

## אימוץ המלצות דו"ח הוועדה להגברת התחרותיות במשק

### הצעה להחלטה

#### מחליטים,

- א. לאמץ את המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק (להלן – **המלצות הוועדה**), אשר פורסמו בדו"ח הסופי של הוועדה מיום 18.3.12. המלצות הוועדה מצורפות להחלטה זו ומהוות חלק בלתי נפרד ממנה.
- ב. להטיל על ראש הממשלה, על שר האוצר ועל שר המשפטים (להלן – **השרים**) להפיץ תזכיר חוק ליישום המלצות הוועדה, ובכלל זה ההמלצות בעניינים המפורטים להלן, ולהביאו לאישור ועדת שרים לענייני חקיקה בהקדם האפשרי; וכן להסמך את השרים לערוך במסגרת התזכיר התאמות בהמלצות, ככל שנדרש לשם עיגון בחקיקה.
- התזכיר שיופץ יעגן בחקיקה את המלצות הוועדה, ובכלל זה:
1. יסדיר את התהליכים להקצאת נכסים ציבוריים משמעותיים באופן שהגופים המקצים זכויות בנכסים אלה יחויבו לשקול שיקולים של תחרותיות, וביחס לתשתיות חיוניות גם שיקולי ריכוזיות, בטרם ההקצאה.
  2. יטיל מגבלות ויקבע תנאים להחזקה של גוף פיננסי וגוף ריאלי משמעותיים בידי אותו בעל שליטה.
  3. יקבע הוראות מבניות וכלכליות מממשל תאגידי שיסדירו ויגבילו את פעולתם של מבני החזקה פירמידאליים.
- ג. להקים צוות בראשות ראש המועצה הלאומית לכלכלה במשרד ראש הממשלה והממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר, ובהשתתפות יושב ראש הרשות לניירות ערך, המפקח על הבנקים, הממונה על הגבלים עסקיים והמשנה ליועץ המשפטי לממשלה (כלכלי פיסקאלי). להסמך את הצוות לסייע בהכנת תזכיר החוק, וכן לסייע בקידום הליכי החקיקה ובליווי הליך החקיקה בכנסת.

## דברי הסבר

### הצורך בהקמת הוועדה

ביום 24.10.10 מינו ראש הממשלה, שר האוצר ונגיד בנק ישראל את הוועדה להגברת התחרותיות במשק הישראלי (להלן – **הוועדה**). על הוועדה הוטל לבחון את המבנה הנוכחי של המשק ואת מידת השפעתו של מבנה זה על רמת התחרותיות והיעילות בפעילות המשק, על היציבות הכלכלית ועל צמיחת המשק. הוועדה נתבקשה לבחון את סוגיית התחרותיות הענפית והמשקית במובנה הרחב, נוכח התפתחותן של קבוצות עסקיות בישראל, ולהמליץ לאור בחינה זו על צעדי מדיניות אפשריים שתכליתם להפוך את המשק לתחרותי ומשוכלל יותר.

ביום 18.3.12, בתום הליך עבודה ממושך, שכלל שני סבבים של שמיעת עמדות הציבור ופרסום דו"ח ביניים בין שני הסבבים, השלימה הוועדה את עבודתה והגישה את המלצותיה הסופיות. ההמלצות הסופיות אושרו על ידי מרבית חברי הוועדה. הצעת החלטה זו מאמצת המלצות אלה וקובעת את מתכונת יישומן. המלצות הוועדה מצורפות להצעת החלטה זו ומהוות חלק בלתי נפרד ממנה.

### הרקע להמלצות הוועדה

הוועדה הוקמה במטרה לבחון דרכים להתמודדות עם האתגרים המבניים הקיימים כיום במשק הישראלי. בשנים שלפני המשבר העולמי, שהחל בשנת 2008, נהנה המשק הישראלי מהתפתחות מהירה ומצמיחה מרשימה. התמורות שחלו בו שיכללו את שוק ההון הישראלי, שינו את אופן מימון הפעילות העסקית במשק והשפיעו בצורה ניכרת על מבנה תיק הנכסים של הציבור. ההתפתחות המהירה של המשק, בהובלתו של המגזר העסקי, אשר נבעה בין היתר מהעברת נכסים מידיים ציבוריות לידיים פרטיות, הצריכה התאמה של הרגולציה הממשלתית.

ההתפתחות האמורה הביאה, בין היתר, לכך שמבנה המשק בישראל מתאפיין בריכוזיות על ענפית יתרה המחייבת שינויים רגולטוריים. מספר מצומצם של אנשי עסקים שולט בשיעור ניכר של נכסים ריאליים ופיננסיים במשק באמצעות קבוצות עסקיות, חלקן במבנים פירמידאליים. בחינה בינלאומית השוואתית מלמדת כי מספר זה מצומצם גם ביחס לשווקים אחרים בעולם. בפוטנציאל הגודל, במורכבות וברמת המינוף של קבוצות עסקיות במסגרת הרגולציה ומבנה המשק הקיימים, יש כדי לעורר חשש לסיכונים הן ברמת המשק, הן בהיבט של איתנות המערכת הפיננסית והן ברמת ההגנה על החוסך הבודד ועל בעלי מניות המיעוט.

נוכח כל אלה, קם צורך להגביר את התחרותיות במשק הישראלי ולהבטיח שוק תחרותי ויעיל, להגן על ציבור המשקיעים ולחזק את איתנותם ויציבותם של המתווכים הפיננסיים. מטרת הוועדה הייתה למצוא פתרון לפערים שנוצרו בין קצב התפתחות השוק לבין קצב התפתחות הרגולציה; בין השינויים המבניים המהירים במשק והמציאות שנוצרה במגזר העסקי בישראל לבין ההסדרה והפיקוח הממשלתיים.

המלצות הוועדה, אשר התקבלו ברוב קולות על ידי חברה, צפויות לקדם את התחרותיות במשק, לשפר את יעילות הקצאת המקורות, לתרום תרומה חיובית ליציבותה של המערכת הפיננסית ולתמוך בצמיחה של המשק וברווחת הציבור בטווח הבינוני והארוך. עם זאת, על מנת למנוע זעזועים במשק, ועל מנת להבטיח מעבר יעיל למסגרת הרגולטורית העקרונית שעליה המליצה הוועדה, ייקבעו בתזכירי החוק שיוגשו, הוראות מעבר אשר יבטיחו החלה מותאמת של הרגולציה על הגופים העסקיים הקיימים.

בהתאם לכתב המינוי של הוועדה, הועדה בחנה שלושה נושאים עיקריים. נפרט עתה את ההמלצות על פי נושאי משנה אלה.

### **בחינת שליטה באמצעות מבנה אחזקות פירמידאלי**

המשק הישראלי מתאפיין במבנה בעלות ריכוזי. לרוב החברות הנסחרות בבורסה ישנו בעל מניות עיקרי שמסוגל לכוון את פעילות התאגיד. חלק לא מבוטל מהחברות הציבוריות נשלטות על ידי מספר מצומצם של קבוצות עסקיות, אשר חלקן הגדול מאופיינות במבני שליטה פירמידאליים. השילוב של פירמידות עמוקות ורמות חוב גבוהות מייצר בישראל מציאות בה מספר מועט של בעלי שליטה שולט במבנים גדולים, מורכבים וממונפים בעיקר באמצעות כספים של אחרים.

מבנה זה מאפשר יצירת פער משמעותי בין הבעלות לבין השליטה. פער זה יוצר בעיית סוכן מובהקת בין בעל השליטה ליתר בעלי העניין בחברה. בעיה זו מגבירה את הפוטנציאל לפגיעה ביעילותם של השווקים ומכאן גם באינטרס הציבורי. בנוסף, המבנים הפירמידאליים מאפשרים יצירה של מערכת המשמרת את הפירמידות ומביאה ל"התבצרותם" (entrenchment) הכלכלית של קבוצות עסקיות ובעליהן. המפגש של "בעיית הסוכן" הקלאסית והתבצרותם של בעלי השליטה מגביר את ההסתברות לניצול המקורות של החברות הנמצאות ברמות הנמוכות בפירמידה, מעבר לשיעור הבעלות בהן ואף תוך פגיעה באינטרסים של שאר בעלי המניות. בנוסף, המבנה הפירמידאלי מעודד נטילת סיכונים מופרזת של בעלי הקבוצות (כתוצאה מקיומו של "הסיכון המוסרי"). סיכון זה, בשילוב עם הגודל והמורכבות של מבנים אלו, עלול להוביל לפגיעה ביציבות המשק כולו.

היכולת לשלוט במבנים מורכבים של חברות באמצעות השקעה מועטה יחסית בהון וברמות שונות, מעוררת חששות משמעותיים לפגיעה במשקיעים, פגיעה בתחרותיות ובפגיעה ביציבות המשקית. חששות אלה מחייבים התערבות רגולטורית, באמצעות כפיית שינויים מבניים על צורת ההתאגדות של אותן קבוצות עסקיות וכן באמצעות שימוש בכלי ממשל תאגידי המפחיתים את הפוטנציאל לפגיעה במשקיעים במבנים אלה.

העקרונות שקבעה הוועדה בעניין זה מבחינים בין הרגולציה שתחול על המבנים הקיימים לבין הרגולציה שתחול על חברות שיתאגדו במבנה פירמידאלי בעתיד. אשר לקבוצות העסקיות שיוקמו בעתיד – המבנה שלהן יוגבל לשתי שכבות של חברות ציבוריות או חברות איגרות חוב, לכל היותר. כמו כן הוצעו כללי ממשקל תאגידי לגבי חברות המצויות בשכבה השניה שבהן בעל השליטה מחזיק שיעור אחזקות נמוך בהון.

אשר למבנים פירמידאליים קיימים – נוכח עלותו של שינוי גורף, ועל מנת למנוע זעזועים במשק, יוגבל המבנה שלהם לשלוש שכבות של חברות ציבוריות או חברות איגרות חוב. על חברות בשכבה השלישית יחולו כללי ממשל תאגידי מחמירים יותר מאלה החלים בשכבה השנייה.

ההמלצות כוללות יצירת מערך תמריצים שיגרמו להסדרה עצמית של המבנים הפירמידאליים. הומלץ לעודד קבוצות אלה לשנות את מבנה התאגדותן על דרך של מכירת חברות, וזאת באמצעות תמריצים מיסויים. לכן הומלץ כי משרד האוצר יגיש בתוך 90 יום המלצות לצעדים אופרטיביים בתחום זה.

עקרון נוסף בהמלצות הוועדה נוגע לטיפול בסיכון הסיסטמי – חלק מהשחקנים המאופיינים בפיזור ענפי רחב ובמינוף גבוה, שולטים גם במוסדות פיננסיים. במבנה זה טמון פוטנציאל לסיכון מערכתי הן במבנה הבעלות והן בקשרי הגומלין בין החברות בתוך הקבוצה, בין הקבוצות השונות ובין לבין המוסדות הפיננסיים במשק. גורמים אלה הופכים את המבנים הפירמידאליים למקור לסיכון מערכתי. כדי להבטיח התמודדות נאותה עם סיכונים מערכתיים, קיימות מגבלות על תאגידים בנקאיים, ועל גופים מוסדיים למתן אשראי ללווים גדולים. בנוסף למגבלות הקיימות, על הרגולטורים שמפקחים על פעילות תאגידים פיננסיים לקיים בחינות ומבחני לחץ עיתיים לבחינת יכולת ההתמודדות של המערכות שתחת פיקוחם עם סיכונים סיסטמיים שונים.

#### דעות המיעוט בנוגע לנושא הפירמידות

1. ראש המועצה הלאומית לכלכלה, פרופ' יוג'ין קנדל, והממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, פרופ' עודד שריג, סבורים כי יש לאפשר את אי הכללתן של חברות איגרות חוב שנמצאות בראש המבנה הפירמידאלי במניין השכבות. לפי עמדתם, כדי לצמצם את היקף הפגיעה בפעילות חברות, "אין לספור חברת אג"ח המחזיקה בחברות ציבוריות תחתיה, כשכבה במבנה פירמידאלי. למצער, יש לאפשר לחברת אג"ח להחזיק שתי שכבות של חברות ציבוריות לפרק זמן מוגבל (הצעתנו – במשך 5 שנים), בדומה להמלצת הוועדה להתיר הנפקת חברה מוחזקת לציבור כשכבה שלישית בפירמידה לפרק זמן קצוב".

2. יו"ר רשות ניירות ערך, פרופ' שמואל האוזר, והכלכלנית הראשית של רשות ניירות ערך, ד"ר גיתית גור גרשגורן, סבורים כי יש מקום לחייב שינוי מבני לצד החלת כללי ממשל תאגידי. עם זאת, לשיטתם, נקודת האיזון צריכה להיות שונה מזו שהומלצה על ידי הוועדה. להלן הצעתם לנקודת איזון שונה:

א. הגבלת הקבוצות העסקיות בישראל למבנים פירמידאליים של **שלוש** שכבות (חברות ציבוריות וחברות אג"ח) לכל היותר. הגבלה זו צריכה לחול הן ביחס למבנים פירמידאליים קיימים והן ביחס למבנים פירמידאליים עתידיים.

ב. קביעת כללי ממשל תאגידי בחברות הממוקמות בשכבה השנייה או בשכבה השלישית, כנגזרת של היקף הפער בשכבות אלה. חברות המתאפיינות בפער גבוה יהיו כפופות לכללי ממשל תאגידי מחמירים מאלה שיחולו על חברות

המתאפיינות בפער נמוך.

ג. קביעת סנקציה של הרדמת זכויות הצבעה במקרה שבעלי השליטה לא שלימו את ביצוע השינוי המבני בתוך תקופת המעבר שנקבעה בהמלצות הוועדה.

3. הממונה על התקציבים, סבור כי:

א. יש להגביל את כל מבני האחזקות במשק, לרבות מבני אחזקות קיימים, למבנה של שתי חברות ציבוריות בלבד. כלומר, יש לפעול להפחתת מספר השכבות גם בנוגע לקבוצות עסקיות קיימות.

ב. יש לאסור קיום עסקאות בין תאגיד ציבורי לבין בעל שליטה בו או צדדים הקשורים בבעל השליטה, אלא באישורו של בית המשפט הכלכלי.

ג. לעמדתו של הממונה על התקציבים, אין די כללי ההשקעה של גופים פיננסיים, והמגבלות המוטלות על ניהול השקעות בנכסים פיננסיים של הגופים המוסדיים. לעמדתו, יש מקום להשתמש במגבלות החלות על הבנקים כנקודת ייחוס לגובה המגבלות שיש להחיל על קופות הגמל ועל חברות הביטוח.

## 2. בחינת החזקות ריאליות ופיננסיות

במשק הישראלי קיימים מבנים של החזקה משותפת של נכסים ריאליים ופיננסיים בידי אותו בעל שליטה. במבנה החזקות זה קיים פוטנציאל לניגודי עניינים, בהקשר להעברת מידע בין הגוף הפיננסי לבין התאגיד הריאלי, מניעת אשראי מהמתחרים של התאגיד הריאלי ומימון צולב בין שני בעלי שליטה של פעילות ריאלית ופיננסית. ניגודי עניינים אלה עלולים אף לפגוע ביכולתם של הגופים הפיננסיים למלא כראוי את תפקידם כנציגי ציבור המשקיעים. פוטנציאל הפגיעה במשק כתוצאה מהתממשותם של ניגודי העניינים נגזר מהיקף הפעילות הריאלית של אותם תאגידים וכן מהיקף האשראי שהם צורכים במשק.

לפיכך, יש צורך בשינוי מבני, אשר יתבסס על קריטריונים כמותיים שמהווים אינדיקציה לפוטנציאל להיווצרות ניגוד עניינים. השינוי המבני ימנע החזקה מקבילה בתאגיד ריאלי ובגוף פיננסי, מקום שהסיכון הנשקף מהחזקה מקבילה כזו הינו משמעותי. תחולתם של החוקים אשר יובילו לשינוי המבני האמור תוגבל, אפוא, לגופים ריאליים ופיננסיים בעלי השפעה משמעותית על הפעילות במשק. עוד הומלץ על מגבלות לגבי כהונה של דירקטורים, שהינם מקורבים לבעלי שליטה בתאגידים ריאליים משמעותיים או נושאי משרה בתאגידים כאמור, בתאגידים פיננסיים משמעותיים, ועל הסדרה של היקף ההעסקה של יו"ר דירקטוריון גוף פיננסי משמעותי בתאגידים ריאליים.

כדי למנוע זעזועים במשק, תיקבע תקופת מעבר לגבי המלצות הוועדה בעניין זה.

דעת המיעוט בנושא זה

הממונה על התקציבים סבר כי יש לצמצם את המקרים שבהתקיימם תתאפשר שליטה מקבילה בתאגיד ריאלי ובתאגיד פיננסי. כך, הממונה סבר כי יש לאסור אחזקה של מנהלי קופות גמל בידי מי ששולט בפעילות ריאלית. כמו כן הוא סבור כי יש להרחיב את ההגדרות של תאגידי ריאלי משמעותי ותאגידי פיננסי משמעותי.

### **3. בחינת התנאים להקצאת נכסים ציבוריים**

הליכי הפרטה והקצאת זכויות ונכסים יכולים לקדם את התפתחות המשק כמשק תחרותי ויעיל. לעומת זאת, הקצאה בדרך שאינה מביאה בחשבון שיקולים של תחרותיות ענפית וריכוזיות כלל משקית, עלולה להוביל להגברת הריכוזיות במשק. לפיכך, יש להטיל חובה על הרגולטורים העוסקים בהקצאתם של נכסים וזכויות לשקול שיקולים של קידום התחרות הענפית בהקצאות נכסים שערכם הכלכלי משמעותי או נכסים בעלי חשיבות ציבורית. כמו כן, יש להטיל על הרגולטורים חובה לשקול שיקולים של ביזור הריכוזיות בשליטה בתשתיות חיוניות, בעלות מאפיינים ציבוריים. הגדרתם של הגופים שהקצאת משאבי ציבור עבורם עלולה להגביר את הריכוזיות, ולכן דורשת בחינה מיוחדת, תישען על הקריטריונים להגדרת תאגיד ריאלי משמעותי, בחלק שעניינו הפרדת נכסים ריאליים ופיננסיים.

כדי להבטיח שקילה מושכלת של שיקולים אלה, תוטל חובה על הרגולטורים הרלוונטיים להתייעץ עם הממונה על ההגבלים העסקיים בשקילת שיקולי תחרותיות ענפית. באשר לשקילתם של שיקולי ריכוזיות כלל משקית – תוטל חובה על הרגולטורים להתייעץ עם וועדה מייעצת בראשות מנכ"ל משרד האוצר ובהשתתפות הממונה על הגבלים עסקיים, נציג היועץ המשפטי לממשלה וראש המועצה הלאומית לכלכלה במשרד ראש הממשלה. סד הזמנים לעבודת הגורם המייעץ – הממונה על ההגבלים העסקיים או הוועדה המייעצת – ייקבע באופן אשר יבטיח יעילות, ויעניק את רמת הוודאות הנדרשת ליוזמים.

### **נתונים תומכי החלטה ומידע מחקרי**

דו"ח ההמלצות הסופיות של הוועדה להגברת התחרותיות במשק מחודש מרץ 2012. הדו"ח מצורף להחלטה זו.

סיוטת ההמלצות של הוועדה להגברת התחרותיות במשק (דו"ח הביניים) – מצויה באתר האינטרנט של משרד האוצר:

<http://www.mof.gov.il/Pages/CompetitivenessCommittee.aspx>

### **היבטים ביצועיים -**

אין.

### **השפעות אפשריות להחלטה (כלכלה, חברה, סביבה וממשל) -**

כפי שעולה מהמלצות הוועדה, אימוץ ההמלצות והבאתן לחקיקה יביאו לקידום התחרות במשק, ישפר את יעילות הקצאת המקורות, יתרום ליציבותה של המערכת הפיננסית ויביא לגידול בצמיחה ורווחת הציבור.

**עמדת שרים אחרים שההצעה נוגעת לתחום סמכותם -**

ההצעה מוגשת על ידי משרד ראש הממשלה, משרד האוצר ומשרד המשפטים. היא הופצה להערותיהם של משרד התמ"ת, משרד התשתיות, משרד התקשורת, משרד התחבורה והרשות להגבלים עסקיים.

