

16.96x15.09	1	עמוד 20	הארץ - the marker	05/01/2015	45920220-4
האקדמי למשפט ועסקים עמירם גיל המכון לאחריות תאגידית - 26330					

## אחרי הבחירות עמירם גיל

# דרושה עסקת חבילה בשוק ההון

« הפיקוח על שוק ההון נהפך באי הרוונה לנושא כלכלי-חברתי מרי כזו במערכת הבחירות. חלק מהמועמדים מבטיחים לעודד תחרות בבנקים ובתחום הפנסיה, לפקח על שבר הבכירים ולהיאבק ב"תספורות" – והם יודרשו לפרוע את השטר כבר בעת המשא ומתן הקואליציוני. גם הצעתו של משרד האוצר להגביל את שבר הבכירים בחברות הפיננסיות ל-3.5 מיליון שקל בשנה צפויה לעלות מחדש לאחר הבחירות, והאוצר אף צפוי לקדם את המלצותיה של ועדת אנדרון בנושא הסדרי החוב, יהיה הרכב הממשלה הבאה אשר יהיה.

לא בכדי נהפך שוק ההון לנושא פוליטי חם. ניגודי העניינים בקרב נושאי משרה ודירקטור רים, כמו גם העלויות הגבוהות שמשלם הציבור על מוצרים ושירותים פיננסיים מזמינים רפורמה מעמיקה. עם זאת, גם החששות במגזר העסקי מפני עודף רגולציה מוצדקים. חברות ומנהלים נתונים בשנים האחרונות לפיקוח גובר, ונדרשים להסתגל לשינויי חקיקה לגבי עסקות בעלי עניין, שבר בכירים, מינוי דירקטורים, דמי ניהול והרדירות בחוק הריכוזיות לפירוק הפירמידות והאחזקות בחברות ריאליות ופיננסיות. ביום שלאחר הבחירות, יהיה אם כן צורך, בהחמרת הרגולציה בתחום מסוימים לצד איזונים והקלות בתחומים אחרים.

הרפורמה שתידרש לאחר הבחירות בשוק ההון מזמינה עסקת חבילה. עסקה כזו תכלול, מחד, רפורמות לנטרול ניגודי העניינים ולהפיקוח מוגבר על דמי ניהול וריביות, ומאידך – מתן הקלות לחברות קטנות ובינוניות ולעסקים שמאפייני הפעילות שלהם והיקף ההשקעה הציבורית בהם מצדיקים החלטה לפטור אותם מחלק מהוראות הרגולציה.

לדוגמה, סוגיה שתצריך רפורמה מרחיקת לכת היא שיטת המינוי של דירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות. השיטה הנוכחית נכשלה כישלון חרוץ מכיוון שהיא מחייבת "אור ירוק" מבעל השליטה למינוי הרה"צים, ובכך מונעת מהאחרונים לפעול בעצמאות ולייצג ביעילות את טובת החברה והמשקיעים. נדרש, אם כן, תיקון בחוק החברות, שיבטל את מעורבותו של בעל השליטה במינוי דה"צים ויאפשר אך ורק לבעלי המניות שאינם נגועים בעניין אישי לבחור נציגים העצמאיים לדירקטוריון. סוגיה נוספת היא שבר הבכירים. הרפורמה שגיבש האוצר כענף הפיננסיים ראוייה ומאוזנת בכך שהיא מעודדת קשר בין תגמול לביצועים, אך עושה זאת תוך שימוש זהיר בתמריצי מס ותוך שהזכות לומר את המלה האחרונה בנושא ניתנת לבעלי המניות. הצעד המתבקש בהקשר זה הוא להשלים את הליך החקיקה של הרפורמה ואף להחילה על חברות ציבוריות נוספות באופן הדרגתי ובהתאם למאפייני החברה. כמו כן, יש לטפל בעיוותים בשוק המו-

צרים והשירותים הפיננסיים. למשל, נדרש פיקוח מחמיר יותר על דמי הניהול שמשלמים חוסכים שאינם מאוגדים בקבוצות לחץ גדולות. יש לשקול גם התערבות במרווחים שסופגים משקי הבית בין התשואה הנמוכה על הפיקדונות לריבית הגבוהה על הלוואות ומשיכת יתר בבנקים.

מנגד, על עסקת החבילה לכלול מתווה למדרג ממשל תאגידית, אשר יפטור חלק מהחברות הציבוריות מהליכי אישור מסורבלים לעסקות בעלי עניין ולשכר בכירים. מדרג כזה נהוג בבורסות בארה"ב ויישומו בישראל יעודד צמיחה ונזילות בשוק המקומי. יש גם לבחון הקלות ביישום המלצותיה של ועדת אנדרון, כך שחברות שנקלעו להסדר חוב עקב נסיבות שאינן בשליטתן לא יספגו סנקציות ביורוקרטיות ומשפטיות כבדות. כמו כן, ניתן יהיה ליישם חלק מההוראות המימירות שהוצעו כאן (למשל בנושא מרווחי הריבית) במתכונת של הוראת שעה. השותפים הטבעיים לעסקת חבילה כזאת הם הממשלה וגופי הפיקוח, נציגי המגזר העסקי והחברות הציבוריות, וארגוני הצרכנים והמשקיעים. אך גם אם לא תושג הסכמה מצד כל אלה לעסקה, יש לצפות מהרגולטורים ומחברי הכנסת שויבילו אחרי הבחירות רפורמות מאוזנות ברוח זו להבראת שוק ההון הישראלי. **הכותב הוא ראש הקליניקה לשוק ההון במרכז האקדמי למשפט ולעסקים**