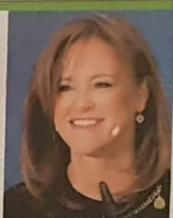
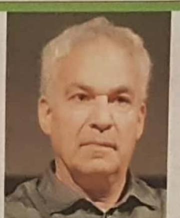
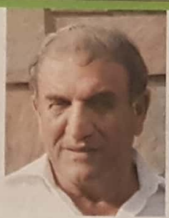
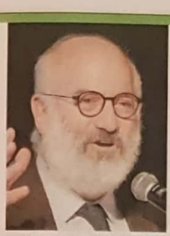

רקפת רוסק עמינח, מנכ"לית בנק לאומי צילום: עופר וקנין


ארז ויגודמן, לשעבר יו"ר טבע צילום: עופר וקנין

יאיר המבורגר, יו"ר חברת הראל השקעות צילום: מיה כרמי-דרור


צדיק בינו, בעל השליטה בבנק הבינלאומי צילום: מוטי קמחי


אדוארדו אלשטיין, בעל השליטה באי.די.בי צילום: עופר וקנין

בעל הבית מתקשר לנייד, האם לסנן?

בורסת תל אביב עוברת מהפך דרמטי: חברות ענקיות כמו פז ושופרסל עוברות מידיהם של טייקונים ובעלי הון לשליטת הציבור, כמו באמריקה ● ואולם, חברות עם בעל שליטה מתנהלות לעתים טוב יותר מחברות עם שלטון מנהלים ● מהו הדבר הטוב ביותר לחברה עסקית — בעל שליטה או שלטון מנהלים ומהו גודל הדירקטוריון האידיאלי?

אסא ששון

אדוארדו אלשטיין רתח. הוא בעל הבית בשופרסל, אז מדוע היו"ר מתייחס אליו כאחרון בעלי המניות?

הדחת יו"ר דירקטוריון שופרסל, ישראל ברמן, על ידי אלשטיין היתה דרמטית. היא קרתה אחרי שאלשטיין איבד באופן רשמי את השליטה בחברה כשמכר 17% מהמניות שלו (מתוך 50% שהיו ברשותו) תמורת 850 מיליון שקל. אלשטיין היה צריך כסף, והרווח האדיר מאיבוד השליטה קרץ לו. הוא חשב שעם 33% מהמניות, כשהוא עדיין בעל המניות הגדול בחברה, יתאפשר לו להחזיק את המקל משני קצותיו ולהמשיך לשלוט. אבל היו"ר ברמן והמנכ"ל איציק אברכהן גרמו לו להבין שזה לא עובד כך, ואלשטיין התפוצץ. האם הוא צדק? האם המנכ"ל היה צריך להמשיך להעביר לו מידע ולהתייעץ אתו גם כשהוא כבר לא מוגדר כבעל שליטה?

המאבק בשופרסל הוכרע בשלב זה בניצחון של אלשטיין. הוא מינה את מקורבו מאורסיו ביאור ליו"ר, אבל לא בטוח שזהו סוף הסיפור. גם בחברת פז מתנהל מאבק שקט בין ההנהלה לבעלי המניות, מאז שצדיק בינו, לשעבר בעל השליטה, מכר את מניותיו. אלו סנוניות ראשונות של הנהלות שמתחילות לאבד את בעל הבית ששירתו במשך שנים, ועכשיו צריכות להתחיל למצוא דרך ניהולית עצמאית.

בישראל, בניגוד לארה"ב, יש שיעור גבוה יחסית של חברות גדולות שנמצאות בידי בעלי שליטה. הלוגיקה העסקית של שליטה כזאת גורסת כי מצב שבו יש בעל שליטה שדואג לחברה הוא טוב יותר לחברה ממצב שבו המניות מפוזרות בידי הציבור, שהשפעתו מוגבלת יותר. אם יש לחברה בעל בית שמבין וממוקד בעסקיה, ויש לו ניסיון וקשרים בבנקים ובשוק ההון, הוא יוכל להוביל אותה לשגשוג המועיל גם לבעלי מניות המיעוט.

האם בעל השליטה מועיל לחברה?

שם החברה	האם קיים בעל שליטה?	תשואות המניה	יציאת בעל השליטה
שופרסל	–	*-5%	יוני 2018
פז	–	*-0.43%	ספטמבר 2017
מגדל	+	**-7%	מארס 2012
כלל ביטוח	–	*3.50%	אוגוסט 2017
הפניקס	+	***73%	אוגוסט 2013
הראל	+	***83%	אוגוסט 2013
טבע	–	***-33%	אוגוסט 2013

*מאז שיצא בעל השליטה **מאז שנכנס בעל שליטה ***בחמש השנים האחרונות

עו"ד מיקי ברנע צילום: נמרוד גליקמן

בעלי שליטה או שלטון מנהלים?

