא שליטה שבו עוסק התזכיר והקשר בינו לבין הגדרת שליטה ב- IFRS מאד מעניין. כנקודת מוצא, על אף שההגדרות כיום של שליטה בחוק ני"ע וב- IFRS דומות, יש היגיון לדעתי כי הגדרת שליטה לצורך חוק ניע תהיה רחבה יותר כי היא באה ליצור בעיקרה הגנה למיעוט בעוד לצרכים חשבונאיים המטרה היא בכלל איחוד דוחות כספיים. אבל זאת רק מחשבה יותר פילוסופית שלי – זה לא המצב התיאורטי שהרי המבחן האיכותי של יכולת לכוון את פעולות התאגיד הוא דומה.

פורום שווי הוגן (Fair Value Forum) FVF

לפי חוק ניירות ערך קיימת חזקה (מעין מבחן כמותי) של החזקה במחצית או יותר מאמצעי שליטה. כאשר מדובר על חברה ללא בעל שליטה, התזכיר מציע להוריד את החזקה הניתנת לסתירה ל - 25%. זאת גם קביעה לא טריוויאלית, שהרי הניסיון החשבונאי בארץ מאז הסדרת הגדרת שליטה ב-IFRS 10 בעשור האחרון מראה שאזור החיגוג הוא 30 אחוז צפונה ולכן יש כאן לכאורה הרחבה – שימו לב במקרים אלו וזה מה שמלמד הניסיון של שנים האחרונות קשה "להרים את נטל ההוכחה" לכל כיוון ולכן לחזקה יש משמעות רבה. ראינו את המתח הזה במקרה של נכסים ובניין וגב ים בזמנו וסוגיה משמעותית נוספת ביחס לחוק הריכוזיות קיימת בימים אלו לגבי הרכישה של צחי נחמיאס את דסק"ש באמצעות חברת מגה אור שבשליטתו – אם אני מבין נכון שיעור ההחזקה עומד על 29.9 אחוז...

למעשה, בראיה של שליטה אפקטיבית, החזקה של 25% די יוצאת מנוקדת הנחה של פאסיביות המוסדיים, הרי ככל שנראה יותר משקיעים אקטיביסטים כך השיעור המינימאלי הנדרש לקיומה של שליטה יגדל ולהפך. נניח לאחרונה באלרוב ראינו שהמוסדיים יודעים להתעורר לפעמים. ובכלל הסיטואציה מוזרה – האם יכול להיות מצב שבו לצורך חוק החברות החברה תחשב כבעלת שליטה מבוזרת אבל לצורך חוק נייע יהיה לה בעל שליטה? יש לנו היום דיון מעניין וחשוב. נמצאים איתנו כאן האנשים שעומדים מאחורי המגזר – מאיר לוי משרד המשפטים ושרה קנדלר מרשות נייע. כמו כן, יש לנו כאן נציגים בכירים של החברות הרלבנטיות – יו"רים ומנכלים וכן נציגים של המוסדיים ורשות שוק ההון שאמונה עליהם. אי אפשר להתעלם מכך שהיו בשנה שנתיים האחרונות מספר אירועים מעניינים כמו בפז, שופרסל וישראלכרט שהלקחים מהם יכולים לסייע לנו במסקנות היום.