**חלופות להצעת ההחלטה -**

חלופות להצעה מנויות בדעות המיעוט של חברי הוועדה.

**הזיקה שבין ההצעה לבין יעדי הממשלה -**

הצעת ההחלטה עולה בקנה אחד עם המטרות שלשמן מינתה הממשלה את הוועדה להגברת התחרותיות במשק.

**החלטות קודמות של הממשלה בנושא -**

אין.

**חוות הדעת של המשנה ליועץ המשפטי לממשלה (כלכלי-פיסקלי) – מצורפת.**

מוגש על-ידי ראש הממשלה  
ועל-ידי שר האוצר  
ועל-ידי שר המשפטים

כ"ו בניסן התשע"ב  
18 באפריל 2012

# מדינת ישראל<sup>1</sup>

## משרד המשפטים

המשנה ליועץ המשפטי לממשלה

(משפט כלכלי-פיסקלי)

ירושלים, כ"ו בניסן התשע"ב  
18 באפריל 2012

אימוץ המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק – חוות דעת נלווית להצעת ההחלטה לממשלה

### כללי

1. הצעת ההחלטה שבנדון מבקשת לאמץ את המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק כפי שנקבעו בדעת רוב חברי הוועדה (להלן – הוועדה והמלצות הוועדה בהתאמה). המלצות אלה מורסמו בדו"ח הסופי של הוועדה מיום 18.3.12. עוד מוצע לקבוע בהחלטה הליך מהיר לעיגון המלצות הוועדה בחקיקה.
2. הוועדה הוקמה במטרה לבחון דרכי התמודדות עם חלק מהבעיות המבניות הקיימות במשק הישראלי. עמדת הוועדה היא כי המשק בישראל מתאפיין בריכוזיות על-ענפית יתירה בהשוואה לשווקים אחרים ברחבי העולם. ריכוזיות זו מתבטאת בין השאר בכך שמספר מצומצם של אנשי עסקים שולט בשיעור ניכר של נכסים ריאליים ופיננסיים במשק. שליטה זו מושגת בחלק ניכר מהמקרים באמצעות קבוצות עסקיות המסודרות במבנה פירמדיאלי.
3. המבנה הריכוזי מעורר חשש לפגיעה באיתנות המערכת הפיננסית, לפגיעה בתחרות העסקית ואף לפגיעה בציבור החוסכים, בבעלי מניות המיעוט בחברות הציבוריות וכמחזיקי האג"ח בחברות אגרות חוב. המלצות הוועדה מבקשות להגביר את התחרותיות במשק הישראלי, להבטיח שוק תחרותי ויעיל, להגן על ציבור המשקיעים ולחזק את איתנותם של המתווכים הפיננסיים ויציבותם.
4. בהתאם לכתב המינוי, המלצות הוועדה מתמקדות בשלושה נושאים עיקריים. הראשון, הסדרת התהליכים להקצאת נכסים ציבוריים משמעותיים. זאת במיוחד לגבי האופן שבו הגופים המוסמכים להקצות זכויות בנכסים אלה יחויבו לשקול גם שיקולים של תחרותיות, וכשמדובר בתשתיות חיוניות, גם שיקולי ריכוזיות, טרם קבלת ההחלטה בדבר ההקצאה. השני, הטלת מגבלות וקביעת תנאים להחזקה של גוף פיננסי משמעותי וגוף ריאלי משמעותי בידי אותו בעל שליטה. השלישי, קביעת הוראות מבניות וכלליות מממשל תאגידי שיסדירו ויגבילו את פעולתם של מבני החזקה פירמדיאליים.
5. נדון עתה בקצרה בכל אחד ממרכיבי המלצות הוועדה. נתמקד בצורה תמציתית בסוגיות המשפטיות העיקריות העולות מההמלצות, בקשיים המשפטיים המרכזיים שהן מעלות ובדרכי ההתמודדות עם קשיים אלה.



## הקצאת נכסים ציבוריים

6. הנושא הראשון אותו בחנה הועדה הוא האופן שבו מוקצים נכסי הציבור בין בדרך של מכירה והפרטה ובין בדרך של הקצאת רישיונות וזיכיונות. מסקנת הוועדה בהקשר זה היא כי הליכי ההקצאה הקיימים בעת הזו אינם מביאים בחשבון בצורה מספקת את ההשפעה של ההקצאה על התחרות הענפית והריכוזיות הכלל משקית.

7. ההמלצות מבקשות להביא את הגופים המקצים את נכסי הציבור לשקול במניין שיקוליהם גם שיקולי תחרות וריכוזיות. הכוונה היא לאפשר לגופים המקצים למנוע הקצאת נכסי ציבור אם ההקצאה עלולה להביא לפגיעה בתחרות או להגברת הריכוזיות הכלל משקית. שיקולי הריכוזיות יהיו כפופים לעקרון של אי פגיעה משמעותית בצרכן. הועדה ממליצה כי הליך ההקצאה יעשה תוך הסתייעות בממונה על הגבלים עסקיים בכל האמור לשיקולי התחרות, ובוועדה מתמדת, שהרכבה ייקבע בחוק, לעניין שיקולי הריכוזיות.

8. הסוגיה המשפטית העיקרית המתעוררת בהקשר זה היא במתן הסמכות להגביל הקצאת "תשתיות חיוניות"<sup>1</sup>, למי שכבר שולט בתשתית חיונית רלוונטית או "תאגיד ריאלי משמעותי", כהגדרתו בהמלצות, המחזיק בתשתית חיונית. בהקשר זה יכולה לעלות טענה חוקתית בעיקר לגבי פגיעה בחופש העיסוק של מי שהגבלה המתוארת תחול לגביו.<sup>2</sup>

9. למרות טענה זו, אין מדובר בהסדר לא חוקתי. זאת כיוון שמדובר בהטלת מגבלה הנובעת מתכלית ראויה של ביזור השליטה במשק הישראלי ומניעת צבירת כוח רב מדי בידי מעטים. כמו כן נראה כי המגבלה היא מידתית וזאת משני טעמים עיקריים: ראשית, ההגבלה כפופה לשיקול דעתו של הרגולטור וזאת בשל השוני בין סוגים שונים של תשתיות ושיטות הקצאה; שנית, עניינה של ההגבלה אינו בכל התשתיות כולן אלא בתשתיות חיוניות בלבד, והיא אף ממוקדת לתאגידים מסוימים ולא לכלל התאגידים. בכל מקרה, גם אם קיימת פגיעה מסוימת במספר תאגידים קטן יחסית אזי התועלת החברתית הכוללת עולה בהרבה על פגיעה ממוקדת זו. זאת, בין היתר, נוכח המשקל הרב שיש לתת לשיקולי ביזור הריכוזיות.

10. עוד נעיר כי הגבלות על הקצאת נכסים משיקולי תחרות וריכוזיות מצויות בדין הישראלי בהקשרים שונים.<sup>3</sup> בית המשפט העליון אף דחה עתירות שביקשו לבטל חוק שקבע מגבלות שבאו למנוע ריכוזיות ענפית בתחום התקשורת.<sup>4</sup> לפיכך, למרות שמדובר במהלך מקיף וחדשני, קיימים לו כבר כיום תקדימים מסוימים נדין הישראלי, בעיקר בהיבט הענפי.

<sup>1</sup> רשימת התשתיות החיוניות מנויה בהמלצות הביניים של הועדה והיא לא שונתה במסגרת הדו"ח הסופי. רשימת התשתיות מצורפת להחלטת הממשלה.

<sup>2</sup> ראו בג"ץ 1953/09 אלואלידי נ' שר החקלאות ופיתוח הכפר, פסקה 20 (טרם פורסם, 8.7.2009); בג"ץ 4350/09 בן דור נ' שר האוצר, פסקה 17 (טרם פורסם, 12.10.2010).

<sup>3</sup> ראו לדוגמה סעיף 41 לחוק הרשות השנייה התשי"ן – 1990 המונע הענקת זיכיון לשידורים למי ששולט בבעל זכיון אחר או מי ששולט בעיתון וזאת משיקולי תחרותיות ומניעת ריכוזיות בתחום התקשורת. ראו גם סעיף 14טו(ב) לפקודת התעבורה (נוסח חדש): "בקביעת רשימת קווי השירות למוניות ומספר הרישיונות לנסיעת שירות כאמור בסעיף קטן (א), יתחשב המפקח על התעבורה בשיקולים של קידום התחרות בענף, לרבות מניעת ריכוזיות והגבלות בחזקת אמצעי שליטה בענף"; וכן סעיף 495 לתקנות התעבורה, התשכ"א-1961, שעניינו מניעת ריכוזיות יתר בהקצאת רישיונות לנסיעת שירות. לגבי ריכוזיות כלל משקית ראו סעיף 59ח(א)(64) לחוק החברות הממשלתיות התשל"ה-1975 הקובע את "קידום התחרות או מניעת ריכוזיות במשק" כאינטרס חיוני של המדינה בהפרטת חברות.

<sup>4</sup> ראו בג"ץ 4915/00 רשת נ' ממשלת ישראל, פ"ד (נד) 451, המתייחס לעתירות נגד סעיף 41 לחוק הרשות השנייה לטלוויזיה ורדיו התשי"ן 1990 שאושר בה"ש 1; עוד ראו בג"ץ 1255/94 "בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ נ' שרת

### הגבלות על שליטה משותפת בתאגידים ריאליים ופיננסיים

11. הוועדה עמדה על תופעה בעייתית במשק הישראלי של שליטה משותפת של אותו גורם בנכסים ריאליים ובנכסים פיננסיים. שליטה מעין זו מעלה חשש ממשי לפגיעה בשיקול הדעת של הגוף הפיננסי כמקצה אשראי בשל "קרבנות" לגוף הריאלי השולט בו או חולק עמו בעל שליטה משותף. חשש זה עלול להוביל להעברת מידע בין הגוף הפיננסי לבין התאגיד הריאלי, להביא למניעת אשראי מהמתחרים של התאגיד הריאלי וכן למימון צולב בין שני בעלי שליטה של פעילות ריאלית ופיננסית. ניגוד עניינים זה עלול אף לפגוע ביכולתם של הגופים הפיננסיים למלא כראוי את תפקידם כנציגי ציבור המשקיעים בחברות הריאליות.

12. אי לכך המליצה הוועדה על שינויים מבניים שימנעו שליטה או החזקה בהיקף הקבוע בהמלצות של גוף ריאלי משמעותי בגוף פיננסי משמעותי, וכן ימנעו שליטה משותפת בגוף ריאלי משמעותי ובגוף פיננסי משמעותי על ידי אותו בעל שליטה. כמו כן, מסיבות דומות, הומלץ להטיל מגבלות על כהונה של דירקטורים, שהנם בעלי זיקה, כמפורט בדו"ח, לבעלי שליטה בגופים ריאליים משמעותיים או נושאי משרה בגופים ריאליים משמעותיים, בגופים פיננסיים משמעותיים. עוד הומלץ להסדיר את היקף ההעסקה של יו"ר דירקטוריון גוף פיננסי משמעותי בגופים ריאליים.

13. הוועדה ממשיכה בהיבטים אלה את הקו הרגולטורי שהחל עוד ביישום המלצות הוועדה לבחינת היבטים של החזקות בנקים בתאגידים ריאליים ("ועדת ברודט" משנת 1995), והמלצות הצוות הבין משרדי לרפורמה בשוק ההון ("ועדת בכר" משנת 2004).

14. הסוגיה המשפטית העיקרית העולה בהקשר זה נוגעת למי שעל פי המצב כיום אינו עומד בהוראות שייקבעו בחקיקה, ולכן ייאלץ להתאים את אחזקותיו לדרישות החקיקתיות החדשות. גם כאן יכולות לעלות טענות בדבר פגיעה בחופש העיסוק ובזכות לקניין. אולם גם אם קיימת פגיעה כזו, לא מדובר בהסדר שאינו חוקתי.

15. עמדה זו מבוססת על כך שמדובר בהסדר שייחקק לתכלית ראויה שמטרתה לנטרל את הבעיות המהותיות הקיימות כיום הנובעות מהאחזקות בתאגידים ריאליים ופיננסיים כאמור לעיל, ובכך לתרום להתפתחות בריאה של שוק ההון. כמו כן מדובר בהסדר מידתי. הוועדה שקלה אלטרנטיבות אחרות ופוגעניות פחות בהקשר זה, אך מצאה כי אלטרנטיבות אלה אינן מספיקות ואינן עונות על התכלית שמבקשת הוועדה להגשים, והן אף עלולות להטיל נטל רגולטורי כבד על הגופים המפוקחים.

16. מידתיות ההסדר נובעת בנוסף מתקופת המעבר הארוכה – בת ארבע שנים – עד ליישום ההמלצות על הגופים הקיימים. תקופה מעבר זו תאפשר למכור את האחזקות החורגות תוך פגיעה נמוכה ככל שניתן, ובנקודת זמן המשרתת בצורה הטובה ביותר את האינטרס של המוכר. לכך יש להוסיף את מיקוד ההמלצות למספר מצומצם של תאגידים ריאליים משמעותיים ותאגידים פיננסיים משמעותיים. מדובר בתאגידים שבהן הבעיות שתוארו לעיל הן בעיות בעלות השלכות כלל משקיות.

17. בהקשר זה יש ליתן משקל לכך שהסדרים חקיקתיים דומים שחייבו התאמות באחזקות של בעלי שליטה שונים ומכירת נכסים שהחזקתם הפכה לאסורה, כבר נחקקו בעבר בישראל. הסדרים מעין אלה אף יושמו בעבר בעקבות עיגון המלצות ועדת ברודט וועדת בכר בחקיקה<sup>5</sup>. הסדרים אלה לא נתקפו בבית המשפט, ואין ראיה כי נגרמה בעקבותיהם פגיעה משמעותית בתאגידים קיימים ובבעלי השליטה בהם. כמו כן, הסדרים בעלי תכלית דומה מוכרים במדינות מפותחות אחרות<sup>6</sup>.

#### הגבלות על מבנים פירמידאליים

18. על פי ממצאי הוועדה חלק לא מבוטל מהחברות הציבוריות ומחברות האג"ח נשלט על ידי מספר מצומצם של גורמים במסגרת קבוצות עסקיות. חלקן הגדול של קבוצות אלה מאופייין במבני שליטה פירמידאליים. עומק הפירמידות ושכיחותן הינם חריגים ביחס למקובל במדינות המפותחות.

19. השילוב של פירמידות עמוקות ורמות חוב גבוהות מייצר בישראל מצבאות בה מספר מועט של בעלי שליטה שולט במבנים גדולים, מורכבים וממונפים באמצעות כספים של אחרים.

20. השליטה במבנים מורכבים של חברות באמצעות השקעה מועטה יחסית בהון מצדו של השולט, מעוררת חששות משמעותיים לפגיעה במשקיעים, לפגיעה בתחרותיות ולפגיעה ביציבות המשקית. שליטה באמצעות מבנים אלה אף אינה עולה בקנה אחד עם תכלית הדין בישראל המחייב כי "בהון החברה יהיה סוג מניות אחד בלבד, המקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב"<sup>7</sup>.

21. המלצות הוועדה מבקשות לשלב בין הידוק הממשל התאגידי בחברות אלה לבין פתרונות מבניים מקום שהממשל התאגידי אינו יעיל ואינו נותן מענה ראוי.

22. המלצות הוועדה תוחמות את המבנה של קבוצות עסקיות לשתי שכבות של חברות ציבוריות או חברות איגרות חוב, לכל היותר. כמו כן מוצעים כללי ממשל תאגידי מחמירים לגבי חברות המצויות בשכבה השנייה של הפירמידה שבהן בעל השליטה מחזיק שיעור אחזקות נמוך בהון. לגבי מבנים פירמידאליים קיימים נקבעו הוראות מיוחדות, מקלות יותר, לפיהן המבנה הוגבל לשלוש שכבות של חברות ציבוריות או חברות איגרות חוב. כמו כן, על חברות בשכבה השלישית יחולו כללי ממשל תאגידי מחמירים יותר מאלה החלים על חברות בשכבה השנייה.

23. הסוגיה המשפטית העיקרית בהקשר זה נוגעת לקבוצות עסקיות מורכבות וממונפות שיאלצו להתאים עצמן לעקרונות שיחולו על מבנים פירמידאליים על פי החוק המוצע. אלה יאלצו למזג שכבות או למכור אחזקות חורגות. בהקשר זה יכולות לעלות טענות בדבר פגיעה בזכות הקניין ובחופש העיסוק.

24. אלא שכפי שהסברנו לעיל, מדובר בהסדרים שנועדו לתכלית ראויה של הגנה על היציבות המשקית והגנה על המשקיעים. מדובר בהסדרים מידתיים המתחשבים במבנים קיימים וקובעים להם

<sup>5</sup> ראו סעיף 24 לחוק הבנקאות רישוי התשמי"א-1981, שהוסף לחוק בתיקון 11 בשנת 1996, המהווה יישום של מסקנות ועדת ברודט. כן ראו את החוק להגברת התחרות בשוק ההון ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון התשס"ה-2005 לעניין יישום מסקנות ועדת בכר.

<sup>6</sup> ראו לעניין זה חוות דעת של פרופ' לוסיאן אריה בבצ'וק שצורפה לדו"ח הוועדה בעמודים 10-11.

<sup>7</sup> סעיף 46ב' לחוק ניירות ערך התשכ"ה – 1968.

הסדרים מיוחדים ומקלים. עוד ממליצה הוועדה על תקופת מעבר ארוכה בת ארבע שנים שתאפשר לקבוצות לבצע את ההתאמות הנדרשות תוך פגיעה נמוכה ככל שניתן. לעניין המידתיות יש לתת משקל לכך שקודם לגיבוש ההמלצות הסופיות בחנה הועדה במסגרת דו"ח הביניים כלים אחרים להתמודדות עם הבעיות שאיתרת. אולם כלים אלה, לדעת הסקטור העסקי, היו מורכבים מדי ובעייתיים בהיבטים רבים. לכן הוחלט לבחור בפתרונות מבניים אחרים עליהם הרחבנו לעיל. מכאן עולה שנבחנו חלופות ולא נמצאה חלופה מתאימה שתענה בצורה ראויה על התכלית הראויה אליה כיוונה הועדה.

25. אכן, בהקשר להמלצות קיימות מספר דעות מיעוט בכיוונים שונים. אולם אלה אינן יכולות לשנות את המסקנה החוקתית המבוססת על הדעה המקצועית של רוב חברי הועדה. המחלוקות הן מחלוקות מקצועיות לגיטימיות בסוגייה סבוכה זו. לפיכך, כל הדעות מצויות בתוך מתחם המידתיות הרחב המוקנה למחוקק בנושאים כלכליים משקיים מעין אלה.<sup>8</sup>

## סיכום

26. המלצות הועדה אמורות להביא לשינוי הדרגתי וארוך טווח שישפר בצורה משמעותית את מבנה השוק בישראל. מטבע הדברים שינוי מעין זה משפיע על שחקנים קיימים בעיקר אלה שנהנו מהמבנה הבעייתי של המשק. שחקנים אלה יאלצו עתה להתאים עצמם לכללי משחק שונים המשרתים בצורה טובה יותר את אינטרס הציבור.

27. אכן, חלק מצעדים אלה הם צעדים משמעותיים וחדשניים. חלקם מציבים אתגר חוקתי בפני המחוקק ואף עשויים לעמוד לבחינה חוקתית בבית המשפט אם יצליח הליך החקיקה. אולם נוכח תכליתם הראויה של ההסדרים המוצעים ומידתיותם, אין מניעה חוקתית לאימוץ ההמלצות בדרך של חקיקה.

