

לשמור על הריכוז

שאלת המבנה הראוי של הבעלות בשוק ההון מעוררת זה שנים מחלוקת קשה בארץ ובעולם בין תומכי הגישה הביזורית למצדדי הגישה הריכוזית. יש להמשיך לשמר את המבנה הריכוזי הקיים בתאגידים הבנקאיים בישראל, שכן מעבר לשליטה ביזורית ללא גרעיני שליטה עלול ליצור סכנות אשר המפקח על הבנקים יתקשה לעמוד מולן

יורם ראב"ד

בתקשורת "ועדת הריכוזיות" אשר פרסמה את מסקנותיה הסופיות במהלך פברואר האחרון. ההשוואה בין הבעלות המבוזרת (היעדר בעל שליטה) לבעלות הריכוזית עוררה מחלוקת אקדמית רחבת היקף. הגישה הגורסת שבעלות מבוזרת עדיפה על פני בעלות ריכוזית הסתמנה כדומיננטית במשך שנים רבות. גישה זו באה לידי ביטוי, לדוגמה, בעמדת קרן המטבע הבינלאומית והבנק העולמי בעת המשבר הפיננסי של 1998 בדרום-מזרח אסיה, ובהמלצה משנת 2002 של ועדת מומחים של האיחוד האירופי לאמץ הסדרים שיקלו על בעלי מניות המייעוץ לטובת השולט לפזר את גרעין השליטה. מנגד, מומחים רבים סברו כי קיומו של בעל שליטה אשר לו אינטרס כלכלי ניכר בשגשוג התאגיד פותר את מרבית בעיות הפיקוח על הדירקטוריון, המאפיינות תאגידים בבעלות מבוזרת (בעיית הנציג). על אף ההכרזות על צמצום הריכוזיות במשק, גורמי רגולציה שונים בישראל מעודדים קיומם של בעלי

מבנה הבעלות בשוק ההון בישראל ניכר בשני מאפיינים עיקריים המבחינים בינו לבין השווקים בארצות הברית או בבריטניה. הראשון, לרוב החברות הציבוריות בישראל בעל שליטה שבידיו היכולת לנווט את ענייני התאגיד. השני, שוק ההון בישראל מתאפיין בריכוזיות גבוהה של בעלות בחברות ציבוריות, דהיינו במקרים רבים שולט אדם אחד (או משפחה אחת) במספר רב יחסית של חברות – זאת במקרים רבים ביצירת פירמידות שליטה שבמסגרתן מחזיק בעל השליטה במישרין במניות המקנות לו שליטה בחברה אחת, וזו מחזיקה במניות המקנות לה שליטה בחברה אחרת, וכך הלאה.

למרות ההכרזות על צמצום הריכוזיות במשק, גורמי רגולציה שונים בישראל מעודדים קיומם של בעלי שליטה. זאת ככל הנראה מתוך רצון לאפשר פיקוח הדוק יותר ומתוך הנחה כי מצב זה מגביר יציבות



עו"ד יורם ראב"ד, שותף-מייסד במשרד ראב"ד, מגריו, בנקל ושות'; עומד בראש מחלקת חברות, מיוזגים ורכישות במשרד; שימש יועצו של ראש הממשלה אריאל שרון

שני מאפיינים אלו טופו לו או נדונו לאחרונה באופן מקיף. המחוקק התמודד עם סוגיית בעלי השליטה במסגרת תיקון מס' 16 לחוק החברות, תשנ"ט-1999 שבו נקבעו הוראות המחזקות את כוחו של המיעוט ואת העצמאות והמקצועיות של הדירקטוריון, ואילו סוגיית הריכוזיות נדונה בוועדה להגברת התחרותיות במשק (שכונתה



