



# הרגולציה בשוק ההון: ההצלחות והאכזבות של 2014

הגבלת שכר הבכירים בפניננסים, ההמלצות בנושאי הסדרי החוב והסדרת יחסי המוסדיים עם חברות הייעוץ - אלו הן רק חלק מהרגולציות הבולטות בשוק ההון אשתקד • מהן ההחלטות האמיצות שבאו בזמן הנכון, ואילו החלטות לא הצדיקו את הציפיות

ניהול השקעות בחו"ל, הסתיים בפשרה מפאי"ניקית בגובה 0.25%. כך, התקווה להגברת הפיקוח על מנהלי ההשקעות מעבר לים, המבטיחים לחוסך הישראלי הרים וגבעות אך מספקים מעט מאוד תשואה עודפת, הסתיימה בכניעה ללחצייהן של הקרנות הזרות.



אייל לפידות, יישור קו

המשתנים, דוגמת מענקים ואופציות. אישור שכר גבוה יותר יחייב את תמיכת בעלי המניות מהציבור.

החוק הספיק לעבור בקריאה ראשונה לפני שהכנסת התפזרה, ובמקביל כפה האוצר על דירקטוריון הפניקס להוריד את שכר המנכ"ל, אייל לפידות, מ-10 מיליון שקל ל-3.5 מיליון שקל. גם חברות הביטוח הראל ואיי.די.איי הודיעו כי יישרו קו עם הרף החדש.

כך הצליח האוצר, באופן מפתיע, לחולל שינוי משמעותי בשכר הבכירים דווקא על-ידי שימוש בכלי הזהיר יחסית של תמריצי מס, תוך שהוא שומר על זכותם של בעלי המניות לומר את המילה האחרונה בנושא.

## האכזבות

**5** הקלות בחוק הריכוזיות. משרד המשפטים לחץ, והכנסת אישרה כי חברות פירמידה מהשכבה השלישית ומטה יקבלו פטור ממינוי רוב של דירקטורים עצמאיים, אם חלק מהדירקטורים הרגילים שלהן מונו על-ידי שותף של בעל השליטה או על-ידי ועד העובדים. במהלך דיון בוועדת הכספים התברר, כי ההקלות נתפרו במיוחד עבור דסק"ש, ונועדו לסייע לבעלת השליטה בה, אי.די.בי, להמשיך במערכת יחסיה עם קבוצת ברונפמן-פישר. האינטרס הציבורי בהגברת עצמאותם של דירקטוריונים דווקא לא זכה לטיפול אח"מים דומה, וחבל.

**4** המלצות ועדת בן-הורין להגברת המסחר בבורסה. מחזורי המסחר הנמוכים הובילו את הוועדה שהקימה רשות ניירות ערך להמליץ על הפיכת הבורסה לתאגיד עם כוונת רווח, על חידוש מעמדם של הבנקים כעושי שוק, על הכנסת חברי בורסה זרים ואפילו על הורדת המס על רווחי הון. אלא שההמלצות נותרו בשלב זה על הנייר, וגם ההנהלה החדשה של הבורסה או המשכן החדש והמטופח שלה טרם חילצו את הבורסה מהמשבר העמוק שבו היא נתונה.



דורית סלינגר, הממונה

**3** דמי הניהול הכפולים בפנסיה. מה שהתחיל בקול תרועה רמה, כאשר הממונה על שוק ההון ביקשה להגביל ל-0.15% מהצבירה את התשלומים שאותם רשאים המוסדיים לגלגל לכתפי העמיתים בגין



עו"ד עמירם גיל

הופעת אורח  
החוק החדש, דוגמת מענקים ואופציות. אישור שכר גבוה יותר יחייב את תמיכת בעלי המניות מהציבור.

## ההצלחות

**5** הקלות במימוש זכות ההצבעה של בעלי מניות. המשקיעים מהציבור יורשו להצביע באסיפה הכללית באמצעות האינטרנט, ואף יזכו להקלות במשלוח כתבי הצבעה והודעות עמדה לגבי נושאים שעל סדר היום. המהלך תואר ככזה הנועד לאפשר למשקיעים "להצביע מהסלון", ומדובר בצעד קטן אך מבורך בדרך להגברת מעורבותם בקבלת ההחלטות.

**4** הליך תהודות בעסקאות בעלי עניין. ועדת הביקורת בדירקטוריון תידרש ליוזם הליך דמוי-מכרז לפני אישור עסקה שבה יש לבעל השליטה עניין אישי. הוועדה גם תוכל ליוזם הליך פיקוח חלופי, כגון הקמת ועדה חיצונית של ד"ח"צים, שתנהל מו"מ על העסקה. הכללים החדשים יושמו בחודשים האחרונים בשטח, וכבר הובילו לשיפור בפיקוח על עסקאות חשודות.

