

13.41x31.43	1	עמוד 13	כותרת - גלובס	10/04/2014	41973345-6
עמירם גיל המכון לאחריות תאגידי - 26330					

עודף הרגולציה בשוק ההון

עמירם גיל ושחר הדר

מעמסה כבדה על החברות הקטנות

כ־90% מהשווי הכולל של מניות החברות בבורסה של תל-אביב מרוכזים אצל 100 החברות הגדולות, המדרג של ממשל תאגידי יאפשר דווקא לייעל את האכיפה, ולמקד את מאמצי הפיקוח באותן 40% מהחברות שלהן ההשפעה הגדולה ביותר על הציבור. ניקח למשל את תיקון 20. באחרונה נאלצו חברות קטנות לגבש מדיניות תגמול סתמית, פשוט כי החוק אינו מבחין בינו לבין החברות הגדולות, שעל שכר הבכירים בהן נדרש פיקוח אמיתי. או ניקח את תיקון 22, שנחקק במסגרת חוק הריכוזיות, ולפיו ועדת הביקורת

רשות ניירות-ערך הכריזה אשתקד על כוונתה להקל בדרישות הגילוי והדיווח המוטלות על חברות ציבוריות קטנות - חברות ששווי השוק שלהן נמוך מ־300 מיליון שקל. בין היתר, יזמה הרשות הפחתה בדרישות הגילוי הנדרש מחברות אלה בכל הנוגע להליכי הבקרה הפנימית (iSox), הערכות-שווי ותשקיפים. מדובר בחלק ממהלך כולל שמוכילה הרשות לדה-רגולציה בשוק ההון, שבמסגרתו אף אישרה לאחרונה הכנסת הקלות לכלל החברות הציבוריות בנושאים כגון תשקיף-מדף והכרזה על סיום חובות הדיווח.

המהלך להקלות על החברות הוא מבורך ומפחית מהביורוקרטיה הכרוכה בניהול חברה. אך עדיין אין בו די. נדרש מהלך משמעותי יותר, שלא יתמצה רק בנושאי גילוי ודיווח, אלא יפחית גם מהנטל הרובץ על כתפי החברות הקטנות בכל הנוגע להוראות הממשל התאגידי שבחוק החברות.

בשנים האחרונות עבר הממשל התאגידי בישראל מעין מהפכה. בין היתר, נחקקו לא פחות משישה תיקונים לחוק החברות - לרבות תיקון 16, שחזק את הפיקוח על הדירקטוריון ועל עסקאות בעלי-עניין; ותיקון 20, שהסמיך את המיעוט לאשר את תגמול הבכירים בחברה; הותקנו "תקנות חודק" לאמות-מידה ברכישת אג"ח; נקבעו כללים להשתתפות המוסדיים באסיפות כלליות; פורסמה הנחיית גילוי בדבר "שאלון ממשל תאגידי"; ולאחרונה נכנס לתוקף חוק הריכוזיות, המגביל את חברות הפירמידה ואת ההחזקות הצולבות בנכסים ריאליים ופיננסיים.

היקף הרגולציה בשוק ההון תפח דרמטית תוך שנים ספורות. הבעיה היא, שלצד חיוק ההגנות על המשקיעים, הוטל נטל כבד על כתפי החברות, המהווה מעמסה נוספת עליהן במסגרת פעילותן העסקית. הדבר נכון במיוחד לגבי חברות קטנות, אשר עליהן להקצות משאבים בהיקפים שאינם תואמים את גודלן, כדי לעמוד בכל דרישות הרגולציה. לפי הרף האמור של רשות ניירות-ערך, יותר מ־60% מהחברות הציבוריות בישראל נחשבות ל"קטנות", והן סופגות עלויות בלתי סבירות כדי לציית לרגולציה בנושאי ממשל תאגידי. עלויות אלה באות על-חשבון ליבת העסקים. במקום להחיל את החוק בצורה עיוורת, הגיע הזמן להחילו באופן מדורג. הפעלה מדורגת תאפשר לחברות הקטנות לעסוק פחות ברגולציה ויותר בחדשנות, ביזמות וביצירת ערך למשקיעים. יש הטוענים, כי תחולה דיפרנציאלית היא מדרון חלקלק, וכי הגנה על המשקיעים מחייבת אכיפה אחידה. אך במציאות שבה

המהלך להקלות על חברות ציבוריות קטנות מבורך, אך עדיין אין בו די. נדרש מהלך משמעותי יותר, שיפחית מהנטל הבלתי סביר הרובץ על כתפיהן בנושאי ממשל תאגידי

תקיים הליך תחרותי (מעין מכרז) או הליך פיקוח אחר כטרם תאשר עסקה עם בעל-השליטה. בשני המקרים, יש לפטור את החברות הקטנות מתחולתו הגורפת של החוק, כי הסיכון למשקיעים בהן קטן יותר. גם לגבי הסדרי ביטוח ושיפוי לנושאי-משרה ניתן לאמץ הסדרים מקילים על הקטנים. יצוין, כי תחולה דיפרנציאלית של ממשל תאגידי - ולא רק של חובות דיווח - קיימת בפועל בארה"ב. שם, בנוסף לדיני החברות המדינתיים, הבורסות הן שמסדירות את התחום, כך שחברה הנסחרת בבורסה הראשית בניו-יורק כפופה לממשל תאגידי שונה מאשר חברה הנסחרת, למשל, בבורסה משנית או בזירת מסחר אלטרנטיבית. אם נשאב מהמודל האמריקאי, ונקל על החברות הקטנות, נאזן טוב יותר בין הגנה על המשקיעים לבין עידוד הפעילות העסקית במשק. ●

עו"ד גיל הוא ראש הקליניקה לשוק ההון במרכז האקדמי למשפט ולעסקים; עו"ד ד"ר הדר הוא שותף במשרד עוה"ד גרוס, קלינהנדלר, חודק, הלוי