בכבוד רב,



אבי ליכט

משנה ליועץ המשפטי לממשלה  
(כלכלי – מיסקאלי)

<sup>8</sup> ראו, למשל, בנק המזרחי המאוחד בע"מ נ' מגדל כפר שיתופי, פ"ד מט(4) 438: "לכל מחוקק יש מרחב סביר של תימרון... קביעת המדיניות החברתית — נתונה למחוקק, ויש להעניק לו מרחב של תימרון חקיקתי. בית המשפט אינו קובע את המדיניות החברתית. עניין הוא למחוקק. אך אם המדיניות אינה חוקתית, זהו עניין לשופט". וראו גם בג"ץ 1715/97 לשכת מנהלי ההשקעות בישראל נ' שר האוצר, פ"ד נא(4) 367. לעניין הרחבתו של "מרחב התימרון" בכל מה שנוגע לחקיקה כלכלית ראו בג"ץ 4947/03 עיריית באר שבע נ' ממשלת ישראל, בעמוד 18: "דומה, שבמיוחד בתחום החקיקה הכלכלית מן הראוי ש"מתחם המידתיות" הנתון למחוקק יהיה רחב יחסית נוכח הקושי המובנה של המחוקק ושל בתי המשפט בנואם להשוות בין מידת הפגיעה האפשרית בזכויות האדם, כאשר נדרשת בחירה בין אלטרנטיבות תקציביות וכלכליות שונות".



**הוועדה להגברת התחרותיות במשק**  
**המלצות סופיות והשלמה לדו"ח הביניים**



## משרד האוצר הוועדה להגברת התחרותיות במשק

כ"ד באדר התשע"ב  
18 במרץ 2012  
מנ. 2012-851

לכבוד,  
ראש הממשלה  
שר האוצר  
נגיד בנק ישראל

### הנדון: דו"ח הוועדה

בחודש אוקטובר 2010 מונינו חברי הוועדה להגברת התחרותיות במשק הישראלי ואנו מתכבדים להגיש לכם את מסקנותינו.

על הוועדה הוטל לבחון את מבנה המשק הנוכחי ואת מידת השפעתו על רמת התחרותיות והיעילות בפעילות המשק; היציבות הכלכלית וצמיחת המשק. בכתב המינוי נתבקשה הוועדה לבחון את סוגיית התחרותיות הענפית והמשקית במובנה הרחב, לאור התפתחותן של קבוצות עסקיות בישראל ולהמליץ לאור בחינה זו על צעדי מדיניות אפשריים, על מנת להפוך את המשק לתחרותי ומשוכלל יותר וזאת בהתחשב בסטנדרטים המקובלים בעולם.

הוועדה השלימה את עבודתה. ההמלצות המובאות להלן, בצירוף דו"ח הביניים שהוצג בספטמבר, אושרו על ידי מרבית חברי הוועדה ומהוות סיכום של עבודת הוועדה. דעות מיעוט בנושאים שונים מצורפות לנייר זה. המלצות הוועדה נבנו כ"טיפול מקיף" לבעיות שזיהינו במשק הישראלי. לפיכך, אנו מבקשים להתייחס אליהן כאל מקשה אחת שהוספה או גריעה ממנה ידרשו את בחינת סט ההמלצות כולו.

בכבוד רב,

פרופ' דיוויד גילה

פרופ' שמואל האוזר

פרופ' יוג'ין קנדל

חיים שני-יו"ר

גל הרשקוביץ

ד"ר קרנית פלוג

פרופ' עודד שריג

ד"ר גיתית גור גרשגורן

עו"ד אבי ליכט

דודו זקן

## תוכן עניינים

.....4	פרק 1- שינויים מרכזיים מדו"ח הביניים
.....4	מבוא
.....6	המלצות הוועדה בנושא התנאים להקצאת נכסים ציבוריים
.....6	השינויים המרכזיים בהמלצות הוועדה מדו"ח ביניים
.....6	המלצות הוועדה בנושא החזקות ריאליות ופיננסיות
.....7	השינויים המרכזיים בהמלצות הוועדה מדו"ח ביניים
.....9	המלצות הוועדה בנושא שליטה באמצעות מבנה החזקות פירמידאלי
.....11	השינויים המרכזיים בהמלצות הוועדה מדו"ח ביניים
.....13	סיכום
.....15	פרק 2- המלצות סופיות
.....15	2.1 המלצות הוועדה בנושא בחינת התנאים להקצאת נכסים ציבוריים
.....16	2.2 המלצות הוועדה בנושא בחינת אחזקות ריאליות ופיננסיות
.....19	2.3 המלצות הוועדה בנושא בחינת שליטה באמצעות מבנה אחזקות פירמידאלי
.....19	2.3.4 המלצות לגבי חברות חדשות במבנה פירמידאלי
.....19	2.3.5 המלצות לכללים שיחולו על חברות בשכבה השלישית ומעלה במבנים פירמידאליים קיימים בעלי שלוש שכבות ומעלה
.....20	2.3.8 המלצה לגבי הממשל התאגידי בחברת פער
.....20	2.3.9 ההמלצות מממשל תאגידי שיחולו על כל החברות הציבוריות

## פרק 1- שינויים מרכזיים מדו"ח הביניים

### מבוא

המשבר העולמי, שטרם ברור אם הוא מתקרב לסופו או עדיין נמצא בעיצומו, נחשב למשבר החמור ביותר מאז שנות השלושים של המאה הקודמת. משבר זה, שהחל כמשבר פיננסי בארה"ב, גלש למדינות נוספות והפך במהרה למשבר פיננסי וכלכלי עולמי. המשבר לא פסח גם על המשק הישראלי, שטרם המשבר נהנה מתקופת צמיחה וגאות מרשימים: ירידה באבטלה לכדי אבטלה חיכוכית, פעילות גבוהה של הסקטור העסקי, ירידה משמעותית ביחס חוב תוצר, עליה בדירוג אשראי, שגשוג בשווקים הפיננסיים ועוד. אותן שנים של גאות התאפיינו בתמורות משמעותיות בשוק ההון הישראלי ובמרכזן התפתחות שוק האשראי החוץ בנקאי. תמורות אלה שיכללו את שוק ההון הישראלי, שינו את אופן מימון הפעילות העסקית במשק והשפיעו בצורה ניכרת על מבנה תיק הנכסים של הציבור. כאמור, בתקופה זו פעילות הסקטור העסקי גאתה, בין היתר בזכות הטמעה מוצלחת של פעילויות עסקיות רבות שעברו מידיים ממשלתיות לידיים פרטיות במהלך שני העשורים האחרונים. ההתפתחות המהירה של המשק, בהובלתו של הסקטור העסקי, תוך העברת נכסים מידיים ציבוריות לידיים פרטיות ובהתבסס על מקורות מימון חדשים הצריכה התאמה מהירה וסנכרון של מערכי הרגולציה הממשלתיים במטרה להבטיח שוק תחרותי ויעיל, הגנה על ציבור המשקיעים ואת איתנות ויציבות המתווכים הפיננסיים. השינויים המבניים המהירים במשק יצרו פערים מסוימים בין המציאות שנוצרה בסקטור העסקי בישראל ובין ההסדרה והפיקוח הממשלתיים. על רקע אתגרים אלה ובמטרה להתמודד איתם הוקמה לפני כשנה וחצי, ע"י ראש הממשלה, שר האוצר ונגיד בנק ישראל, הוועדה להגברת התחרותיות במשק.

המלצותיה הסופיות של הוועדה מובאות במסמך שלהלן. נראה, כי עיתוי סיום עבודת הוועדה איננו אופטימאלי. האינדיקטורים הכלכליים מצביעים על האטה מסוימת בפעילות הריאלית של המשק, כאשר מצבן של שותפות הסחר של מדינת ישראל התדרדר בצורה ניכרת. עם זאת, חברי הוועדה סבורים כי המלצות הוועדה, בהינתן תקופת ההתאמה שקבעה הוועדה ליישומן, אינן צפויות לפגוע בפעילות הריאלית של המשק בטווח הקצר ולעומת זאת הן צפויות לקדם את התחרותיות במשק, לשפר את יעילות הקצאת המקורות, לתרום תרומה חיובית ליציבותה של המערכת הפיננסית ולתמוך בצמיחה של המשק ורווחת הציבור בטווח הבינוני והארוך.

גיבוש המלצות הוועדה נעשה לאור הבנה של מורכבות הנושאים שהיו על סדר יומה של הוועדה, הפנמה של השלכות רוחב שעשויות להיות להמלצות אלה והכרה בכך שלהימנעות מהתמודדות עם הסיכונים והחששות שעלו בדיוני הוועדה עלול להיות מחיר כבד ברמת המשק. מטבע הדברים, היקף ומורכבות הנושאים שעל הפרק הובילו למספר גישות שונות בנוגע לאופן הטיפול הרצוי בבעיות שבהן דנה הוועדה. המלצות הוועדה הסופיות, שיובאו להלן, התקבלו כולן ברוב קולות. לגבי חלק מהסעיפים עם זאת קיימות דעות מיעוט של חברי וועדה שונים המצורפות בנספח 1 לדו"ח זה.



לאחר פרסום המלצות הביניים, הוועדה קיימה שימועים וקיבלה התייחסויות להמלצותיה ממגוון גורמים ובכלל כך מנציגי הגופים שעלולים להיות מושפעים מהמלצות הוועדה, מנציגי חברות ציבוריות, מגופים המנהלים את כספי הציבור, מנציגי ציבור, ממנהלים בכירים במשק, מאנשי אקדמיה וממומחים שונים<sup>1</sup>. במהלך השימועים, ביקשה הוועדה לקבל חוות דעת ולשמוע עמדות לגבי המשמעויות המעשיות שנגזרות מיישום המלצותיה הן ברמת החברה הבודדת והן לגבי השפעת ההמלצות ברמה המשקית, על שוק ההון ועל הסקטור העסקי. במהלך השימועים נחשפו חברי הוועדה למגוון רחב של עמדות ודעות שהובילו לדיון ובחינה מחודשים של המלצות הביניים.

ראוי לציין כי שלב השימועים חיזק, אצל רוב חברי הוועדה, את התחושה כי הבעיות והסיכונים הפוטנציאליים שאובחנו במסגרת דו"ח הביניים של הוועדה הינם נכונים ומדויקים ובמקרים מסוימים עוצמת החששות אף התגברה. עם זאת, חברי הוועדה השתכנעו כי חלק מן ההמלצות שהוצעו במסגרת דו"ח הביניים מורכבות ליישום וכי קיימות להן חלופות אחרות שתועלתן גדולה יותר. לפיכך ולאחר דיונים רבים, החליטה הוועדה לערוך שינויים מסויימים בטיוטת המלצותיה.

במסגרת המלצותיה הסופיות ביקשה הוועדה לעשות הבחנה בין המבנה הרצוי של המשק בטווח הארוך ובין התייחסות לגופים עסקיים קיימים שפועלים במסגרת הרגולטורית הנוכחית. בהתאם לכך הוחלט לקבוע הוראות מעבר בהן התייחסות שונה לגופים העסקיים שפועלים כיום לעומת ההוראות שיחולו על חברות חדשות ומבני בעלות עתידיים. זאת כדי למנוע זעזועים במשק ועל מנת להבטיח מעבר יעיל, הן מההיבט העסקי והן מההיבט הרגולטורי, למסגרת הרגולטורית העקרונית עליה המליצה הוועדה.

המלצות הוועדה מתבססות על הקביעה כי מבנה המשק בישראל, מההיבט העל ענפי, הינו ריכוזי כאשר מספר מצומצם של אנשי עסקים שולט בשיעור ניכר של נכסים ריאליים ופיננסיים במשק באמצעות קבוצות עסקיות. מספרן הנמוך של הקבוצות העסקיות אף בולט מבחינה בינלאומית השוואתית. פוטנציאל הגודל, המורכבות ורמת המינוף של קבוצות עסקיות במסגרת הרגולציה ומבנה המשק הקיימים עורר בקרב חברי הוועדה חששות לסיכונים הן ברמת המשק, הן בהיבט של איתנות המערכת הפיננסית והן ברמת ההגנה על החוסך הבודד. ההמלצות הסופיות של הוועדה נועדו להתמודד עם הסיכונים הפוטנציאליים האלה.

חברי הוועדה מבקשים להדגיש כי המלצות הוועדה נועדו בראש ובראשונה להסיר חסמים במטרה לקדם יזמות עסקית תחרותית, יוצרת ומובילה במשק הישראלי. זאת ועוד, חברי הוועדה מבקשים להדגיש כי התרשמו במיוחד מדבריהם של משקיעים זרים שבחרו להשקיע את הונם בפעילות עסקית במשק הישראלי ושביקשו להופיע בפני הוועדה. חברי הוועדה רואים ערך רב מאוד בתרומתם של משקיעים זרים לכלכלתה של מדינת ישראל ומקווים כי המלצות הוועדה יעודדו את המשך ואף הגברת פעילותם של משקיעים אלה במשק הישראלי.

<sup>1</sup> כל ניירות העמדה שהוצגו לוועדה זמינים באתר משרד האוצר באינטרנט בכתובת:  
<http://mof.gov.il/Pages/CompetitivenessCommittee.aspx>

להלן השינויים המרכזיים בהמלצות הוועדה לפי תחומי העיסוק שלה:

### **המלצות הוועדה בנושא התנאים להקצאת נכסים ציבוריים**

המלצות הוועדה בנוגע להקצאת זכויות ונכסי מדינה נועדו להבטיח שיינתן משקל ראוי לשיקולי תחרותיות ומניעת ריכוזיות טרם ביצוע ההקצאה. בדומה למכלול המלצות הוועדה, המלצות אלה נוסחו תוך התחשבות ברמת הוודאות הנדרשת ליזמים ותוך תמיכה בהליכי הקצאה יעילים ומהירים, ככול הניתן. במסגרת השימועים הועלו בפני חברי הוועדה חששות כי המלצות הוועדה, במתכונת שהוצגה בדו"ח הביניים, יובילו לחוסר וודאות בקרב הגופים הניגשים להתמודד על נכסים או זכויות שהמדינה מקצה. בנוסף הועלו חששות כי המלצות הוועדה יגרמו להתארכות התהליכים הבירוקרטיים במסגרת הקצאת נכסים וזכויות ציבוריים. **חברי הוועדה בחנו את הטענות שהועלו בפניהם והחליטו לערוך מספר שינויים בהמלצות הוועדה כך שיובטח ששיקולי תחרותיות ומניעת ריכוזיות ילקחו בחשבון טרם ביצוע ההקצאה תוך מינימום פגיעה בוודאות ויעילות התהליך.**

### **השינויים המרכזיים בהמלצות הוועדה מדו"ח ביניים**

1. הגדרה ברורה יותר של הקריטריונים של הגופים שהקצאת משאבי הציבור עבורם עלולה להגביר את הריכוזיות ולכן דורשת בחינה מיוחדת. הגדרת גופים אלה נשענת על הקריטריונים להגדרת "תאגיד ריאלי משמעותי".
2. הבטחת תהליך היוועצות עם הוועדה המייעצת ועם הממונה על הגבלים עסקיים במסגרת לוחות זמנים מוגדרים מראש בכדי למנוע ככול הניתן התמשכות ההליכים.

### **המלצות הוועדה בנושא החזקות ריאליות ופיננסיות**

מתווה המלצות הוועדה בנושא בחינת החזקות ריאליות ופיננסיות עליו הומלץ במסגרת דו"ח הביניים של הוועדה והמתודולוגיה שהוצעה לשינוי מבני, בהתבסס על קריטריונים כמותיים שמעידים על פוטנציאל להיווצרות ניגודי עניינים, נותרו מקובלים על כלל חברי הוועדה.

בעקבות קיום השימועים וקבלת המלצות מהיועץ המקצועי החיצוני לוועדה, חלק מחברי הוועדה אף השתכנעו כי הספים שהוצעו אינם מייצגים נאמנה קריטריונים לפעילות ריאלית משמעותית או פיננסית משמעותית ועל כן יש צורך בהגדרה מחדש כך שגופים ריאליים ופיננסיים בעלי השפעה משמעותית על הפעילות במשק יכללו במסגרת המלצות הוועדה.

כמו כן, קיבלה הוועדה מגוון המלצות שונות באשר לקריטריונים שיכולים לשמש כאומדנים מדויקים יותר להשפעה משמעותית במשק ולפוטנציאל לניגודי עניינים בין פעילות ריאלית ופיננסית. לגבי תאגידים ריאליים

או השולטים בהם הוצעו, בין השאר, קריטריונים כגון היקף האשראי המקומי, הערך המוסף של התאגיד ונתח הפעילות מהשוק הרלבנטי. בהקשר של קריטריונים לגופים הפיננסיים נבחנה אפשרות להבחין בין תאגידים בנקאיים ובין גופים שמנהלים נכסים.

כאמור, חברי הוועדה הגיעו למסקנה כי מתווה ההמלצות שהוצע בדו"ח הביניים של הוועדה תואם את המטרות לשמן הוקמה הוועדה. בפני הוועדה הובעו דעות התומכות בהפרדה גורפת על החזקה של גופים ריאליים ופיננסיים על ידי אותו בעל שליטה ואולם, לדעת רוב חברי הוועדה אין מקום לאיסור גורף על החזקה מקבילה של פעילות ריאלית ופיננסית כאמור או להכבדה רגולטורית משמעותית על כלל התאגידים הפיננסיים. אלא, יש מקום למקד את הטיפול באותם גופים משמעותיים, המוגדרים על פי קריטריונים כפי שיפורטו, בהם החששות שהועלו בדו"ח הביניים עלולים להשפיע באופן משמעותי יותר על התחרות במשק. עם זאת, חברי הוועדה החליטו לבצע שינויים מסוימים בקריטריונים המגדירים תאגיד ריאלי משמעותי וכן להפחית במידה מסוימת את הספים שנקבעו, כך שהקריטריונים והספים שנקבעו יתנו מענה טוב יותר לחששות ולסיכונים הפוטנציאליים שהוצגו ע"י חברי הוועדה כמפורט להלן.

#### **השינויים המרכזיים בהמלצות הוועדה מדו"ח ביניים**

##### **1. שינוי קריטריונים להגדרת תאגיד ריאלי משמעותי**

ניגודי העניינים הפוטנציאליים שנובעים מהחזקה משותפת של נכסים ריאליים ופיננסיים ע"י אותו בעל שליטה נוגעים להעברת מידע בין הגוף הפיננסי והתאגיד הריאלי, מניעת אשראי מהמתחרים של התאגיד הריאלי, מימון צולב בין שני בעלי שליטה של פעילות ריאלית ופיננסית ועלולים אף לפגוע ביכולתם של הגופים הפיננסיים למלא כראוי את תפקידם כנציגי ציבור המשקיעים. פוטנציאל הפגיעה במשק כתוצאה מהתממשות של אותם ניגודי עניינים נגזר מהיקף הפעילות הריאלית של אותם תאגידים וכן מהיקף האשראי שהם צורכים במשק. חברי הוועדה סברו כי מכירות מקומיות של התאגידים הריאליים הינו אומדן ראוי לפוטנציאל ניגודי עניינים בין הפעילות הריאלית והפיננסית. לעומת זאת, חברי הוועדה מצאו לנכון לבטל את קריטריון המאזן, שעליו הומלץ בטיטות הדו"ח כאומדן להיקף האשראי של התאגיד הריאלי ולקבוע את האשראי המקומי של התאגיד הריאלי כקריטריון במקומו, וזאת מתוך הנחה כי קריטריון זה יצביע באופן מדויק יותר על פוטנציאל לניגודי עניינים בין לווה למלווה שנמצאים תחת אותו בעל שליטה.

##### **2. הפחתת ספים להגדרת תאגיד ריאלי משמעותי**

חברי הוועדה השתכנעו כי הספים שנקבעו במסגרת טיטות הדו"ח אינם עונים בצורה מספקת על החששות והסיכונים עליהם הצביעה הוועדה. לכן, ביקשו חברי הוועדה להגדיר ספים נמוכים יותר להגדרה של תאגיד ריאלי משמעותי ולקבוע כי הסף להיותו של תאגיד ריאלי משמעותי יהיה מכירות בישראל בהיקף שעולה על 6 מיליארדי ש"ח (לעומת סף של 8 מיליארדי ש"ח כפי שנקבע בדו"ח הביניים) או נטילת אשראי מקומי בהיקף שעולה על 6 מיליארדי ש"ח (לעומת סף של מאזן בסך 20 מיליארדי ש"ח כפי שנקבע בדו"ח הביניים). לדעת חברי הוועדה הגדרה זאת מהווה אומדן טוב יותר לפוטנציאל לניגודי עניינים משמעותי.