**3** פיקוח על ענף ייעוץ הפרוקסי. לראשונה הוסדרה פעילותן של חברות הייעוץ אנטרופי ועמדה, הממליצות למוסדיים כיצד להצביע באסיפות כלליות (ושבמידה רבה המלצותן מטה את הכף). מעתה יורשו המוסדיים להתקשר עם חברות הייעוץ רק לאחר שווידאו כי אינן נגועות בניגודי עניינים, וכי הן עומדות בכללים לגבי כשירות מקצועית ופרסום מתודולוגיה סדורה. השוק המתין זמן רב למהלך הזה, שהפך את ענף הפרוקסי לשחקן מוכר ומפוקח בשוק ההון.

**2** מניעת ניגודי העניינים בקרב המוסדיים באישור שכר בכירים. החלטה של גוף מוסדי האם לתמוך או להתנגד לשכר בכירים בגוף מוסדי אחר, אשר במניותיו הוא משקיע, תצטרך לקבל את אישור הדירקטורים החיצוניים בוועדת ההשקעות. הסדר החדש נתן מענה מאוזן לביקורת הציבורית על כך שהמוסדיים אישרו זה לזה שכר בשיטת "יד רוחצת יד".

**1** הגבלת שכר הבכירים בחברות הפנינסיות. מה שנדמה היה בתחילה כעוד יוזמה לא ריאליסטית סביב הנושא הנפיץ של שכר הבכירים, הפך למהלך הדרמטי והמוצלח ביותר של השנה. הצעת חוק שניסח האוצר קבעה, כי ההוצאות על שכר לבכירים בבנקים ובחברות הגמל והפנסיה יוכרו לצורכי מס עד לתקרה של 3.5 מיליון שקל בשנה - כולל שכר הבסיס והרכיבים



אנדורן. הסדרים מסורבלים

**2** המלצות ועדת אנדורן בנושא הסדרי החוב. חברה שאינה עומדת בהתניות הפנינסיות של האג"ח תמנה משקיף מטעם הנושים לדירקטוריון. אי-תשלום לנושים במשך 45 יום יוביל להליך של חדלות פירעון בבית המשפט, ותובטח זכותם של מחזיקי הסדרות הקצרות להוסיף ולקבל תשלומים. חלק מהמלצות הוועדה ראויים (למשל, ההמלצה להגביל את שכר היועצים ל-500 שקל לשעה), אך בשורה התחתונה הסדרי החוב יהפכו מסורבלים יותר, וישפשו את הנושים ואת החברה כאחד לטלטלה מתמשכת. כל זאת, כאשר בעיית ה"תספורות" נופחה במידה רבה מעבר למדיה האמיתיים, וכאשר החוק הקיים כבר נותן לה מענה מספק.

**1** צמצום חובות ההשתתפות של המוסדיים באסיפות. דווקא כאשר המעורבות המוסדית בארה"ב ובישראל קוצרת הישגים, החליטו רשות ניירות ערך ואגף שוק ההון להעניק הקלה משמעותית לבעלי השליטה, ולהרחיק את המוסדיים מהצבעות על סוגיות מרכזיות, כגון מינויים ופיטורים של דירקטורים, מיוזמים ושינויים בתקנון החברה.

המהלך לא רק יחליש את קולו של הציבור, אלא גם יפגע בכוח המיקוח של המוסדיים מול החברות הציבוריות. צעד לאחור עבור הממשל התאגידי בישראל, המזכה את המהלך בתואר הרגולציה המאכזבת של השנה.

## תחזית ל-2015

2015 תעמוד בסימן תוצאות הבחירות לכנסת. ההבטחות של הפוליטיקאים לרפורמות בבנקים ובפנסיה יצטרכו להיתרגם לחקיקה מאוזנת, שלא תשפוך את התינוק עם מי האמבט. על הח"כים החדשים יהיה גם להתעלות מעל ההשבונוות הפוליטיים, ולהשלים את החקיקה לגבי שכר הבכירים בחברות הפנינסיות. מעבר לכך, האתגר המרכזי יהיה למצוא את האיזון הנכון בין רגולציה לבין הקלות המעוררות צמיחה. לדוגמה, יידרש טיפול שורש בתלות ההרסנית שבין הדירקטורים החיצוניים לבעל השליטה, ובמקביל הקלות לחברות קטנות ובינוניות בכל הנוגע לממשל תאגידי. עסקת חבילה כזו, שתכלול מקלות וגזרים, תבטיח שוק הון בריא ומשוכלל יותר. ●