אבל במציאות העסקית מתברר כי הלוגיקה הזאת אינה תמיד עובדת, ולבעלי שליטה יש לעתים שיקולים עסקיים שאינם עולים בקנה אחד עם האינטרסים של החברה. לא פעם מתרחשים מקרים לרעת בעלי המניות מהציבור. כך, למשל, מכר נוחי דנקנר, כשהיה בעל השליטה באי.די.בי, את חברת ישראייר לאי.די.בי בעסקת בעלי עניין מסואבת. העסקה אושרה על ידי הגופים המוסדיים (המיעוט) ושיחררה אותו מחבות אישית של 40 מיליון דולר.

גם בחברות עם בעלי שליטה, שבהן לא נעשות עסקות מכוערות, לעתים הדברים הולכים לכיוונים לא נכונים. האם שרי אריסון, בעלת השליטה בבנק הפועלים, תרמה לבנק ולסיכון ובינוי שבשליטתה? נראה שלא. האם שלטון המנהלים בבנק לאומי מגיע לתוצאות טובות יותר? ייתכן.

מצד שני, חברות כמו הראל ביטוח, הבנק הבינלאומי ואלוני חץ, שיש להן בעל שליטה דומיננטי, מתנהלות בצורה ראויה.

גם שלטון מנהלים מתגלה לעתים כלוקה בחסר. הדוגמה הבולטת לכך היא טבע, שבה אין בעל שליטה והדירקטוריון הוא זה שמפקח על הנהלת החברה. המנכ"ל הקודם, ארז ויגודמן, דידרר את החברה בסדרת רכישות שהגדילה את חובות החברה ל-35 מיליארד דולר. הדירקטוריון התגלה במלוא עליבותו כאשר במקום לעצור את המנכ"ל השאפתן, הוא איפשר לו למנף את החברה, ולמעשה להפיל אותה.

עם זאת, יש חברות שבהן קיים שלטון מנהלים וניהולן תקין, יש בהן ממשל תאגידי נאות ודאגה לכלל בעלי העניין של החברה.

אם כך, מהו הדבר הטוב ביותר שלטון מנהלים? ואולי בכלל הדבר הטוב ביותר עבורה הוא שילוב בין השניים — בעל שליטה מעורב עם הנהלה חזקה שיודעת להציב לו גבולות?

> "עקרון העצמאות של הדירקטוריון פועל לטובת החברה. אין הסכם שיכול להשפיע על שיקול הדעת של הדירקטורים. הפרה של חובותיהם חושפת אותם לתביעות"

עו"ד מיקי ברנע ממשרד ברנע, ג'פה, לנדה ושות', מומחה לממשל תאגידי, טוען כי "עקרון העצמאות של הדירקטוריון פועל לטובתה של החברה. אין הסכם שיכול להשפיע על שיקול הדעת של הדירקטורים, הם אמורים להיות עצמאיים. הפרה של חובת הדירקטורים חושפת אותם לתביעות אישיות. המגמות של תביעות ייצוגיות ונגזרות נגד תביעת דירקטורים רק מגבירות את הסיכון".

לדברי ברנע, "לכאורה, נראה שאין הבדל גדול בין מצב שבו יש בעל שליטה לבין כזה שבו אין בעל שליטה — בשני המקרים על הדירקטוריון לפעול באופן עצמאי ולהתעלם מבעל השליטה. אבל קיימת תלות בבעל השליטה בנושא המשך כהונתם של הדירקטורים. האיום הגדול ביותר על דירקטור הוא שבעל השליטה יחליף אותו באסיפה הכללית השנתית הבאה. הליכה נגד בעל השליטה יכולה להביא לאובדן הכהונה הספציפית, וגם לחסום כהונות נוספות".

וזהו בדיוק הבעיה של דירקטורים: תפקידם לשמש כשומרי הסף מול בעל השליטה, אך האינטרס האישי שלהם והרצון לכהן בדירקטוריונים נוספים הופכים אותם מדירקטורים אקטיביים לכאלה שיאמרו את דעתם בליווי הסתייגויות, כדי שלא ייתפסו כבעייתיים. דירקטור שעושה בעיות לא יצליח למצוא מקום בהנהלה של קולגה אחרת. שיחת טלפון אחת מבעל השליטה הקודם שלו עשויה לטרפד לו את המינוי.