המטרה המרכזית שראו לנגד עיניהם חברי הוועדה היא הגברת התחרותיות במשק ולכן במטרה לקדם תחרותיות במשק באמצעות עידוד צמיחה של גופים ריאליים, ביקשו חברי הוועדה לא להחיל את האיסור הנגזר מהספים המצוינים לעיל על תאגידים ריאליים שיהפכו למשמעותיים לאחר קבלת היתר שליטה או החזקה בגוף פיננסי משמעותי, עד אשר יגיעו להיקף מכירות או אשראי מקומיים הגבוהים מ-7.5 מיליארד ש"ח ובתנאי שהגידול בהיקף המכירות ובהיקף האשראי אינם נובעים מרכישה של גופים ריאליים חדשים.

זאת ועוד, במטרה לבצע הבחנה בין מבנה המשק הרצוי בטווח הארוך לבין השלכת ההמלצות על הגופים הקיימים, ביקשה הוועדה לקבוע כי גם לגבי תאגידים ריאליים שנשלטים ע"י מי ששולט בגוף פיננסי משמעותי כיום, תידרש הפרדה בין הפעילויות הריאליות והפיננסיות רק כאשר היקף המכירות של התאגיד הריאלי בישראל יעלה על 7.5 מיליארד ש"ח או שנטילת האשראי המקומי תעלה על 7.5 מיליארד ש"ח.

### **3. הפחתת הסף להגדרת תאגיד פיננסי משמעותי**

בדומה לספים שמגדירים תאגיד ריאלי משמעותי, השתכנעו חברי הוועדה כי יש להפחית את הסף שמגדיר תאגיד פיננסי משמעותי ולקבוע כי הסף יהיה נכסים העולים על 40 מיליארד ש"ח. על אף שהשינוי הנ"ל אינו צפוי להשפיע על מבני הבעלות הקיימים, סברה הוועדה כי קביעת רף של 50 מיליארד ש"ח הוא גבוה מדי, וכי יש מקום להקטין את הרף להגדרתו של תאגיד פיננסי משמעותי ל-40 מיליארד ש"ח. לדעת חברי הוועדה רף זה משקף בצורה טובה יותר תאגיד שהוא משמעותי בהיקפו ומשפיע על פעילות בשוק ההון. יצוין כי הוועדה שמעה טיעונים בעד הגדרת ספים שונים לתאגיד בנקאי לעומת גופים פיננסיים המנהלים כספי אחרים, אך למרות ההבדלים בין סוגי הגופים החליטה הוועדה מטעמי אחידות ופשטות להשתמש באותו קריטריון.

### **4. הפחתת תקופת מעבר לגבי איסור כהונה מקבילה של דירקטורים בתאגידים ריאליים ופיננסיים משמעותיים**

כאמור, אחד החששות המרכזיים שנובעים מהחזקה מקבילה של פעילות ריאלית ופיננסית הוא פוטנציאל להעברת מידע וקבלת החלטות מוטה של החברות. לכן, בעקבות שלב השימועים, החליטו חברי הוועדה כי פרק הזמן של 4 שנים שנקבע במסגרת דו"ח הביניים שבמהלכו יתאפשר המשך כהונה של דירקטורים בתאגידים ריאליים ופיננסיים במקביל הינו ארוך מדי ולא מאוזן ביחס לחששות ולפגיעה הפוטנציאלית במשק.

לכן, חברי הוועדה ממליצים לקבוע כי תקופת המעבר שבמהלכה תותר כהונה של דירקטורים בתאגיד ריאלי משמעותי ובתאגיד פיננסי משמעותי תקוצר לשנתיים. לדעת חברי הוועדה פרק זמן זה יאפשר החלפה הדרגתית של חברי הדירקטוריון שלא יעמדו בקריטריונים וזאת מבלי לפגוע בפעילות השוטפת של התאגידים הריאליים והפיננסיים.

עם זאת, חברי הוועדה מבקשים להותיר את תקופת המעבר על 4 שנים לגבי דירקטורים המכהנים בתאגידים ריאליים ופיננסיים משמעותיים שבבעלות אותו שולט, שלגביהם המליצה הוועדה על הפרדה מוחלטת. זאת מכיוון שהחלפת דירקטוריונים בגופים אלו עשויה להתרחש ממילא עם החלפת השליטה בהם ולכן חשוב שלוחות הזמנים לשני שינויים אלו יהיו מקבילים. החרגה זאת, לדעת

הוועדה, מייצרת איזון ראוי בין הצורך להקטין את ניגודי העניינים בגופים אלו ובין הרצון לשמור על ציבותם ותפקודם התקין של אותם גופים.

למיטב ידיעתה של הוועדה, שינוי הקריטריונים והספים אינו צפוי להשפיע על מספר וזהות הגופים שזוהו כגופים פיננסיים משמעותיים שנשלטים על ידי מי ששולט בתאגיד ריאלי משמעותי. לעומת זאת, השינויים המתוארים לעיל מגבילים מאוד את מספר התאגידים הריאליים שיכולים להיות בעלים של תאגיד פיננסי משמעותי וכפועל יוצא מכך צפויים להפחית באופן משמעותי את הפוטנציאל להיווצרות ניגודי עניינים במסגרת פעילות הסקטור העסקי בישראל ובכך לקדם את התחרותיות במשק ולהבטיח את איתנות התאגידים הפיננסיים.

### **המלצות הוועדה בנושא שליטה באמצעות מבנה החזקות פירמידאלי**

כפי שתואר בהרחבה במסגרת דו"ח הביניים של הוועדה, המשק הישראלי מתאפיין במבנה בעלות ריכוזי, כאשר לרוב החברות הנסחרות בבורסה בת"א ישנו בעל מניות עיקרי שמסוגל לכוון את פעילות התאגיד. מאפיין נוסף של מבנה המשק הישראלי הוא חלקן הלא מבוטל של חברות ציבוריות הנשלטות על ידי מספר מצומצם של קבוצות עסקיות, אשר חלקן הגדול מאופיינות במבני שליטה פירמידאליים.

מהנתונים ששימשו את הוועדה עולה כי רבע מכלל החברות הרשומות למסחר בישראל משתייכות לכ-25 קבוצות עסקיות גדולות וכי משקלן בנתח השוק (ללא חברת "טבע") נאמד בכ-69%. בנוסף נמצא כי קבוצות אלו מאופיינות בפיזור ענפי רחב, במפגשים בין שווקים רבים, במערכת ענפה של קשרים בין-קבוצתיים המשתקפת בקשרי בעלות וברשת דירקטורים משותפת וכן ברמת מינוף גבוהה. רוב הקבוצות העסקיות נמנות עם הלוויים הגדולים של מערכת הבנקאות ומשקלן של 10 הקבוצות הגדולות באשראי העסקי החוץ בנקאי הוא כ-50% מסך ההנפקות. יתרה מזאת, מחקרים בינלאומיים מראים כי עומק הפירמידות בישראל הוא מהגבוהים בעולם. השילוב של פירמידות עמוקות ורמות חוב גבוהות מייצרים בישראל מציאות בה מעטים שולטים במבנים גדולים, מורכבים וממונפים בעיקר באמצעות כספים של אחרים.

ניתוח מקיף שהוצע בדו"ח הביניים הדגיש כי לקבוצה עסקית יש יתרונות: כך, לדוגמא, בשווקים בעלי מוסדות כלכליים בלתי מפותחים עשויות קבוצות עסקיות למלא פונקציה של מתווכים (לאו דווקא פיננסיים) אשר מצמצמים עלויות ביצוע עסקה ואסימטריה במידע בין החברות המסונפות אליהן, לפעול לפיזור סיכונים וכן להגדיל את היקף המקורות העומדים לרשות אותן החברות דרך שווקים פנים קבוצתיים. יחד עם זאת צוין כי המבנה המורכב של קבוצות עסקיות, הכולל לרוב צורה פירמידאלית של החזקות, מאפשר השגת שליטה בפועל על מרבית החברות בהשקעה קטנה יחסית. במילים אחרות, מבנה זה מאפשר יצירת פער משמעותי בין הבעלות לשליטה שהוא ליבה של "בעיית הסוכן" (principal-agent problem) - בעיה זו כידוע מגבירה את הפוטנציאל לפגיעה ביעילותם של השווקים ומכאן גם באינטרס הציבורי. בנוסף, המבנים הפירמידאליים

מאפשרים יצירה של שדולה עסקית ואף פוליטית המביאה ל"התבצרותם" (entrenchment) הכלכלית של קבוצות עסקיות ובעליהן. המפגש של "בעיית הסוכן" הקלאסית והתבצרותם של בעלי השליטה מגביר את ההסתברות לניצול המקורות של החברות הנמצאות ברמות הנמוכות בפירמידה, מעבר לשיעור הבעלות בהן ואף תוך פגיעה באינטרסים של שאר בעלי המניות. בנוסף, המבנה הפירמידאלי מעודד נטילת סיכונים מופרזת של בעלי הקבוצות (כתוצאה מקיומו של "הסיכון המוסרי") ובשילוב עם הגודל והמורכבות של מבנים אלו עשוי להוביל לפגיעה ביציבות המשק כולו.

היכולת לשלוט במבנים מורכבים של חברות באמצעות השקעה מועטה יחסית בהן, מעוררת חששות משמעותיים לפגיעה במשקיעים, פגיעה בתחרותיות ובפגיעה ביציבות המשקית. הוועדה סבורה כי חששות אלה מחייבים מעורבות רגולטורית היכולה להתבצע בצורה של כפיית שינויים מבניים על צורת ההתאגדות של אותן קבוצות עסקיות או באמצעות שימוש בכלי ממשל תאגידי המקבלים את המבנים הפירמידאליים כמות שהם ומטרתם להפחית את הפוטנציאל לפגיעה במשקיעים במבנים אלה. בנוסף לכלים אלה, ולאור הנסיבות המיוחדות של המשק הישראלי, הוועדה מצאה לנכון לכל אורך עבודתה לחתור גם, בעזרתו של היועץ החיצוני לוועדה, לגיבוש כללים המיועדים להשפיע על מבנה המשק.

במסגרת המלצות דו"ח הביניים הוועדה בחרה שלא להטיל הגבלות ישירות על המבנים המותרים בשימוש במשק אלא להסתמך על שורה של מהלכים משמעותיים ומשלימים מתחום הממשל התאגידי שנועדו לטפל באותם מצבים, בהם מתקיים פער (Wedge) בין החזקות בהון לשליטה בפועל ושזוהו כבעלי פוטנציאל משמעותי להיווצרות ניגודי עניינים. בין היתר, המליצה הוועדה על כללים שהיו צפויים להשפיע על המבנים הפירמידאליים במשק באמצעות מתן "זכות יציאה" במקרים מסוימים לבעלי מניות מיעוט בחברות פירמידה, הגבלת היכולת של בעלי שליטה להרחיב פירמידות באופן לא יעיל והגבלת השימוש בזכויות הצבעה שאינן משקפות החזקה בהון. אחד הכללים המרכזיים עליהם הסתמכו המלצות הוועדה בדו"ח הביניים הוא היכולת של הגופים המוסדיים להוות שחקן מרכזי בניסיון להתגבר על הפוטנציאל להיווצרות ניגודי עניינים.

במסגרת הליך השימועים, העלו נציגי המגזר העסקי בישראל, נציגי הגופים המוסדיים והקהילה האקדמית חששות לגבי עלויות היישום של הכללים שנכללו בהמלצות הביניים. לאור תגובות אלה, החליטה הוועדה, בתמיכת יועצה החיצוני, על יישום שינויים מבניים באמצעות הגבלת מספר השכבות הפירמידאליות. כלי זה מייצג בצורה טובה את הפער הפוטנציאלי (במקרים רבים עליה במספר השכבות מייצגת גם עלייה בפער), הוא חד משמעי ופשוט יחסית ליישום, אינו משפיע על הניהול השוטף בחברות ואינו נסמך על היכולת והרצון של שחקנים מוסדיים למעורבות בפיקוח על החברות. הגבלה זו מטפלת הן בבעיות המיקרו (פגיעה במשקיעים) מכיוון שהיא תוחמת את פוטנציאל ניגוד העניינים בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט והן בבעיות המאקרו (פגיעה בתחרותיות וביציבות) בכך שהיא מקטינה את הסיכון ליציבות המשק מקיומם של מבנים רבים שהם גדולים וממונפים ואשר בינם לבין עצמם מתקיימים קשרי גומלין סבוכים ומורכבים.

לפיכך, לאחר שבחנה את מגוון האלטרנטיבות והכללים שהונחו בפניה וקיימה מספר רב של דיונים, ממליצה הוועדה על מספר שינויים עיקריים באופן הטיפול בפוטנציאל הבעיות הנובע ממבנה המשק:

**1. הבחנה בין המצב הרצוי בעתיד ובין המבנים הקיימים כיום**

לאור האמור לעיל המליצה הוועדה להגביל בעתיד את הקבוצות העסקיות בישראל למבנים של שתי שכבות ציבוריות או חברות אגרות חוב, לכל היותר.

חברי הוועדה סברו כי יש להבחין בין מבנה המשק הרצוי בטווח הארוך לבין הכללים שיחולו על הגופים הקיימים. מאחר ומבנה המשק הנוכחי כולל עשרות רבות של חברות המאוגדות במבנה פירמידאלי הגיעה הוועדה למסקנה שהעלות למשק של שינוי גורף ומיידי תהיה גדולה מהתועלת. לכן המליצה הוועדה לאפשר המשך שליטה של עד שלוש שכבות למבנים קיימים תחת מגבלות רגולטוריות שיתנו מענה סביר לפוטנציאל ניגוד העניינים הקיים במבנים אלה.

חברי הוועדה מבקשים לקבוע כי החל משנה לאחר קבלת ההמלצות מספר הדירקטורים החיצוניים בחברה ברמה שלישית לא יפחת מרוב מחברי הדירקטוריון פחות אחד. בנוסף, רוב הדירקטורים בחברות אלה יהיו דירקטורים בלתי תלויים.

זאת, בצירוף ההמלצה שהתקבלה בדו"ח הביניים לפיה בחירת הדירקטורים החיצוניים תהיה טעונה אישור האסיפה הכללית, כאשר במניין הקולות לא יובאו בחשבון קולות בעל שליטה או מי שיש לו עניין אישי במינוי המועמד.

לאור המצב הכלכלי במשק הישראלי ובמטרה לבצע מעבר הדרגתי ויעיל ככול הניתן הוועדה ממליצה כי תקופת המעבר לירידה משליטה בחברות הנמצאות בשכבות 4 ומעלה תעמוד על 4 שנים.

חברי הוועדה סברו כי קיימים מצבים בהם האינטרס הציבורי לקיום של חברות ציבוריות מצדיק לאפשר לגופים הרוצים למכור פעילות השייכת לחברה בשכבה השנייה לעשות זאת גם באמצעות הנפקתה לציבור, לכן הוועדה ממליצה לאפשר יצירת חברה ציבורית בשכבה שלישית באופן זמני. משך זמן החזקתה של החברה הציבורית בשליטה בשכבה השלישית לא יעלה על 3 שנים שהוא משך זמן סביר להיפרדות אופרטיבית מלאה ודילול השליטה בבורסה.

מאחר וקיים חשש לעקיפת חלק מהמלצות הוועדה על ידי שימוש מלאכותי בבורסות בחו"ל החליטו חברי הוועדה להגדיר קריטריונים מדויקים למצבים אלה בתוך 90 יום ממועד פרסום המלצות הוועדה.

**2. עדכון וצמצום ההגדרה של חברת פער**

מאחר והוועדה מצאה לנכון לנקוט בצעדים מבניים שונים מאלה שהומלצו בטיטת ההמלצות, הוחלט על מיקוד קבוצת ההתייחסות רק לחברות בהן קיים פוטנציאל משמעותי לפגיעה במשקיעים. כמפורט בדו"ח הביניים, המבנה הפירמידאלי מאפשר יצירת חברות בהן קיים בעל שליטה סופי אשר מצד אחד אחזקותיו ההוניות בחברה נמוכות ומנגד אינו חשוף להשתלטות. לכן קיים החשש כי האינטרס של בעל השליטה יסטה משמעותית מהאינטרס של בעלי מניות המיעוט. הוועדה ביקשה להכליל בקטגוריה זאת חברות בהן האינטרס ההוני של בעל השליטה הסופי הוא ברמה כזאת שבה, לו היה מחזיק בחברה במישרין, מנגנוני שוק היו מאפשרים השתלטות על החברה במקרה של ניהול בלתי יעיל שלה. יחד עם זאת, הרף נקבע בשים לב למבנים הקיימים בשוק ההון כך שהרף לא יכלול את מרבית החברות בשוק ההון הישראלי.

לכן הגדרת חברת פער שונתה וצומצמה להגדרה חדשה ולפיה חברת פער היא חברה שיש בה בעל שליטה המחזיק בפחות מ- 33% בזכויות ההוןיות, דרך חברה ציבורית או חברת אג"ח אחרת (בשרשור).

בחברות אלה מומלץ על אימוץ ממשל תאגידי מוגבר לעומת שאר החברות הציבוריות במשק, ועל כן מוצע לקבוע כי החל משנה לאחר אישור המלצות הוועדה שליש לפחות מהדירקטורים בחברות פער יהיו דירקטורים חיצוניים, כאשר הליך מינויים יהיה זהה להליך בחירות דירקטורים בחברות בשכבה שלישית כאמור לעיל.

### 3. מתן תמריצים שיעודדו מעבר של קבוצות עסקיות קיימות למבנה החדש

הוועדה ערה לכך שלהמלצותיה עלולה להיות השפעה כלכלית לא מבוטלת על קבוצות עסקיות קיימות ובעלי המניות שלהן. השינויים המבניים אותם מבקשת הוועדה להחיל נועדו לקדם את התחרותיות במשק הישראלי באמצעות הפחתת סיכונים פוטנציאליים.

יחד עם זאת, הוועדה מאמינה כי על מנת לסייע לחברות לעבור למבנה הרצוי ובמטרה להפחית ככול הניתן את העלויות העודפות שעוללות להיגרם לקבוצות העסקיות, ראוי כי הממשלה תעודד קבוצות אלו לשנות את מבנה התאגדותן באמצעות מכירת חברות וזאת באמצעות תמריצים מיסויים. הוועדה ממליצה למשרד האוצר להגיש בתוך 90 יום מאישור הדו"ח בממשלה סט צעדים אופרטיביים בתחום זה.

### 4. המלצות לטיפול בסיכון הסיסטמי

לדעת חברי הוועדה, המצב שבו מספר שחקנים, המאופיינים בפיזור ענפי רחב ובמינוף גבוה, אשר חלקם אף שולטים במוסדות פיננסיים מהווים נתח ניכר מהפעילות העסקית, אינו מיטיב עם ביצועיו של המשק ואף חושף אותו לזעזועים שונים. מבנים מורכבים של שליטה מעצימים את ניגודי העניינים הקיימים בין בעלי השליטה לבין הציבור הרחב משום שהם הופכים את השגת הכוח הכלכלי, אפשרויות המינוף ונטילת סיכונים עודפים לנוחים וזולים יותר. בנוסף, מורכבות הקשרים המתקיימים במבנים אלה ובינם לבין שאר השחקנים במשק מקשה על הערכת הסיכונים, הן ברמת הישות העסקית הבודדת והן ברמת המשק בכללותו.

להערכת חברי הוועדה מבנה החזקות המתאפיין בפעילותן של קבוצות עסקיות פירמידליות מקיים בו-זמנית את שני הקריטריונים העיקריים שעל פיהם מאובחן סיכון מערכתי: גודל כלכלי ומורכבות. פוטנציאל לסיכון מערכתי טמון הן במבנה הבעלות עצמו והן בקשרי הגומלין בין החברות בתוך הקבוצה, בין הקבוצות השונות ובין לבין המוסדות הפיננסיים במשק. גורמים אלה הופכים את המבנים הפירמידליים למקור לסיכון מערכתי. זאת מפני שגודלם מגביר את עומק הפגיעה במשק בעת משבר ואילו מורכבותם מגבירה את רוחב הפגיעה, כלומר את פיזור את פני תחומים רבים של הפעילות במשק, לרבות התחום הפיננסי.