שליטה. זאת ככל הנראה מתוך רצון לאפשר פיקוח הדוק יותר, ומתוך הנחה כי מצב זה מגביר יציבות. כך, בתחום הבנקאות – אין ולא היה בעשורים האחרונים בישראל תאגיד בנקאי שלא נשלט בידי גורם מזהה כלשהו אשר קיבל היתר שליטה מנגיד בנק ישראל, והבנקים אשר הפריטה המדינה החל בשנות ה-90 בעקבות משבר ויסות מניות הבנקים נמכרו רק לגופים אשר רכשו גרעין שליטה וקיב-לו היתרי שליטה. אולם בשנים האחרונות נבחנת האפשרות להפריט את בנק לאומי (שהמדינה מחזיקה ב-6% ממנו) ללא דרישה לקיומו של גרעין שליטה מזהה וללא היתר שליטה מנגיד בנק ישראל. הוועדה לבחינת היבטים הקשורים במכירת בנק לאומי באמצעות שוק ההון, בראשותו של מנכ"ל משרד האוצר דאז אוהד מראני, פרסמה שורה של המלצות לגבי הפרטת בנק לאומי באמצעות שוק ההון, וכאמור המלצות הוועדה מניחות כי בסופה של ההפרטה לא יהיה לבנק גרעין שליטה מזהה. בעקבות המלצות הוועדה תוקן גם חוק הבנקאות (רישוי), והתווספו אליו הוראות המחייבות קבלת היתר מאת נגיד בנק ישראל להחזקה של יותר מ-5% מאמצעי השליטה בתאגיד בנקאי (ולא כפי שהיה נהוג לפני התיקון, בהחזקה של יותר מ-10%) וכן הוראות שונות בדבר שיתוף פעולה בין בעלי מניות לעניין מינוי דירקטורים וכד'.

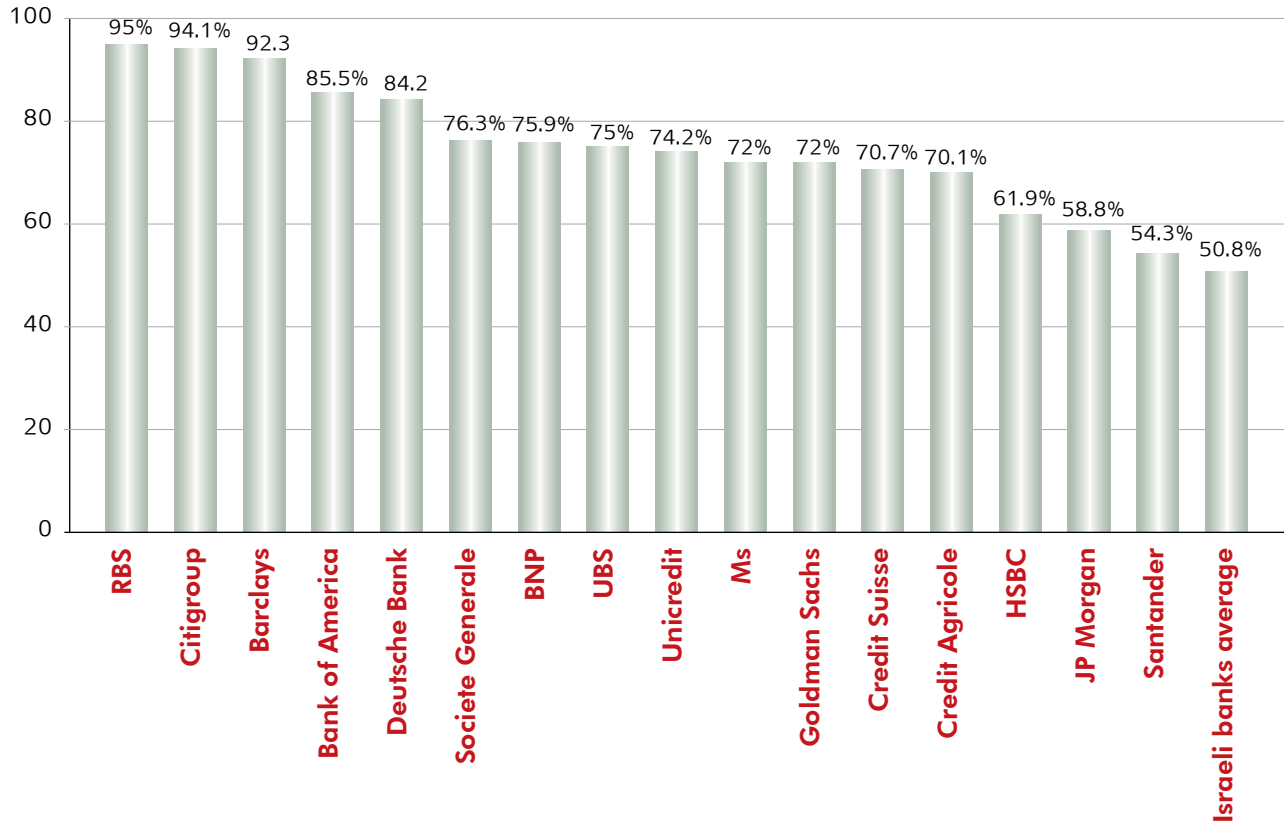
ההליכים המתוארים לעיל מצביעים על שינוי כיוון בעמדת בנק ישראל. דרישתו של בנק ישראל לקיומו של גרעין שליטה מזהה נועדה למנוע השפעת גורמים לא רצויים על ניהול התאגיד הבנקאי מכוח החזקה במניותיו; את הסכנה שבשלטון מנהלים וניגודי העניינים העלולים להתלוות אליו (בעיית הנציג); וסכנות ליציבות התאגיד הבנקאי עקב חילופים ושינויים תכופים ומזדמנים בשליטה בתאגיד הבנקאי, בהרכב מוסדותיו ובמיוחד בדירקטוריון.