מה קורה אם בעל מניות גדול פונה למנכ"ל? איך הוא אמור להגיב?

ברנע: "המנכ"ל אינו מחויב לענות לאף אחד — גם לא לבעל השליטה. עם זאת, סביר להניח שהוא ידבר אתו. לפעמים, מנכ"לים מקבלים פניות מבעלי מניות קטנים, ובכפוף לכך שלא מדובר במתן במידע פנים, הוא משיב להם כחלק מעבודת הניהול ושימור קשרי משקיעים. אין בכך פסול כל עוד הוא אינו נותן מידע עודף".

למי מותר לקבל מידע עודף?

"מידע עודף הוא כמו מידע פנים. זהו מידע שמוגבל לנושאי משרה בחברה והם היחידים שרשאים לקבלו. דירקטור הוא נושא משרה. אריסון, למשל, אינה יכולה לקבל מידע עודף על פני בעל מניות קטן בבנק הפועלים, מכיוון שהיא אינה נושאת משרה".

ואם היא תבקש?

"קשה לענות על השאלה. יש בעלי שליטה שמעורבים בניהול, אבל אם הם לא נושאי משרה בחברה הדבר נהפך למורכב. מידע זה גם נכס וגם חשיפה. מי שמקבל מידע עודף בחברה ציבורית וסוחר במניות יש לו חשיפה, בין אם הוא נושא משרה ובין אם לאו".

איך מוגדר בעל שליטה בחברה?

"השליטה מוגדרת בחוק: 'היכולת לכוון את פעולת התאגיד'. אם מישהו מחזיק יותר מ-50% מהמניות — ברור שהוא בעל השליטה בחברה. אבל גם בעל שיעור אחזקה קטן של מניות, אם יש לו את היכולת לכוון את פעולות התאגיד — הוא בעל השליטה. במקרה של מחלוקת, בית המשפט הוא זה שיקבע מי הוא בעל השליטה. אריסון, למשל, מוגדרת כבעלת שליטה בבנק הפועלים, אף שהיא מחזיקה רק ב-20%. בבנקים מקבלים היתר שליטה, הם לא מתפקדים כמו כל חברה רגילה.

הפגנת עובדי טבע. ארז ויגודמן, המנכ"ל לשעבר, מינף את החברה בסדרה של רכישות והפיל אותה צילום: אמיל סלמן

> "מידע עודף, בדיוק כמו מידע פנים, מוגבל לנושאי משרה בחברה — הם היחידים שרשאים לקבלו. בעל שליטה שאינו נושא משרה הוא כמו כל בעלי המניות, ואין לו זכות לקבל מידע עודף"

"חברה יודעת אם יש לה בעל שליטה, וזה נכון גם לצורך עסקות בעלי עניין — החוק מגדיר כי לצורך זה בעל שליטה הוא מי שמחזיק כ-25% מהמניות".

בניגוד לישראל, באנגליה, כשחברה עם בעל שליטה מונפקת לציבור חלות על בעל השליטה מגבלות חמורות. כך, למשל, הוא מחויב לאחר ההנפקה לשמור על עצמאות החברה. בנוסף, בעל השליטה לא יכול לכהן כיו"ר, ולא יכול למנות את רוב החברים בדירקטוריון כדי שהדירקטוריון ישמור על עצמאותו.

"באנגליה, הניתוק בין בעל השליטה לדירקטוריון הוא עובדה. אולם בחירת דירקטורים מקצועיים ועצמאיים אין משמעה אובדן השפעה. יכול להיות בעל מניות המחזיק 10% מהון החברה, ופועל למינויים של דירקטורים שהוא מרגיש נוח עמם. נכון שייווצרו מצבים שבהם משקיעים אקטיביסטים יכולים לנסות ולשנות את הרכב הדירקטוריון, כפי שהיה באחרונה בחברת מלאנוקס. אבל גם במקרים כאלה, המשקיעים המוסדיים אינם מצטרפים בקלות למהלכים נגד הדירקטוריון, כל עוד החברה מתפקדת", אמר ברנע.

איך נבחר דירקטור?

"בחברה ציבורית הדירקטורים הרגילים ממונים בדרך כלל על ידי רוב קולות באסיפה הכללית השנתית. אם יש בעל שליטה קלאסי של יותר מ-50%, אז הוא ממנה את רוב החברים בדירקטוריון.