מקורה של חשיפת היתר של הפירמידות לזעזועים שליליים הוא בהקצאת מקורות שעלולה להיות לא יעילה - בשל העדפת פרויקטים הממקסמים את רווחיהם של בעלי השליטה ולא של כלל בעלי המניות ובשל הסיכון המוסרי. סיכון זה גובר ככל שהפער בין השליטה לבין הזכויות ההוןיות גדל. המאפיין העיקרי של המבנים הפירמידליים הוא פער זה המתעצם ככל שעולות מספר השכבות במבנה. הקושי



בהתמודדות עם זעזועים שליליים נגרם בגלל ניצול החברות המסונפות, הנמצאות בתחתית הפירמידה, באמצעות "שאיבת" מקורות (tunnelling) מהן בתקופות הגאות, והעברתם לראש הפירמידה, כך שהן נותרות ללא מקורות פנויים, ואף ללא כריות ביטחון, בתקופות השפל. הואיל ונמצא כי מרבית החוב מרוכז בראש הפירמידה, עולה הסיכון לחדלת הפירעון של הקבוצה כולה. בדו"ח הביניים המליצה הוועדה לבחון את המגבלות המוטלות על הגופים המוסדיים במתן אשראי ללווה בודד ולקבוצות לוויים. זאת מכיוון שחברי הוועדה השתכנעו כי רמות המינוף וכן ריכוזיות האשראי במשק הישראלי מייצרים פוטנציאל להגברת הפגיעות הפיננסית והסיכון הסיסטמי של המשק.

במהלך החודשים האחרונים ביצע אגף שוק ההון במשרד האוצר בדיקה של מגבלות ההשקעה המוטלות על הגופים המוסדיים והוחלט כי קיים צורך בעדכון מגבלות אלו. על כן ולאחר שקיימו דיונים בנושא, ביקשו חברי הוועדה לתמוך במהלך שמוביל אגף שוק ההון במשרד האוצר להחמרת המגבלות לנטילת אשראי שיחולו על מנפיק בודד וקבוצת לוויים. חברי הוועדה סבורים כי המגבלות הקיימות על תאגידים בנקאיים ואלה שנקבעו זה עתה על הגופים המוסדיים למתן אשראי ללוויים גדולים אמורים להבטיח התמודדות נאותה עם סיכונים מערכתיים. עם זאת, חברי הוועדה ממליצים כי הרגולטורים שמפקחים על פעילות תאגידים פיננסיים יקיימו בחינות ומבחני לחץ עיתיים לבחינת יכולת ההתמודדות של המערכות שתחת פיקוחם עם סיכונים סיסטמיים שונים.

## סיכום

עבודת הוועדה התבססה על הקביעה כי המבנה הקיים של המשק הישראלי הוא בעל פוטנציאל לפגיעה בתחרותיות וכן כי אותו ריכוז של כוח כלכלי על ענפי ופיננסי בידי מעטים מגלם בתוכו פוטנציאל לפגיעות וחשיפה של המשק בכלל ושל ציבור הצרכנים והחוסכים בפרט לסיכונים וכשלים מערכתיים. חברי הוועדה סבורים כי יישום מכלול המלצות הוועדה כמקשה אחת יוביל להגברת התחרותיות והיעילות בפעילות המשקית, יבטיח את איתנות המערכת הפיננסית ויסייע בהגנה על הנכסים המנוהלים של הציבור ועל כספי המשקיעים בחברות ציבוריות.

בבואה להמליץ על לוחות זמנים ליישום המלצותיה נתנה הוועדה משקל לא מבוטל למצב הכלכלי העולמי ולחוסר הוודאות השורר כיום בשווקים. על כן, בחרה הוועדה בתוואי ליישום המלצותיה שלדעת חבריה יאפשר זמן סביר להתארגנות מחדש של הגופים שיושפעו מהמלצותיה אך במקביל ימנע מהמצב הקיים, שנתפס על ידי הוועדה כבעל פוטנציאל מזיק למשק הישראלי, להימשך זמן רב מדי.

התמורות שיחולו בכלכלה העולמית לצד השינויים בכללי המשחק שהוועדה מבקשת ליישם במשק הישראלי עלולים להוביל לשינויים במשק שלא ניתן לצפות מראש. לפיכך, חברי הוועדה רואים לנכון להמשיך בשיתוף פעולה, תיאום ומעקב של הגופים השונים החברים בוועדה אחר יישום המלצותיה והשלכותיהן על מנת שניתן

יהיה לייצר תמונת מצב מקיפה של השפעת ההמלצות על המשק בכל נקודת זמן. הוועדה ממליצה כי בעלי התפקידים החברים בוועדה ימשיכו להיפגש בתדירות של לפחות אחת לרבעון על מנת להמשיך לעקוב אחר התפתחות התחרותיות במשק הישראלי וכן כדי לזהות חסמים ובעיות רלבנטיות שהתמודדות עימם חוצה תחומי אחריות ומשרדים.

לבסוף, מבקשת הוועדה להפנות את תשומת לב הממשלה לפניית שקיבלה בנושא בחינת הפרדת האחזקות בגופי תקשורת מגופים ריאליים ופיננסיים. בהמלצות הוועדה קיימת התייחסות מסוימת לכך בפרק העוסק בהקצאת נכסי הציבור. על פי ההמלצות יוטלו מגבלות על קבוצות ריאליות משמעותיות להרחיב את פעילותן לתחום התקשורת, אולם נושא זה לא עמד במוקד עבודת הוועדה.

בחינה מקיפה של סוגייה זו חורגת ממנדט הוועדה וכן אינה תואמת את תחומי ההתמחות של חבריה. לכן, קבעו חברי הוועדה כי עיסוק הוועדה בנושא זה יהיה בלתי ראוי. יחד עם זאת, חברי הוועדה מזהים כי ישנו עניין ציבורי רב סביב הנושא ולכן ממליצים לממשלה לבחון באם נושא זה דורש בחינה ציבורית מעמיקה. במידה והממשלה תחליט כי קיים צורך בבחינת הפרדת האחזקות בגופי תקשורת מגופים ריאליים ופיננסיים הוועדה סבורה כי ראוי שייבחרו מומחים רלבנטיים לתחום שיובילו את הבדיקה הציבורית. כמובן שכלל חברי הוועדה ישמחו לעמוד לרשות ועדה זו ולתרום לה כפי יכולתם במידה ויידרשו לכך.

בכתיבת דו"ח זה ולעבודת הוועדה תרמו אנשים רבים, מלבד חברי הוועדה, ותודתנו נתונה להם: יואב אורון, דנה נויפלד, מוריס דורפמן, קונסטנטין קוסנקו, יואל בריס, נטע דורפמן, סטס סוקולינסקי, ליאור תבורי, הילה בן חיים, יניב פרץ, מיכל שי, שירלי אבנר, שירן ברזילי, רוני טלמור, חיים זקס, אילן שטיינר, עידית פרויס, אייל אפשטיין, יעל מבורך, חן לב, בתיה הררי, לירן אבישר, אבנר לנגוט, לירון קצב, יוני פנינג, איציק שורקי מוטי ימין, גלית בן-נאים ואריאל סווארי. אנו מבקשים להודות גם לחברי הוועדה בתחילת דרכה: אייל גבאי, פרופ' זוהר גושן, רונית קן, רוני חזקיהו וד"ר אודי ניסן שליוו את עבודת הוועדה ותרמו לגיבוש מסקנותיה.

## פרק 2- המלצות סופיות

### 2.1 המלצות הוועדה בנושא בחינת התנאים להקצאת נכסים ציבוריים

2.1.1. הגופים האחראים על הליכי הקצאת זכויות ונכסים של המדינה או מטעמה יחויבו לשקול

שיקולי תחרות במסגרת הליך ההקצאה. לשם כך תוטל על גופים אלה החובה להתייעץ עם הממונה על הגבלים עסקיים, מקום בו ערכו הכלכלי של הנכס או הזכות המוקצית עולה על 150 מיליוני ש"ח, או במקרים שבהם השווי הכלכלי של הנכס אינו מגלם בהכרח את חשיבותו הציבורית<sup>2</sup>;

2.1.2. הגופים האחראים על הליכי הקצאת זכויות ונכסים כאמור יחויבו גם לשקול שיקולי ריכוזיות כלל משקית בהקצאת זכויות בתשתיות חיוניות (כמוגדר במסמך זה). בכלל זה יישקלו חששות ליצירת גופים "גדולים מכדי להיכשל".

2.1.2.1. החובה לשקול שיקולים כאמור תחול במקרה של הקצאת זכות בתשתית חיונית, מקום בו לרוכש יש שליטה בתשתית חיונית ומתקיים אחד משני אלה: (א) הרוכש שולט ביותר מ-50% מתחום תשתיות חיוניות הרלוונטי להקצאה (ב) מחזור המכירות השנתי בישראל של קבוצת הרוכש מעל 6 מיליארד ₪.

2.1.2.2. שקילת שיקולי ריכוזיות יהיו כפופים לעיקרון של אי פגיעה משמעותית בצרכן.

2.1.3. לעניין שיקולים אלה, יחוייב הגוף המקצה בהתייעצות עם ועדה מייעצת, בראשות מנכ"ל משרד האוצר ובהשתתפות הממונה על הגבלים עסקיים, נציג היועץ המשפטי לממשלה וראש המועצה הלאומית לכלכלה במשרד ראש הממשלה.

2.1.4. הגורם המקצה יפנה לוועדה להתייעצות מוקדם ככל הניתן והכל בהתאם לנסיבות ההקצאה<sup>3</sup>.

2.1.5. אופן שקילת שיקולי התחרות וביזור השליטה בתשתיות חיוניות, ודרך ההתייעצות עם הגורמים הרלבנטיים, יוסדרו על ידי הוועדה המייעצת, בראשות מנכ"ל משרד האוצר, לפני מועד כניסת חובות השקילה וההתייעצות לתוקפן. להערכת חברי הוועדה, לא יהיה ניתן לקבוע פרוצדורה אחת מוגדרת אשר תוכל לתת מענה לכל סוגי הקצאת הזכויות במדינת ישראל, ולכן תידרשנה התאמות מסוימות בהתאם לאופי הזכות המוקצית ולסדרי עבודת הגוף המקצה.

2.1.6. ההמלצות יחולו גם על הקצאה מחדש לבעל זיכיון קיים, בשינויים המחויבים.

<sup>2</sup> על הגוף המקצה מוטלת האחריות לקבוע האם ההקצאה מחייבת התייעצות בממונה על הגבלים העסקיים, בין היתר בשאלת התקיימותה של חשיבות ציבורית שאינה משתקפת בשווי הכלכלי של ההקצאה. עם זאת, הממונה על הגבלים עסקיים רשאי לפנות לגורם המקצה ולהציע את חוות דעתו גם אם לא קיבל פנייה מהגוף המקצה אם הוא סבור כי מתקיימים התנאים לחובת היוועצות בו.

<sup>3</sup> החששות והשיקולים שינחו את עבודת הוועדה המייעצת יהיו כמפורט בדו"ח הביניים של הוועדה.

2.1.7. במסגרת הליכי ההתייעצות עם הממונה על הגבלים עסקיים או הוועדה, לפי העניין, יינתן לגורם המייעץ פרק זמן של עד 30 ימים בהם יהיה רשאי להודיע על כוונתו לפתוח בבדיקה מעמיקה. לא הודיע הגורם המייעץ על כוונה לפתוח בבדיקה מעמיקה, יראו את הגורם המקצה כאילו מילא אחר חובת ההתייעצות והוא רשאי להמשיך בהקצאה לפי שיקול דעתו. הודיע הגורם המייעץ על כוונתו לפתוח בבדיקה מעמיקה, יינתן פרק זמן נוסף לקיום בדיקה שיהיה קצר ככל הניתן בהקשר להקצאה הספציפית, ולא יעלה על 90 יום.

2.1.8. לממונה על ההגבלים העסקיים יוענקו סמכויות לאסוף מידע, ובכלל זה כדי לסייע לוועדה המייעצת ולאפשר לו לייעץ לגופים המקצים. בנוסף יתוקן חוק ההגבלים כך שתיקבע בו חובת סודיות הולמת לעניין זה.

2.1.9. הגורם המקצה יקח חלק בהליך ההתייעצות ובגיבוש חוות הדעת של הגורם המייעץ, הוועדה או הממונה, לפי העניין. העמדה הסופית של הגורם המייעץ תועבר בכתב לגורם המקצה ותכלול מידע מעובד ולא נתונים גולמיים, על מנת שלא לפגוע בסודות מסחריים ובמידע עסקי רגיש.

## **2.2 המלצות הוועדה בנושא בחינת אחזקות ריאליות ופיננסיות**

2.2.1. איסור שליטה או החזקה, מעבר לשיעור שיוגדר, בגוף פיננסי משמעותי ע"י תאגיד ריאלי משמעותי או ע"י השולט בתאגיד ריאלי משמעותי:

2.2.1.1. תאגיד ריאלי משמעותי או השולט בתאגיד ריאלי משמעותי לא ישלוט בגוף פיננסי משמעותי ולא יחזיק בו למעלה משיעור שייקבע על ידי הרגולטורים שיוסמכו לעניין זה. הרגולטורים יוסמכו לקבוע כללים לגבי שיעור ההחזקה כאמור. ובלבד ששיעור ההחזקה המרבי לא יעלה על 10 אחוזים מסוג כלשהו של אמצעי שליטה בגוף פיננסי משמעותי. על אף האמור, לעניין גוף פיננסי משמעותי בלא גרעין שליטה - לא יעלה שיעור ההחזקה המרבי על 5 אחוזים מסוג כלשהו של אמצעי שליטה. בקביעת כללי החזקה כאמור, יובאו בחשבון בין היתר מבנה הענף ומבנה השליטה בגוף הפיננסי.

2.2.1.2. החזיק תאגיד ריאלי משמעותי או השולט בתאגיד ריאלי משמעותי בהיתר שליטה או החזקה בגוף פיננסי משמעותי טרם מועד החלתו של החוק או הפך תאגיד ריאלי למשמעותי לאחר קבלת היתר שליטה או החזקה בגוף פיננסי משמעותי, לא יחול האיסור כאמור בסעיף 2.2.1.1 אם:

2.2.1.2.1. מחזור המכירות של התאגיד הריאלי בישראל אינו עולה על 7.5 מיליארד ש"ח והגידול במחזור המכירות של התאגיד הריאלי בישראל לא נבע מרכישה או מיזוג של תאגיד ריאלי אחר.

2.2.1.2.2. האשראי הקובע של התאגיד הריאלי אינו עולה על 7.5 מיליארד ש"ח. ובלבד שהגידול במחזור המכירות או באשראי הקובע לא נבע מרכישה או מיזוג של תאגיד ריאלי אחר לאחר מועד החלתו של החוק. עלה מחזור המכירות הקובע או האשראי הקובע של התאגיד הריאלי על הסכום כאמור, רשאים הרגולטורים, לפי העניין, לקבוע תנאים לבעל ההיתר לעמידה בתנאי סעיף 2.2.1.1.

2.2.1.3. הפך גוף פיננסי למשמעותי לאחר שתאגיד ריאלי משמעותי או השולט בתאגיד ריאלי משמעותי קיבל היתר שליטה או החזקה בו, לא יחול האיסור כאמור בסעיף 2.2.1.1 אם הגידול בכלל הנכסים של הגוף הפיננסי המשמעותי לא נבע מרכישה או מיזוג של גוף פיננסי אחר, ובלבד שכלל הנכסים כאמור אינו עולה על 60 מיליארד ש"ח. עלה סך

הנכסים של התאגיד הפיננסי על הסכום כאמור, רשאים הרגולטורים, לפי העניין, לקבוע תנאים לבעל ההיתר לעמידה בתנאי סעיף 2.2.1.1.

2.2.1.4. אין בהמלצות לעיל לגרוע מסמכויותיהם של הרגולטורים לקבוע קריטריונים למתן היתרי החזקה או שליטה.

#### 2.2.2. הגבלת כהונה של דירקטורים בגוף פיננסי משמעותי:

2.2.2.1. לא ימונה ולא יכהן כדירקטור בגוף פיננסי משמעותי אדם השולט בתאגיד ריאלי משמעותי, קרוב שלו, שותפו, אדם בעל זיקה לשולט או נושא משרה בתאגיד ריאלי משמעותי, ואולם, מינוי או כהונה כאמור יותר בגוף פיננסי משמעותי שתאגיד ריאלי משמעותי מחזיק בו כדין בהתאם לאמור בסעיף 2.2.1.2 או 2.2.1.3 לעיל.

2.2.2.2. הוועדה ממליצה כי הרגולטורים ינסחו כללים משותפים, במסגרת דרישות Fit & Proper, שיקבעו הגבלות על היקף העסקתו של יו"ר דירקטוריון של גוף פיננסי משמעותי בתאגידים ריאליים.

#### 2.2.3. חובת דיווח:

2.2.3.1. הרגולטורים יוסמכו, ככל הנדרש, לקבוע הוראות דיווח על מנת להבטיח אכיפה יעילה של המלצות אלה, לרבות דיווח מבעלי היתרים לשליטה ולהחזקה בחברות פיננסיות בנוגע לחברות פרטיות ריאליות שבשליטתם.

#### 2.2.4. סנקציות על הפרת ההוראות:

2.2.4.1. ייקבעו סנקציות פליליות ועיצומים כספיים על מי שעובר על הוראות סעיפים 2.2.1 עד 2.2.3.

#### 2.2.5. עדכון סכומים ושיעורים:

2.2.5.1. שר האוצר, נגיד בנק ישראל ויו"ר רשות ניירות ערך, יוסמכו לעדכן את הסכומים והשיעורים הקבועים בהמלצות אלה.

#### 2.2.6. הוראות מעבר:

2.2.6.1. הוראות סעיף 2.2.1 יכנסו לתוקף 4 שנים ממועד החלת החוק.

2.2.6.2. הוראות סעיף 2.2.2 יכנסו לתוקף שנתיים ממועד החלת החוק ואולם גופים שהבעלות עליהם עשויה להשתנות בשל המלצה 2.2.1.1 יקבלו ארכה של שנתיים נוספות לביצוע הוראות החוק.

#### 2.2.7. חקיקה משלימה נדרשת:

2.2.7.1. לאור השלכות יישום המלצות הוועדה ולאור העברתו בכנסת של חוק הבנקאות (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011 לעניין בנקים ללא גרעין שליטה יש לקדם תיקוני חקיקה משלימים לעניין זה.

#### 2.2.8. איסור שליטה של שולט בתאגיד בנקאי משמעותי, בתאגיד פיננסי משמעותי שאינו בנק:

2.2.8.1. השולט בתאגיד בנקאי שהוא גוף פיננסי משמעותי לא ישלוט בגוף פיננסי משמעותי שאינו תאגיד בנקאי.

### בסעיף 2.2. זה -

"גוף פיננסי" – תאגיד בנקאי, סולק, מבטח, חברה מנהלת, מנהל קרן להשקעות משותפות בנאמנות, חברה להנפקת מוצרי מדדים או מנהל תיקים;

"גוף פיננסי בלא גרעין שליטה" – גוף פיננסי שכל מחזיקי אמצעי השליטה בו אינם חייבים בהיתר לפי הוראות הדין הרלוונטי;

**"גוף פיננסי משמעותי"** – גוף פיננסי אשר כלל נכסיו עולה על 40 מיליארד ש"ח; לעניין הגדרה זו יחושבו כלל הנכסים של גוף פיננסי ככלל הנכסים שלו ושל כל הגופים הפיננסיים שבשליטתו ושבשליטת השולט בו, ולעניין השולט יחד עם אחרים, ייוחסו כלל הנכסים כאמור לכל אחד ואחד מהשולטים בנפרד; לעניין הגדרה זו סולק יחשב כמשמעותי אם הוא עונה להגדרת "סולק בעל היקף פעילות רחב" כהגדרתו בחוק הבנקאות (רישוי), תשמ"א-1981 (להלן – חוק הבנקאות).