יש גם הטוענים כי בעל השליטה הוא גורם אשר בנק ישראל יכול לפנות אליו בשעת משבר בבקשה להזרים הון לחיזוק הבנק, וזאת אף על פי שההיסטוריה מוכיחה כי טיעון זה אינו עומד במבחן המציאות; פניות של בנק ישראל אל בעלי שליטה בבקשות לחזק את ההון של הבנקים שבהם הם שותפים נענו בשלילה (כך, למשל, במקרה של קבוצת ברונפמן-שראן אשר נמנעה מהנפקת זכויות בבנק

דיסקונט במהלך משבר הסאב-פריים, למרות בקשה של בנק ישראל), וכן כשהתמוטטו בנקים בישראל (בנק פויכטוונגר, בנק אלרן, בנק צפון אמריקה, בנק ארץ ישראל בריטניה, בנק לפיתוח התעשייה והבנק למסחר) לא הזרימו בעלי השליטה כספים כלשהם. יחד עם זאת, ראוי לציין כי השפעת משבר הסאב-פריים על המשק בישראל הייתה פחותה מאשר במדינות אחרות, וההתאוששות בו הקדימה את מרבית משקי המערב. זאת בין היתר הודות ליציבותה

שיעור ירידת שווי השוק של בנקים ישראלים ושל בנקים בינלאומיים

יוני 2007 לעומת ינואר 2009



מערכת הבנקאות, בנתה מודל להפרטת הבנקים במתכונת של גרעיני שליטה על אף ניסיון העבר ועל אף המגמה ההפוכה בעולם המערבי.

אין תשובה מכרעת לשאלה בדבר עדיפות גרעין שליטה על פני היעדרו. יחד עם זאת, לנוכח מאפייניה המיוחדים של מדינת ישראל, כלכלתה ומערכת הבנקאות שלה, ולאור חוסנם של הבנקים הישראליים שהוכח במשבר הסאב־פריים, אני סבור כי יש לה־ משיך לשמר את מבנה הבעלות הקיים בתאגידים הבנקאיים בישראל, קרי שליטה באמצעות גרעיני שליטה. בה בעת יש להתמודד עם חסרונותיה של שיטה זו באמצעות רגולציה וחיזוק הממשל התאגידים בתאגידים הבנקאיים, כדי למזער את השפעתם של ניגודי העניינים עם בעלי השליטה. מעבר לשלי־ טה ביזורית ללא גרעיני שליטה עלול ליצור חשיפות, חסרונות וסכנות אשר ספק אם יהיה בידי המפקח על הבנקים לעמוד מולם.

ולאמינותה של המערכת הבנקאית המקומית, אשר להבדיל ממערכות הבנקאות במדינות רבות אחרות שמרה על חוסנה ועל יציבותה במהלך המשבר. רבים מקשרים, ובצדק, בין חוסנה של המערכת הבנקאית בישראל לבין קיום גרעיני השליטה בה. את עמידתה של מערכת הבנקאות הישראלית במשבר הסאב־פריים ניתן לראות בגרף המצורף, הלקוח ממצגת של המפקח על הבנקים בכנס הרצליה מפברואר 2009. עולה ממנו כי הירידה הממוצעת בשווי השוק של הבנקים הישראליים הייתה נמוכה באופן ניכר לעור־ מת ירידת השווי בבנקים בינלאומיים.

כיום רבים מהבנקים הגדולים באוסטרליה, בא־ רצות הברית, בבריטניה ובגרמניה מתנהלים ללא גרעיני שליטה. יתר על כן, אוסטרליה וקנדה למשל אוסרות על קיומם של גרעיני שליטה בבנקים ומ־ גבילות את שיעור ההחזקות המרבי ל־10%–15%. מצד שני, אירלנד, שבעקבות המשבר הלאימה את

הכותב מייצג לקוחות אשר יכול שיש להם עניין במאמר