"לגבי מינוי דירקטורים חיצוניים — יש מינימום של שניים בכל חברה. גם הם נבחרים באסיפה הכללית, אבל ברוב של מי שהוא אינו בעל השליטה, ולכן אין לו השפעה עליהם. כל אחד יכול להיות מועמד לתפקיד דירקטור חיצוני. עם זאת, יש כמה חריגים: באסיפות כלליות שנתיות הדירקטוריון יכול למנות חברי דירקטוריון נוספים שיהיו חברים זמניים עד לאסיפה הבאה, שבה הם יעלו להצבעה. יש חברות שאין בהן גרעין שליטה, כמו טבע, ובכל שנה יכול להתחלף בהן עד שליש מהדירקטוריון. כך נמנע מצב שבו הדירקטוריון יוחלף בן־לילה. הדבר מייצר יציבות בדירקטוריון, ופועל נגד ניסיונות השתלטות. זה סוג של גלולת רעל".

החוק מגדיר כמה חברי הנהלה יהיו?

"יש חברות שחלה בהן הגבלה על מספר חברי ההנהלה, ואחרות ללא הגבלה. הדבר תלוי בתקנון שלהן. בדרך כלל לא תוכל לקיים ישיבת דירקטוריון עם פחות מחמישה חברים: שני דירקטורים חיצוניים ואחד בלתי־תלוי. דירקטוריונים יכולים גם להגיע ל-12–20 חברים. מספר הקסם הוא שבעה חברים. כמובן שעדיף מספר לא זוגי, והרעיון של דירקטוריון הוא נציגות רחבה של ידע וניסיון במגוון תחומים.

"ואולם שלטון מנהלים חושף את החברה לבעיה אחרת: בהיעדרו של בעל שליטה, ההשפעה הדומיננטית עשויה לעבור להנהלה וזה לא בהכרח טוב. היו מקרים שבהם הנהלה התעסקה בהעברת ערך לחבריה — שכר, בונוסים ואופציות — והתנתקה מטובת בעלי המניות".

מה יכול להיות הפתרון הנבון, אם קיים כזה בכלל?

"הפתרון הנבון הוא שילוב של הנהלה טובה ואחראית עם דירקטוריון מקצועי ועצמאי של אנשים שמחוברים לאינטרס של בעלי המניות. המודל האמריקאי — שבו אין בעלי שליטה ויש אקטיביזם של בעלי מניות — הוא שילוב של דירקטורים חזקים שיכולים לבקר את ההנהלה.

"במצב של יציאת בעלי שליטה, עשויים להתעורר בחברה מאבקי כוח סביב קביעת סדר היום ולגבי השאלה מי יתפוס את מקומו של בעל השליטה — המנכ"ל או יו"ר הדירקטוריון", מסכם ברנע.

> "במצב של יציאת בעלי שליטה עשויים להתעורר בחברה מאבקי כוח סביב קביעת סדר היום ולגבי השאלה מי יתפוס את מקומו של בעל השליטה — המנכ"ל או יו"ר הדירקטוריון"

לכן, לא מפתיע שעם היעלמות בעל השליטה בפז, צדיק בינו, החלו המנכ"ל, יונה פוגל, והיו"ר, יצחק עזר, להפסיק לראות עין בעין כיצד לנווט את החברה. תהליך היעלמותם של בעלי השליטה בחברות הציבוריות השונות מציב בפני ההנהלות של החברות האלה אתגר: מצד אחד, הן נהנות מחופש של היעדר בעל בית, והמנהלים יכולים לקבל משקל רב יותר. מצד שני, חופש מוגזם עלול ליצור מצב שבו המנהלים יחושו כי הם יכולים לדאוג לעצמם יותר מלחברה שתחת ניהולם. מי שאמור לעצור בעדם — הדירקטוריון — נותר חלש עוד מתקופת בעל השליטה.

מתפקידם של הגופים המוסדיים, המחזיקים את המניות עבור החוסכים, להיות המבוגר האחראי ולוודא כי הנהלות של חברות ודירקטוריונים פועלים למען טובת כלל בעלי העניין בחברה, ולפקח. במצב שבו ההנהלה או הדירקטוריון כושלים — תפקידם של המוסדיים לנער אותם. אחרת, לוואקום הזה ייכנסו קרנות השקעה, שידעו לגזור את הקופון מהשינוי, כמו שקרה במלאנוקס.

Scanned by CamScanner