**"תאגיד ריאלי משמעותי"** – תאגיד שאינו גוף פיננסי ש: 1) מחזור המכירות הקובע שלו בישראל עולה על 6 מיליארדי ש"ח; לעניין זה יחושב מחזור המכירות של תאגיד ריאלי משמעותי כסך מחזור המכירות שלו ושל כל התאגידים הריאליים שבשליטתו ושבשליטת השולט בו, ולעניין השולט יחד עם אחרים, ייוחס כלל מחזור המכירות כאמור לכל אחד ואחד מהשולטים בנפרד; או 2) האשראי הקובע שלו עולה על 6 מיליארדי ש"ח; לעניין זה יחושב האשראי של תאגיד ריאלי משמעותי כסך האשראי שלו ושל כל התאגידים הריאליים שבשליטתו ושבשליטת השולט בו, ולעניין השולט יחד עם אחרים, ייוחס סך האשראי כאמור לכל אחד ואחד מהשולטים בנפרד, ולמעט אשראי שמטרתו רכישת שליטה בגוף פיננסי, לרבות החזקות נוספות בגוף פיננסי ע"י בעל שליטה. (\*)

**"מחזור המכירות הקובע"** – מחזור מכירות שנתי בישראל בשנה הקלנדרית האחרונה שלגביה נערכו דו"חות כספיים שנתיים. רשאים הרגולטורים, לפי העניין, במידה והשתכנעו כי מחזור מכירות התאגיד בשנה הקלנדרית האחרונה אינו מייצג את פעילות התאגיד, להסתמך על מחזור המכירות של התאגיד בשנים קודמות לשנה הקלנדרית האחרונה.

**"אשראי קובע"** – אשראי מאזני ואגרות חוב שהונפקו, והכל בישראל, נכון לשנה הקלנדרית האחרונה שלגביה נערכו דו"חות כספיים שנתיים. רשאים הרגולטורים, לפי העניין, במידה והשתכנעו כי אשראי מאזני ואגרות חוב שהונפקו של התאגיד בשנה הקלנדרית האחרונה אינם מייצגים את פעילות התאגיד, להסתמך על אשראי מאזני ואגרות חוב שהונפקו של התאגיד בשנים קודמות לשנה הקלנדרית האחרונה.

**"החזקה"** – כהגדרתה בחוק הבנקאות (רישוי), תשמ"א-1981 (להלן – חוק הבנקאות (רישוי));

**"זיקה"** – כהגדרתה בסעיף 240 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן – חוק החברות);

**"כלל נכסים"** – בתאגיד בנקאי – סך נכסיו המאזניים על בסיס מאוחד ובגוף פיננסי אחר – סך הנכסים שלו והנכסים המנוהלים על ידו, לרבות הנכסים המנוהלים על ידו עבור גופים פיננסיים אחרים;

**"קרוב"** – כהגדרתו בחוק הבנקאות (רישוי);

**"רגולטורים"** – המפקח על הבנקים, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון או יו"ר הרשות לניירות ערך, לפי העניין;

**"שליטה"** – כהגדרתה בחוק הבנקאות (רישוי) לרבות דבוקת שליטה, כהגדרתה בחוק החברות, בתאגיד בו אין שולט או מחזיק דבוקת שליטה אחר.

## **2.3. המלצות הוועדה בנושא בחינת שליטה באמצעות מבנה אחזקות פירמידאלי**

המלצות הוועדה מתייחסות למצב עקרוני רצוי תוך התייחסות מיוחדת לתקופת המעבר ולמבנה ההחזקות הקיים.

- הכלל העקרוני הוא כי תותר החזקה של חברות ציבוריות וחברות אג"ח במבנה פירמידאלי בן שתי שכבות בלבד. על חברות השייכות למבנה פירמידאלי בשכבה שנייה יוחלו כללי ממשל תאגידי. זאת אם בעל השליטה שולט בחברה באמצעות אחוז נמוך יחסית בהון. (\*)
- חברות קיימות- בתום תקופת המעבר, מבנים פירמידאליים יחויבו לבצע שינויים במבנה ההחזקות, כך שיכללו 3 שכבות לכל היותר. על חברות בשכבה שלישית יוחלו כללי ממשל תאגידי מחמירים יותר מאלה החלים על חברות המצויות בשכבה השנייה. (\*)
- תקופת המעבר- 4 שנים מקבלת ההמלצות.

2.3.1. **הגדרת חברת פער-** חברה ציבורית שבה בעל שליטה סופי (שליטה כהגדרתה בחוק ניירות ערך, התשכ"ח 1968), מחזיק פחות מ-33% בהון דרך חברה ציבורית או חברת אגרות חוב אחרת. (\*)

2.3.2. **הגדרת שכבה במבנה הפירמידאלי-** חברה ציבורית או חברת אגרות חוב, המוחזקת על ידי חברה אחרת כאמור או מחזיקה חברה אחרת כאמור, הנמצאות בשליטתו של אותו בעל שליטה סופי. (\*)

2.3.3. **מבנה פירמידאלי-** קבוצת חברות ציבוריות או חברות אגרות חוב שלהן אותו בעל שליטה סופי, המוחזקות במבנה החזקות הכולל שתי שכבות לפחות.

## **2.3.4. המלצות לגבי חברות חדשות במבנה פירמידאלי**

2.3.4.1. שליטה בחברות במבנה פירמידאלי, הכולל יותר משתי שכבות היא אסורה. (\*)

2.3.4.2. על אף האמור, תותר הנפקה של חברה והפיכתה לציבורית, כשכבה שלישית, לפרק זמן קצוב (3 שנים) עד למכירת השליטה בה.

2.3.4.3. בתוך 90 יום מקבלת ההמלצות תשלים הוועדה את המלצותיה בנוגע לתחולת ההמלצות על חברות ציבוריות הנסחרות בחו"ל. יבחנו כללים למניעת מנגנון עקיפה של המלצות הוועדה דרך רישום חברות למסחר בחו"ל.

2.3.4.4. על חברה בשכבה השנייה, שהיא חברת פער, יחול הכלל בפסקה 2.3.8. (\*)

## **2.3.5. המלצות לכללים שיחולו על חברות בשכבה השלישית ומעלה במבנים פירמידאליים קיימים**

### **בעלי שלוש שכבות ומעלה**

2.3.5.1. בתום תקופת המעבר לא יותר מבנה פירמידאלי המכיל יותר משלוש שכבות.

2.3.5.2. החל משנה לאחר קבלת ההמלצות: מספר הדירקטורים החיצוניים יהווה רוב פחות אחד ממספר חברי הדירקטוריון; מינוי דירקטור חיצוני יהיה טעון אישור אסיפה כללית ובמניין הקולות לא יובאו בחשבון קולות בעל השליטה או מי שיש לו עניין אישי במינוי המועמד<sup>4</sup>; ו-רוב הדירקטורים יהיו בלתי תלויים.

<sup>4</sup> לעניין זה עניין אישי - למעט עניין אישי שאינו כתוצאה מקשריו עם בעל השליטה.

2.3.5.3. על חברה בשכבה השניה, שהיא חברת פער, יחול הכלל בפסקה 2.3.8. (\*)

2.3.6. על מנת ליצור תמריץ להסדרה עצמית של המבנים הפירמדיאליים ישקלו הצעדים הבאים:

2.3.6.1. דחיית תשלום המס בגין מכירת חברה עד לתום תקופת המעבר.

2.3.6.2. הכרה בהפסד הון כתוצאה ממכירה כפויה.

2.3.6.3. הקלות בפרשנות של רשות המיסים בנוגע לאישור פטור (דחייה) ממס הנובע ממיזוג.

2.3.6.4. בתוך 90 יום משרד האוצר יציג בפני הממשלה את התיקונים הנדרשים בחוק ו/או בתקנות המס לטובת סעיפים 2.3.6.1-2.3.6.3.

2.3.7. בתום תקופת המעבר - בתום תקופת המעבר, מניות בעל השליטה בחברות שיוותרו בשכבה רביעית ומעלה יועברו לנאמן. (\*)

### 2.3.8. המלצה לגבי הממשל התאגידי בחברת פער

בדירקטוריון של חברת פער יהיו שלוש מבין חברי הדירקטוריון, לפחות, דירקטורים חיצוניים. מינוי דירקטור חיצוני יהיה טעון אישור אסיפה כללית ובמניין הקולות לא יובאו בחשבון קולות בעל השליטה או מי שיש לו עניין אישי במינוי המועמד<sup>5</sup>; (\*)

### 2.3.9. המלצות ממשל תאגידי שיחולו על כל החברות הציבוריות

2.3.9.1. עסקאות בעלי עניין: (\*)

2.3.9.1.1. מוצע לקבוע חובה מסוג של "אמץ או גלה" לקיומו של הליך תחרותי בפקוח ועדת הביקורת באישור עסקת בעל עניין במכירת נכס, בקבלת שירותים תפעוליים, ברכישת מוצר מדף או בקבלת הלוואה. במידה והחברה אימצה נורמה כאמור היא תחויב, ככל שהתקשרה בעסקת בעל עניין כאמור ללא הליך תחרותי לגלות לציבור מדוע בחרה שלא לעשות כך.

2.3.9.1.2. מומלץ לקבוע כי עסקאות שאינן "חריגות" אך גם אינן זניחות יחייבו פיקוח של וועדת הביקורת, אשר תהיה אחראית גם להגדיר אמות מידה ל"זניחות". החברה תידרש לתת דיווח לבעלי המניות שיכלול הסבר של וועדת הביקורת כיצד מצאה לנכון לפקח על גיבוש תנאי העסקאות הללו.

2.3.9.2. חיזוק בעלי מניות המיעוט

2.3.9.2.1. רשות ניירות ערך ומשרד המשפטים יפעלו להקמת פלטפורמה שתאפשר למשקיעים להצביע באסיפות כלליות ובאסיפות אג"ח באמצעות האינטרנט.

2.3.9.3. עידוד אכיפה פרטית בידי בעלי מניות

2.3.9.3.1. מוצע להרחיב את סמכות המימון שבידי רשות ניירות ערך הקיימת כיום גם לתובענות ייצוגיות ותובענות נגזרות, ולהתיר לה לממן גם תובענות פרטיות ובקשות לסעד זמני בתחום של דיני חברות ודיני ניירות ערך.

2.3.9.4. עידוד פעילות מוסדיים

<sup>5</sup> לעניין זה עניין אישי - למעט עניין אישי שאינו כתוצאה מקשריו עם בעל השליטה.



2.3.9.4.1. מוצע לבחון דרישה כי משקיעים מוסדיים יחויבו להביא בחשבון, במסגרת מדיניות ההשקעה, בין היתר, את איכות הממשל התאגידי (ככל שאין הסדרה של מחויבות כאמור בדיון). כן יחויבו המשקיעים המוסדיים להביא בחשבון מתן הלוואות שנועדו לרכישת שליטה ממונפת (LBO).

2.3.9.4.2. מוצע לחייב משקיעים מוסדיים לקבוע "תמרורי אזהרה", בהתקיימם יידרשו לנקוט בפעולות מול החברה (ככל שאין הסדרה של מחויבות כאמור בדיון).

2.3.9.4.3. מוצע ליצור פיקוח והסדרה על גופים המייעצים למשקיעים מוסדיים לעניין אופן ההצבעה באספות (לרבות בהיבטים של כשירות וניגודי עניינים).

#### 2.3.10. חיזוק סמכויות הממונה על ההגבלים העסקיים:

2.3.10.1. הוועדה ממליצה לממשלה לאמץ תיקון לחוק ההגבלים העסקיים המבהיר כי לבית הדין להגבלים עסקיים, לבקשת הממונה, יש סמכות להטיל על חברי קבוצת ריכוז סעדים מבניים לקידום התחרות. בנוסף, הוועדה ממליצה לממשלה לאמץ את תזכיר החוק העומד לדיון בימים אלה בוועדת הכלכלה, המסמיך את הממונה על הגבלים עסקיים להטיל עיצומים כספיים בגין הפרות של חוק ההגבלים העסקיים.

#### 2.3.11. המלצות לטיפול בסיכון הסיסטמי:

2.3.11.1. מומלץ לתמוך בשינוי מגבלות ההשקעה שהוביל אגף שוק ההון כך שמנפיק בודד, קבוצת לוויים, 5 מנפיקים גדולים ביותר ו-5 קבוצות לוויים גדולות ביותר לא יהוו נתח הגדול מ-5%, 10%, 20%, 40% מהנכסים המנוהלים של כל קרן, בהתאמה. (\*)

2.3.11.2. מומלץ כי מגבלות אלו יבחנו שוב בתום תקופת המעבר ויוצגו לממשלה.

מובהר כי, אם באיזה מקום קיימת סתירה בין ההמלצות שהובאו בדו"ח הביניים לבין המלצותינו הסופיות, יגברו האחרונות.

(\*)- קיימת דעת מיעוט בסעיף זה.

## נספח 1- דעות מיעוט

דעת מיעוט לגבי הכללת חברות אג"ח שנמצאות בראש המבנה הפירמידאלי בספירת שכבות במבנים אלה

ראש המועצה הלאומית לכלכלה, פרופ' יוג'ין קנדל והממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון, פרופ' עודד שריג

המלצות הוועדה להגברת התחרותיות הן בעלות משמעות רבה ביותר לכלכלת ישראל. לראשונה, נעשה ניתוח מקיף, מעמיק ומקצועי של מבנה הסקטור העסקי בישראל, לאיתור פוטנציאל לכשלים מבניים שעלולים לפגוע בתחרות במשק, באיתנות גופים פיננסיים ובציבור החוסכים והמשקיעים בישראל. ככלל, יש בהמלצות הוועדה איזון נכון ומידתי בין רצון להבטיח שוק יעיל ותחרותי בטווח בינוני וארוך לבין מזעור, ככול הניתן, של הפגיעה בפעילות הסקטור העסקי בטווח הקצר. המלצות הוועדה בנוגע לתנאים להקצאת נכסים ציבוריים ובנוגע לאחזקות ריאליות ופיננסיות נותנות מענה לחששות ולסיכונים שזוהו במסגרת עבודת הוועדה. החלטת הוועדה לבחור בשינוי מבני כפתרון המאוזן ביותר להתמודדות עם סוגיית שליטה על חברות ציבוריות באמצעות מבנה פירמידאלי תואמת את עמדתנו המקצועית, הן בתפקידינו הנוכחיים והן כפרופסורים לכלכלה ומימון שלמדו נושאים אלו לעומקם.

לעומת זאת, הוועדה המליצה, ברוב קולות, כי חברות ציבוריות בישראל יוכלו להתאגד במבנים פירמידאליים בני שתי שכבות לכל היותר, ללא הבחנה אם מדובר בחברה שהנפיקה מניות לציבור או בחברה שהנפיקה חוב לציבור (להלן – חברת אג"ח). דעתנו בנושא זה שונה. לתפיסתנו, בדומה לדעת שאר חברי הוועדה, קבוצת אחזקות במבנה פירמידאלי איננה תופעה רצויה במשק הישראלי, גם אם חלק מהחששות הפוטנציאליים לגבי מבנים פירמידאליים אינם מתקיימים. עם זאת הוועדה ראתה לנכון לאפשר בישראל קיום של קבוצות אחזקה של חברות ציבוריות בנות שתי שכבות. במקום זה נעוץ השוני בין דעתנו לזו של שאר חברי הוועדה.

מניע מרכזי להחלטת הוועדה להעדיף שינוי מבני כדרך הראויה ליישום המלצותיה הוא רצון לא להתערב בפעילות שוטפת של חברות, ובכלל זה בגיוסי אשראי שלהן. אולם, בפועל, המלצת הוועדה מכוונת חברות לסוג מימון מסוים ולא אחר. בפרט, הוועדה מאפשרת לחברות אחזקות פרטיות לממן באמצעות חוב בנקאי או באמצעות אג"ח לא סחירות החזקה בשתי שכבות של חברות ציבוריות. לעומת זאת, הוועדה לא מאפשרת לאותה חברה לממן את אותה החזקה בדיוק באמצעות אג"ח סחירות מאותם גופים. כלומר, המלצות הוועדה מבחינות, ללא סיבה, בין מימון באמצעות חוב סחיר לבין מימון באמצעות חוב לא סחיר, ובכך יוצרות העדפה לא מנומקת לדרך מימון מסוימת. לאור זה ראוי לציין כי המלצות הוועדה צפויות להביא למכירה של חלק מקבוצות האחזקה בישראל, ובכללן קבוצות אחזקה בנות שתי שכבות. המלצת הוועדה שלא לאפשר רכישת ואחזקת קבוצות אלו על ידי חברות הממומנות בחוב ציבורי עלולה להקשות על מכירתן ולהגביל את ההזדמנויות שעומדות בפני ציבור החוסכים בישראל. בנוסף, המלצת הוועדה ללא השינוי המוצע על דינו תפחית באופן משמעותי את הכדאיות של בניית חברות אחזקה ציבוריות בעתיד.

שיקול נוסף נגד המלצת הוועדה הוא, שבחברות אג"ח לא מתקיים פוטנציאל להיווצרות ניגודי עניינים, שנובע מפער בין החזקה בזכויות הוניות לזכויות הצבעה. ניגוד עניינים פוטנציאלי זה הוביל את חברי הוועדה להמליץ על השינוי המבני המוצע בהמלצותיה.

מטעמים אלו, וכדי למנוע פגיעה לא מידתית בפעילות חברות, עמדתנו היא כי אין לספור חברת אג"ח המחזיקה בחברות ציבוריות תחתיה כשכבה במבנה פירמידאלי. למצער, יש לאפשר לחברת אג"ח להחזיק שתי שכבות של חברות ציבוריות לפרק זמן מוגבל (הצעתנו - במשך 5 שנים), בדומה להמלצת הוועדה להתיר הנפקת חברה מוחזקת לציבור כשכבה שלישית בפירמידה לפרק זמן קצוב.

דעת מיעוט יו"ר רשות ניירות ערך פרופ' שמואל האוזר והכלכלנית הראשית, רשות ניירות ערך ד"ר גיתית גור גרשגורן

המלצות הוועדה להגברת התחרותיות הן ציון דרך חשוב בהתמודדות עם כשלי השוק שעשויים להיגרם בשל תופעת הריכוזיות והן דרמטיות בראי ההיסטוריה הכלכלית בארץ ובעולם. ההמלצות נכתבו לאחר בחינה יסודית, מקצועית ומעמיקה של מבנה הבעלות והשליטה בחברות הציבוריות ובחברות האג"ח בשוק ההון הישראלי, בשים לב לפוטנציאל הפגיעה בציבור המשקיעים, ביעילות הקצאת המקורות במשק ובתחרותיות. הוועדה זיהתה את הבעייתיות הגלומה בתופעת ה"הפרדה" (Decoupling) בין האינטרס הכלכלי של בעלי השליטה לבין יכולתם לכוון את התנהלות החברה. ככל שההפרדה יוצרת פער (Wedge) גדול יותר בין האינטרס ההוני לבין כוח השליטה וההשפעה, גדל בהתאמה הפוטנציאל לניגוד העניינים ופוטנציאל לפגיעה בבעלי מניות המיעוט ובמחזיקי האג"ח, בין השאר, בשל האפשרות לנטילת סיכונים עודפים והקצאת משאבים לא יעילה.

במענה לכשלי השוק שזוהו, הוועדה בחרה להמליץ ברוב דעות על פתרון משולב, המחייב שינוי מבני, תוך הבחנה בין פירמידות קיימות לפירמידות עתידיות, לצד החלת כללי ממשל תאגידי. לדעתנו, נקודת האיזון צריכה להיות שונה מזו שהומלצה על ידי הוועדה, ויש לקבוע כדלקמן:

1. הגבלת הקבוצות העסקיות בישראל למבנים פירמידאליים של שלוש שכבות (חברות ציבוריות וחברות אג"ח) לכל היותר. הגבלה זו צריכה לחול הן ביחס למבנים פירמידאליים קיימים והן ביחס למבנים פירמידאליים עתידיים.
2. קביעת כללי ממשל תאגידי בחברות הממוקמות בשכבה השנייה או בשכבה השלישית, כנגזרת של היקף הפער בשכבות אלה. חברות המתאפיינות בפער גבוה יהיו כפופות לכללי ממשל תאגידי מחמירים מאלה שיחולו על חברות המתאפיינות בפער נמוך.
3. קביעת סנקציה של הרדמת זכויות הצבעה במקרה שבעלי השליטה לא ישלימו את ביצוע השינוי המבני בתוך תקופת המעבר שנקבעה בהמלצות הוועדה.

להערכתנו הפתרונות המוצעים כמפורט להלן הם פתרונות מאוזנים יותר, מידתיים יותר, פשוטים יותר ועקביים יותר עם הבעיה, בהתחשב בעובדה שאין בעולם דוגמאות להגבלות המחייבות שינויים מבניים במבני החזקות פירמידאליים. נראה להלן שדעת המיעוט מידתית יותר גם משום שהמלצות הוועדה הנוכחיות יכול שיחולו במקרים רבים על חברות שאינן בעייתיות (אינן חברות פער) ולא יחולו בחברות אחרות בעייתיות (שהן חברת פער).

### המלצה לעניין שינוי מבני

הבסיס האמפירי להמלצות הוועדה, שפורט בהרחבה בדוח הביניים, נסמך במידה רבה על כשלי השוק הנוצרים בחברות פירמידאליות עקב קיומו של פער בין כוח השליטה של בעל השליטה לבין הזכויות ההוןיות שלו. משכך, צריך להתקיים מתאם בין המלצות הוועדה ובין הצורך לתת מענה לכשלי השוק הנובעים מהפער האמור. אנו חוששים שהמלצות הוועדה לגבי מבנים פירמידליים עתידיים אינן מידתיות, בין השאר, בשל העדר המתאם בין הבעיה (הפער) לבין ההמלצה לא לאפשר שכבה שלישית בעתיד.

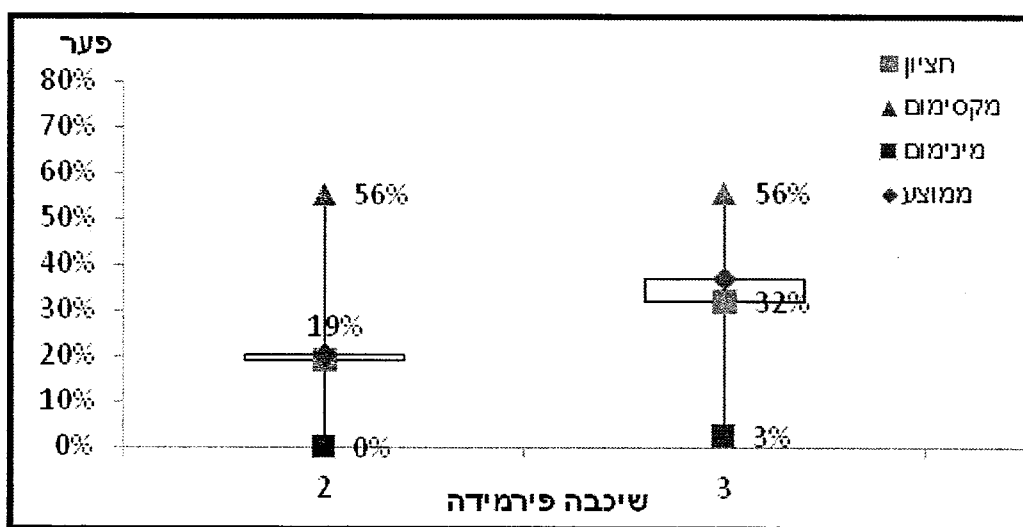
איננו רואים הצדקה לאסור על מבנים פירמידליים עתידיים להתאגד במבנה של שלוש שכבות, ובמובן זה אין מקום להבחין בין מבנה פירמידאלי קיים לבין מבנה פירמידאלי עתידי. יש מקום לקבוע המלצה אחידה ופשוטה הן לגבי מבנה קיים והן לגבי מבנה עתידי. כל ניסיון לייצר הבחנה בין מבנה קיים למבנה עתידי לוקה במורכבות וסופו שיביא לעיוותים בהקצאת המקורות במשק. חשוב להקפיד על פתרון פשוט וישנים, ולא לנסות לייצר הבחנות מורכבות (לוח 1).

לוח 1

המלצות ביחס לשינוי מבני	
הצעת רשות ניירות ערך	הצעת הוועדה
מבנה קיים + מבנה עתידי	מבנה עתידי
שליטה ב- 3 שכבות לכל היותר	<ul style="list-style-type: none"> <li>שליטה ב- 2 שכבות לכל היותר</li> <li>חריג:</li> </ul>
	הנפקת שכבה שלישית לתקופה קצובה של 3 שנים
	מבנה קיים
	שליטה ב- 3 שכבות לכל היותר

לא מדובר בהבדל טכני-סמנטי, אלא בהבדל היורד לשורשם של הדברים : ההחלטה לאסור על החזקה בשכבה רביעית ואילך בפירמידה עולה בקנה אחד עם התפיסה שיש לתת מענה לבעיית הפער, שכן באופן אינהרנטי שכבות רביעיות ואילך מתאפיינות בפער משמעותי, ואין הצדקה לאפשר את קיומן על רקע הבעיות שעשויות לנבוע מקיומן של הפער. אך לא כך הדבר לגבי שכבות שלישיות.

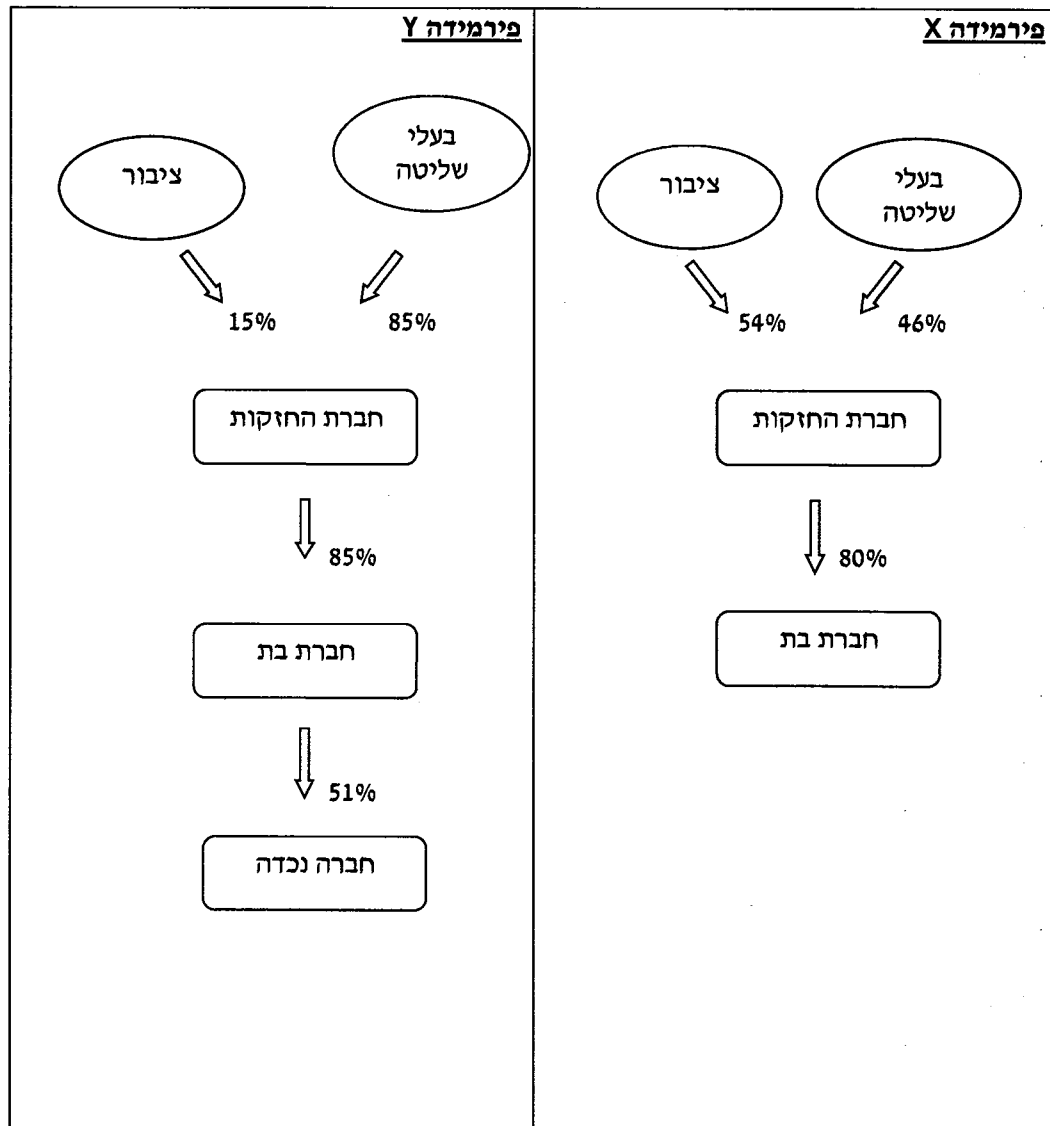
**תרשים 1: התפלגות הפער בין שיעור האחזקות בזכויות ההצבעה לבין שיעור האחזקות בהון של בעלי השליטה בחברות לפי שכבה בפירמידה.**



אחד ההסברים לכך הוא הנתונים האמפיריים בתרשים 1, המשווה את התפלגות הפער בין שיעור האחזקות בזכויות ההצבעה לבין שיעור האחזקות בהון של בעלי השליטה, בחברות הנמצאות בשכבה השנייה לבין אלה בשכבה השלישית בפירמידה. ניתן לראות שההתפלגות של הפער בחברות בשכבה 2 אינה כל כך שונה מזו של שכבה 3 (למרות שהממוצע שונה). דהיינו, יש מספר גדול של חברות בשכבה 2 שהפער בהן גדול בהרבה מהפער בחברות אחרות בשכבה 3, ולהיפך. ולפיכך, במקרים רבים, הפער בין שליטה לזכויות הונות בשכבה השלישית אינו עמוק מספיק כדי להצדיק שינוי מבני דרמטי שאוסר החזקה בשכבה שלישית.

המחשה לכך ניתן לראות גם בדוגמה הבאה (איור 1):

איור 1: דוגמא להעדר מתאם בין גודל הפער לעומק הפירמידה



שכבה 3			שכבה 2			
פער	הצבעה	הון	פער	הצבעה	הון	
			43.2%	80%	36.8%	פירמידה X
14.2%	51%	36.8%	לא חברת פער	85%	72.2%	פירמידה Y

באזור 1 מובאת דוגמא למצבים בהם לא מתקיים מתאם בין רמת השכבה במבנה הפירמידאלי לבין גובה הפער בין שיעור האחזקות בזכויות ההצבעה לבין שיעור האחזקות בהון של בעלי השליטה בחברה באותה שכבה. בדוגמא זו, בפירמידה X, בת 2 שכבות, הפער הוא 43.2% ואילו בפירמידה Y, בת 3 שכבות, הפער הוא רק של 14.2%.

חשוב בעניין זה לתת את הדעת לכך שהמלצות הוועדה לאסור באופן גורף על החזקה בשכבה שלישית עשויות לחול גם מקום בו שכבה זו לא מתקיים פער. לדוגמא, אדם מחזיק 85% מהון המניות של חברת החזקות ציבורית, וזו האחרונה מחזיקה 85% בחברת בת ציבורית, אשר מעוניינת לרכוש 85% בחברה אחרת שתהפוך לחברה נכדה בעקבות הרכישה. במקרה כזה, הזכויות ההוניות של בעל השליטה בחברה הנכדה (השכבה השלישית) עולות על 60%, ולא מתקיים בחברה פער המצדיק לנקוט פתרון כה קיצוני של שינוי מבני (ואף לא פער המצדיק החמרת כללי ממשל תאגידי).

הממצאים האמפיריים הללו, ביחד עם שתי הדוגמאות לעיל, מצביעים באופן חד משמעי שאין הצדקה להחיל כללים נוקשים יותר בשכבה 3 לעומת שכבה 2, ובוודאי שאיסור על קיומה של שכבה 3 אינו מידתי.

זאת ועוד, המלצות הוועדה בנוגע למבנים הפירמידאליים העתידיים כוללות גם פתרון המיועד לקבועי זמן קצרים שמאפשר הנפקת שכבה שלישית לתקופת ביניים של שלוש שנים. להערכתנו, פתרון זה אינו ריאלי, והרציונל הכלכלי העומד בבסיסו מוטל בספק, בהתחשב בעובדה שהאפשרות שחברה תסכים להנפיק חברה בת, בידיעה שבכך תכניס עצמה לסד זמנים של 3 שנים למכירת השליטה באותה חברה, ו/או משקיעים ירצו להיכנס להשקעה הכרוכה באי-ודאות לגבי זהות בעל השליטה בעוד 3 שנים, מוטלת בספק. הפתרון המוצע על ידי הוועדה מעלה, אם כן, שאלות לגבי מידת ההצדקה הכלכלית שעומדת בבסיסו והוא עלול ליצור עיוותים במשק, וליצור מספר סוגים של קבוצות עסקיות:<sup>1</sup>

- קבוצות שהיו קיימות ערב אימוץ המלצות הוועדה ומאוגדות במבנה של שלוש שכבות
- קבוצות שייווצרו לאחר אימוץ המלצות הוועדה ומאוגדות במבנה של שתי שכבות
- וקבוצות שייווצרו לאחר אימוץ המלצות הוועדה ולמשך תקופת ביניים ויהיו מאוגדות במבנה של שלוש שכבות.

זהו פתרון לא עקבי עם בעיית הפער, שעשוי לפגוע לדעתנו יתר על המידה במבנים פירמידאליים עתידיים, ולהפלותם לרעה שלא בצדק לעומת מבנים פירמידאליים קיימים, ועל כן יש להעדיף על פניו את הפתרון שהצענו ליישם: קרי, מגבלת שלוש שכבות, הן ביחס למבנים קיימים והן ביחס למבנים עתידיים. אנו סבורים כי פתרון זה הנו מאוזן, מידתי, פשוט ונכון יותר למשק.

<sup>1</sup> מגבלה על שכבה נוספת עשויה, למשל, למנוע מחברות בשכבה שנייה (וישנן רבות כאלו) להנפיק חברה נוספת, ולהקשות על התפתחות עסקית לגיטימית, או לחלופין, לגרום להן לבצע הנפקות של חברות בת זרות בחו"ל.

בהקשר זה חברת הוועדה, ד"ר גתית גרשגורן, מציינת כי היא מצטרפת לעמדת המיעוט המפורטת לעיל, לאור ההגיון הכלכלי העומד מאחוריה (טיפול בבעיית הפער) והמידתיות שיש בה ביחס להמלצות הוועדה ועמדות המיעוט האחרות, אך ככלל מסתייגת מאמצעי של שינוי מבני כפוי שאינו מבחין בין מבנים יעילים לבין מבנים שאינם יעילים.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> עמדה זו היא לנוכח החשש כי התערבות בדרך זו לא תמלא אחר ייעודה כמקימה ומחזקת מערכת נכונה של תמריצים, אחריות ויכולות בין השחקנים בשוק. לגישתה, עדיפה מערכת כללים שתעודד שינוי התנהגות אמיתי בקרב השחקנים בשוק, ותיתן מענה שוטף לכלל הבעיות שהוועדה מצאה שהינם תוצר של הפער בין אינטרס כלכלי מועט ויכולת השפעה רבה, אשר מבנה פירמידאלי מאפשר ליצור. קיימות בעייתיות בשינוי מבני כפוי אשר אינו מבחין בין מקרים של מבנים יעילים, שאין הצדקה להתערב בהם, ובין מבנים שאינם יעילים. הבחנה כאמור צריכה להתבצע על-ידי כוחות השוק בהינתן מערכת תמריצים נכונה. לעומת זאת, התוצאה של שינוי מבני כפוי עלולה להיות שיווי משקל חדש במבנה שונה, אך עם אותו מערך תמריצים לקוי, וללא מנגנונים המהווים גורם מאזן.



## כללי ממשל תאגידי בחברות פער

הוועדה המליצה ברוב קולות להגדיר חברה כ"חברת פער" אם בעל השליטה בה מחזיק בפחות מ-33% מהזכויות ההוןיות, באמצעות חברה ציבורית או חברת אג"ח. החיסרון בהמלצה זו, לגישתנו, נעוץ בכך שהיא אינה מבחינה בין חברות המתאפיינות בפער גבוה ובין חברות המתאפיינות בפער נמוך. אלה כאלה יהיו כפופות לאותם כללי ממשל תאגידי.

אנו סבורים כי לא יהיה זה נכון להתייחס אל כל חברות הפער באופן זהה, אלא יש להבחין בין חברות שבהן הפער קטן לבין חברות שבהן הפער הוא גדול. לגישתנו, יש מקום לקבוע כי על חברות השייכות למבנה פירמידאלי בשכבה השנייה והשלישית יוחלו כללים הנוגעים לממשל תאגידי, כאשר עוצמת הכללים תיגזר מעוצמת הפער בין הזכויות ההוןיות לזכויות ההצבעה של בעל השליטה, שכן פוטנציאל הנזק למשקיעים ולשוק במקרה של פער הוא גבוה יותר ככל שהפער הנו עמוק יותר.

לוח 2

מה המשמעות של הגדרת "חברת פער"?	
הצעת הוועדה	הצעת רשות ניירות ערך
<b>חברת פער</b> חברה ציבורית שבעל השליטה בה מחזיק בשרשור פחות מ-33% בהון בעיה:	<b>חברת פער</b> חברה ציבורית שבעל השליטה בה מחזיק בשרשור פחות מ-45% בהון <b>"חברת פער מהותית"</b> הפער בין הזכויות בהון לזכויות בהצבעה עולה על 20%
עפ"י הוועדה אין הבדל בין חברת שהפער בה הוא 10% לבין חברת שהפער הוא 50%	

משכך, אנו מציעים להגדיר שני סוגים של חברות פער באופן הבא:

**"חברת פער"** - חברה ציבורית בה יש בעל שליטה (שליטה כהגדרתה בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968) אשר מחזיק בשרשור פחות מ-45% בהון.

**"חברת פער מהותית"** - חברה ציבורית בה יש בעל שליטה (שליטה כהגדרתה בחוק ניירות ערך), אשר מחזיק בשרשור פחות מ-45%, בהון כאשר הפער בין זכויותיו בהון לזכויותיו בהצבעה עולה על 20%.

לגישתנו, יש להבטיח כי עצמאות הדירקטוריון תהיה גדולה יותר ככל שהפער בחברה הוא גבוה יותר, ולפיכך אנו מציעים לקבוע כדלקמן:

על חברה ציבורית בשכבה שנייה או שלישית, שהיא חברת פער, יחול הכלל הבא:  
 דירקטוריון החברה יכלול 1/3 דירקטורים חיצוניים. מינוי דירקטור חיצוני יהיה טעון אישור אסיפה כללית ובמניין הקולות לא יובאו בחשבון קולות בעל השליטה או מי שיש לו עניין אישי במינוי המועמד.

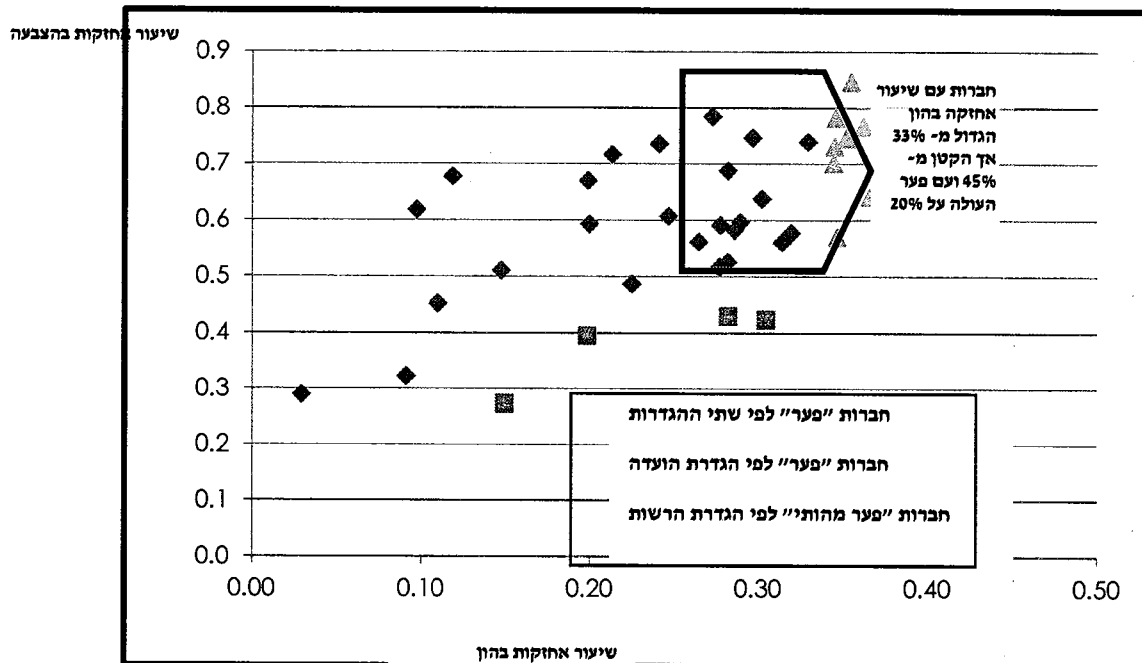
על חברה ציבורית בשכבה שנייה או שלישית, שהיא חברת פער מהותי, יחול הכלל הבא:  
 דירקטוריון החברה יכלול 1/3 דירקטורים חיצוניים ורוב דירקטורים בלתי תלויים. מינוי דירקטור חיצוני יהיה טעון אישור אסיפה כללית ובמניין הקולות לא יובאו בחשבון קולות בעל השליטה או מי שיש לו עניין אישי במינוי המועמד (לוח 3).

לוח 3

ממשל תאגידי					
הצעת הוועדה	הצעת רשות ניירות ערך				
<p><u>חברת "פער" בשכבה שנייה</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 1/3 דח"צים</li> </ul> <p><u>חברה בשכבה שלישית במבנה קיים</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• מספר דח"צים: "רוב פחות אחד"</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• יעוצות כללי המכשיל התאגידי תיגור מעצמות הפער בין הזכויות ההוןיות לזכויות ההצבעה של בעל השליטה:</li> </ul> <table> <tr> <th>חברת פער</th><th>חברת פער מהותי</th></tr> <tr> <td> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 1/3 דח"צים</li> <li>• רוב דירקטורים בלתי תלויים</li> </ul> </td><td> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 1/3 דח"צים</li> </ul> </td></tr> </table>	חברת פער	חברת פער מהותי	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1/3 דח"צים</li> <li>• רוב דירקטורים בלתי תלויים</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1/3 דח"צים</li> </ul>
חברת פער	חברת פער מהותי				
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1/3 דח"צים</li> <li>• רוב דירקטורים בלתי תלויים</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1/3 דח"צים</li> </ul>				

זאת ועוד, ההגדרה לחברת פער שהומלצה על ידי הוועדה, בשונה מההגדרה המוצעת על ידינו, אינה תופסת ברשתה מספר לא מועט של חברות ציבוריות וחברות אג"ח שממוקמות בשכבה השנייה בפירמידות קיימות, ומתקיים בהן פער בשל העובדה כי בעלי השליטה מחזיקים בין 33% ל-45% מהזכויות ההוןיות בחברה, כפי שניתן לראות בתרשים 2 להלן.

תרשים 2: מיזור החברות בשכבה שנייה לפי שיעור האחזקות בהון ושיעור האחזקות בזכויות ההצבעה של בעל השליטה.



תרשים 2 מתאר את החברות בשכבה השנייה בחלוקה לפי: קבוצת החברות הנכנסות להגדרת חברת פער לפי הצעת הועדה (אדום), קבוצת החברות הנכנסות להגדרת חברת פער לפי הצעת הרשות (ירוק) וקבוצת החברות הנמצאות בשתי ההגדרות (כחול). ניתן לראות שמספר משמעותי של החברות שראוי להחיל עליהן כללים נוקשים יותר של חברות פער מהותי, נכללות בהגדרת הרשות ואינן נכללות בהגדרת הועדה (למעט 4 חברות). דהיינו, עפ"י הגדרת הועדה, חברות אלה תהיינה פטורות מכללי ממשל תאגידי נוקשים יותר למרות שאין הצדקה לכך, בהתחשב בפער הגדול בין הזכויות בהון לבין זכויות ההצבעה שבידי בעל השליטה.

#### הרדמת זכויות ההצבעה במניות בעלי השליטה בתום תקופת המעבר

המלצה נוספת של הוועדה שאיננו מסכימים לה היא ההמלצה בנוגע לסנקציה שתחול במקרה שבו לא בוצע השינוי המבני כפי שמתחייב בתום תקופת המעבר של 4 שנים. בעניין זה הוועדה ממליצה כי בתום תקופת המעבר, מניות בעל השליטה בחברות שיוותרו בשכבה רביעית ואילך יועברו לידי נאמן. זהו פתרון בעייתי בעינינו.

ההמלצה להעביר את המניות לידי נאמן מעלה שאלות מורכבות באשר לאופן שבו תיבחר זהות הנאמן, למי תופנה חובת הנאמנות שלו, מה יהיו סמכויותיו לעניין אופן ההצבעה במניות ולעניין החלטה אם למכור מניות או לרכוש מניות, ועוד. ללא תשובות לשאלות אלה, לא ברור אם העברת המניות לידי נאמן אכן מנתקת את

בעל השליטה מהמניות. יצוין, כי מסיבה זו חוק ניירות ערך וחוק החברות רואים החזקה בידי נאמן כהחזקה משותפת.

לוח 4

<b>סנקציות</b>	
<b>השלכות אי-ביצוע השינוי המבני כמתחייב מהמלצות הוועדה, בתום תקופת המעבר</b>	
<b><u>הצעת רשות ניירות ערך</u></b>	<b><u>הצעת הוועדה</u></b>
הודעות וזכויות ההצבעה 'שכלולות' לסוגיות בעל השליטה	העברת מניות בעל השליטה לידי נאמן

לאור האמור אנו מציעים לנקוט פתרון שונה, אך כזה שעולה בקנה אחד עם מודלים שקיימים כבר היום בחוק החברות. לדעתנו, יש מקום לקבוע כי אם בתום תקופת המעבר לא יבוצע השינוי המבני המתחייב מהמלצות הוועדה, אזי זכויות ההצבעה הנלוות למניות בעל השליטה בשכבה הרביעית יורדמו. המשמעות היא שזכויות ההצבעה האפקטיביות של הציבור בחברה יגדלו, כל עוד בעל השליטה לא ידאג לביצוע השינוי המבני. פתרון ההרדמה קיים כבר היום בשורה של מצבים: למשל, כשבעל מניות רוכש מניות מעבר לשיעור הקבועים בד"מ מבלי לבצע הצעת רכש מיוחדת או הצעת רכש מלאה, או כשחברה בת רוכשת מניות של חברת אם. אנו סבורים כי נכון יהיה להתחבר לפתרון הרדמת המניות כפתרון יעיל גם לצורך הבטחת יישום המלצות הוועדה.

המלצותינו המפורטות לעיל גובשו בהתחשב בהשלכות הדרמטיות שעשויות להיות להמלצות הוועדה על שוק ההון ובהתחשב בעובדה שלא נמצאו עדויות בעולם לאימוץ המלצות מסוג זה. אנו מעריכים כי המלצותינו פשוטות יותר, משקפות איזון נכון ומידתי יותר, ומביאות בחשבון את העלויות הכרוכות ביישום ההמלצות עבור הסקטור העסקי מול התועלת שתצמח מיישומן למשקיעים ולשוק ההון בכללותו.

## רקע עיוני לעמדת המיעוט

כפי שעולה מהניתוח בדוח הביניים של הוועדה, מבנה אחזקות פרמידיאלי אינו בהכרח בעייתי. הבעיה היא השימוש שנעשה בו כדי להפריד בין ההשקעה ההונית של בעל השליטה (האינטרס הכלכלי שלו) לבין היכולת שלו לכוון את התנהלות החברה.<sup>3</sup> לדוגמא מצב בו יש פער (wedge) בין שיעורי ההחזקה בהון לשיעורי זכויות ההצבעה שבידי בעל השליטה. הפער משקף למעשה את הרמה שבה מינף בעל השליטה את ההון העצמי שלו לרכישת זכויות שליטה, ולכן אם יש שווי לשליטה (control value), בעל השליטה ישאף למקסם את הפער.<sup>4</sup> ככל שהפער גדול יותר, כך פוטנציאל ניגוד העניינים עולה ולמעשה יש גידול הן ביכולת הן באינטרס של בעל השליטה לנקוט צעדים שיפגעו בשווי החברה כגון **תיעול נכסים, נטילת סיכונים עודפים, הקצאת משאבים לא יעילה, ומינוי ותגמול הנהלה לקויה**.

**תיעול נכסים** – תיעול נכסים הוא העברה של משאבים מחברה ציבורית לידי בעל השליטה בה. תיעול נכסים יכול ללבוש מגוון רחב של צורות, חלקן חוקיות וחלקן לא. בחלק גדול מהשיטות הנכסים אינם מועברים הישר לכיסו של בעל השליטה אלא לחברה אחרת, ציבורית או פרטית, אשר נתונה בשליטתו. באופן טבעי תיעול נכסים מוריד את שווי החברה ובהתאמה גם את שווי המניות. לכן יעדיף בעל השליטה לתעל נכסים מחברה שבה זכותו על ההון נמוכה (להלן: "החברה המתועלת") לחברה שבה זכותו על ההון גבוהה (להלן: "חברת היעד"). במבנה שליטה פרמידיאלי משמעות הדבר היא שתיעול הנכסים ייעשה מחברות שבתחתית הפירמידה לחברות שבראשה.<sup>5</sup>

תיאורטית, בשוק הון יעיל, שיש בו אינפורמציה מלאה, מחיר מניית החברה המתועלת יכיל את עלות התיעול והמשקיע החיצוני לא ייפגע מתיעול הנכסים, אולם גם במצב זה אי-הוודאות המובנית בתיעול נכסים מוסיפה למעשה פרמיית סיכון נוספת להשקעה בשוק המניות. לכן ניתן לצפות שתיעול נכסים ירתיע משקיעים מהשקעה בשוק המניות וידכא את התפתחות שוק ההון.<sup>7</sup>

<sup>3</sup> ניתן לראות הפרדה כזו גם במצב קיצון של שליטה מבוזרת המכונה "שלטון מנהלים", שבה הכוח לכוון את מהלכי התאגיד נתון בידי המנהלים, אף שהזכויות ההוניות שבידיהם הן מעטות. יכולתם של מנהלים לעשות כן תלויה כמובן במידת ביצור השליטה (מפני השתלטות של גורם חיצוני).

<sup>4</sup> הפער מתקיים באופן טבעי בכל חברה ציבורית שבה לבעל השליטה יותר מ-50% מזכויות ההצבעה, שכן לבעל השליטה יכולת מובנית להכריע בכל הצבעה ולהביס כל ניסיון השתלטות, כלומר יש לו 100% שליטה, אך חלק מזכויות ההון נמצאות בידי בעלי מניות המיעוט. יתרה מזו, ישנם כלים רבים המאפשרים לבעל השליטה למקסם את שיעור ה-decoupling גם כשיש בידי אחוזי הון נמוכים בהרבה מ-4.50% המצב הקיצוני ביותר, ההחזקה של זכויות הצבעה בלא כל פוזיציה בהון, קרוי "הצבעה ריקה" (empty voting). במקרה זה בעל השליטה יכול למכור בחסר את מניות החברה ולהרוויח במישרין מירידה בערכה.

<sup>5</sup> S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, 'Tunneling', The American Economic Review, 90(2), Papers and Proceedings of the One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association, May, 2000, pp. 22-27

<sup>6</sup> M. Bertrand, P. Mehta and S. Mullainathan, 'Ferretting Out Tunneling: An Application To Indian Business Groups' The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, 117(1), February, 2002, pp. 121-148

<sup>7</sup> A. Dyck and L. Zingales, 'Private Benefits of Control: An International Comparison',

ישנן דוגמאות רבות לדרכים שבאמצעותן ניתן לבצע תיעול, כשבעל השליטה יכול לתעל נכסים באמצעות העברה ישירה לכיסו או לחברות שבבעלותו. ייתכן תיעול באמצעות הנפקה פרטית: החברה המתועלת מנפיקה ניירות ערך במחיר מוזל, והן נקנות על ידי בעל השליטה במישרין או באמצעות חברת היעד. ההפרש בין מחיר ההנפקה למחיר השוק מועבר למעשה מהחברה המתועלת לבעל השליטה.<sup>8</sup> דוגמה אחרת לתיעול היא באמצעות העברת נכסים בעסקאות בין החברה לבעל השליטה. בעל השליטה יכול להנחות את החברה המתועלת לרכוש ממנו או מחברת היעד מוצרים או שירותים במחיר הגבוה ממחיר השוק.<sup>9</sup> באופן דומה בעל השליטה יכול להלוות לחברה המתועלת הלוואות בעלים בריבית גבוהה ממחיר השוק. הקושי לקבוע את שיעור ריבית השוק להלוואות בלתי נזילות מעניק יתרון לשיטה זו שכן בעקבותיו קשה גם לזהות את תיעול הנכסים.<sup>10</sup> בעל השליטה יכול גם למנות את עצמו או את קרובי משפחתו לתפקידים בחברה המתועלת ולמשוך משכורות גבוהות שאינן הולמות. כמו כן בעל השליטה יכול לתגמל בעלי תפקידים אחרים בחברה המתועלת (מנכ"ל, חברי דירקטוריון ועוד) על נאמנותם לו ועל שיתוף הפעולה שלהם בפעולות תיעול הנכסים באמצעות מינוי בכירים אלה לתפקידים בחברה המתועלת ובחברת היעד. בעל השליטה יכול לתגמל אותם על עבודה בחברת היעד באמצעות משכורת מנופחת מהחברה המתועלת. נוסף על תיעול נכסים ישיר, בעל השליטה יכול להעביר נכסים בין החברות באמצעות בניית אסטרטגיה עסקית המפלה לרעה את החברה המתועלת לטובת חברת היעד.<sup>11</sup>

אסטרטגיה אחת לכך היא הפליה בהזדמנויות עסקיות. כאשר החברה המתועלת מזהה הזדמנות עסקית טובה, בין שמדובר בשוק חדש, בפיתוח טכנולוגיה חדשה או במיזם עסקי ספציפי, יעדיף בעל השליטה כי החברה המתועלת תוותר על ההזדמנות ותאפשר לחברת היעד לתפוס את מקומה. באופן זה חלק גדול יותר מהרווח הפוטנציאלי יעבור לכיסו של בעל השליטה.<sup>12</sup>

אסטרטגיה פוגענית אחרת היא מניעת תחרות. בעל השליטה יעדיף שחברות שבשליטתו לא יתחרו ביניהן, ובייחוד שחברה מתועלת לא תתחרה בחברת יעד. לכן החברה המתועלת תונחה שלא להיכנס לשווקים שבהם פועלת חברת יעד, או אף לסגת מהם. בשוק שמספר השחקנים בו קטן הדבר יכול לפגוע מאוד ברמת התחרותיות.

*Journal of Finance* 59, 2004, pp. 537–600

J. Baek, J. Kang and I. Lee, 'Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols', *Journal of Finance*, American Finance Association, 61(5), 2006, pp. 2415–2449

<sup>9</sup> Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer שם.

G. Jiang, C. Lee and H. Yue 'Tunneling Through Inter-Corporate Loans: The China Experience', *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 98(1), 2010, pp. 1–20

<sup>11</sup> בשווקים שבהם יש הגנה על מחזיקי מניות המיעוט, היכולת לתעל באמצעות עסקאות בעלי עניין היא מוגבלת, אולם כאשר קשה לקבוע את כדאיות העסקה או את מחיר השוק האמיתי שלה, ייתכן תיעול גם כשנתונות הגנות.

<sup>12</sup> R. Morck, D. Wolfenzon and B. Yeung, 'Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth', *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, 43(3), 2005, pp. 655–720

אינדיקציה לשיעורו של תיעול נכסים יכולה להיות גודל פרמיית השליטה. ככל שתיעול הנכסים נרחב יותר, כך הפער בין שווי החברה לבעל השליטה ובין שווי החברה לבעלי המניות האחרים גדל.<sup>13</sup>

בספרות האקדמית בעולם יש תיעוד ואפיון אמפירי לתיעול נכסים. כך למשל, במחקרם בחנו Bertrand, Paras & Sendhil כיצד משפיע שוק אקסוגני (זעזוע מן החוץ) חיובי בשווקים שחברות הנמצאות בתחתיתה של פירמידת שליטה שייכות אליהם, על רווחיותן של חברות הנמצאות בראש אותה הפירמידה, כאשר החברות אינן עוסקות באותו התחום. החוקרים מצאו כי זעזוע אקסוגני חיובי בחברה המתועלת הביא לעלייה ברווחיות חברת היעד גם כאשר החברות לא השתייכו לאותו הזעזוע וגם מעל לזכותה של חברת האם בדיבידנדים מהחברה המתועלת. יתרה מכך, נמצא שהגידול ברווחיות בחברת האם עקב הזעזוע היה יותר מכפול מהגידול בחברה המתועלת. כמו כן נמצא שעיקר התיעול התבצע בין חברות שבראש הפירמידה לחברות שבתחתיתה, בלא מעורבות של חברות בשלבי הביניים של הפירמידה. עוד נמצא שעיקר פעילות התיעול התקיימה כבר ברובד הרווח הלא תפעולי.<sup>14</sup> מחקרים רבים נוספים הציגו מקרים או שיטות ספציפיות לתיעול נכסים במדינות בהן ישנו שיעור גבוה של הפרדה בין הון לשליטה – דרום קוראה, צרפת, בלגיה, איטליה, הודו ורוב מדינות מזרח אסיה, ובהן סין וטייוואן.<sup>15 16 17 18</sup>

**מינוף** - אסטרטגיה אפשרית של קבוצת עסקים במהלך של התרחבות היא יצירת מינוף כפול. מינוף כפול הוא מהלך פיננסי שבו החברה האם לוקחת לעצמה הלוואה, ומשתמשת בכספי ההלוואה לצורך רכישת מניות בחברה הבת. לאחר מכן החברה האם משתמשת במניות החברה הבת כדי להשיג הלוואה נוספת, ומשתמשת ברווחי החברה הבת כדי לשרת את שני סוגי החוב. התוצאה של מהלך זה היא מינוף מוגבר.<sup>19</sup>

**נטילת סיכונים עודפים והקצאת משאבים לא יעילה** - נוסף על העיוות בהקצאת המקורות, העלול להיווצר עקב רצונו של בעל השליטה לתעל משאבים, קיומן של קבוצות העסקים יכול להביא להקצאה לא יעילה של משאבים גם בהיעדר תיעול. גם אם נניח שבעל השליטה מספק הגנה מושלמת לבעלי המניות, ונניח שאין

R. Albuquerque and E. Schroth, 'Quantifying Private Benefits of Control from a Structural Model of Block Trades', <sup>13</sup> Journal of Financial Economics, Elsevier, 96(1), 2010, pp. 33-55

M. Bertrand, M. Paras and M. Sendhil, 'Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups', The <sup>14</sup> Quarterly Journal of Economics, 117(1), Feb., 2002, pp. 121-148

J. Baek, J. Kang and I. Lee, 'Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean <sup>15</sup> Chaebols', Journal of Finance, American Finance Association, 61(5), 2006, pp. 2415-2449

G. Jiang, C. Lee and H. Yue, 'Tunneling Through Inter-Corporate Loans: The China experience', Journal of Financial <sup>16</sup> Economics, Elsevier, 98(1), 2010, pp. 1-20

K. Bae, J. Kang and J. Kim, 'Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups', The <sup>17</sup> Journal of Finance, 57, 2002, pp. 2695-2740

S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, 'Tunneling', The American Economic Review, 90(2), <sup>18</sup> Papers and Proceedings of the One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association, May, 2000, pp. 22-27

S. Ali Abbas and R. Espinoza, 'Evaluating the Success of Malaysia's Exchange Controls (1998-99)', Oxford <sup>19</sup> Development Studies, Taylor and Francis Journals, 34(2), 2006, pp. 151-191

מאמר זה מציג את המינוף הכפול כאחד הגורמים שתורמו לפגיעות השוק המאליזי לפני המשבר בדרום מזרח אסיה.

תופעה של תיעול נכסים, יש חשש שקיומן של קבוצות יביא להקצאה לא יעילה של הון במשק ולפגיעה בצמיחה.<sup>20</sup>

במקרים רבים יוכל בעל השליטה בקבוצה להשתמש בהלוואות, בהנפקות פרטיות ובעסקאות בעלי עניין כדי להעביר הון או חוב בין החברות השונות שבקבוצת העסקים וכך לקיים שוק הון פנימי. כפי שצוין לעיל, שוק הון פנימי זה יכול להיות מעוות עקב שיקולים של תיעול נכסים. ללא שיקולים אלה, שוק ההון הפנימי יהיה יעיל לחלוטין מאחר שבעל השליטה פותר את בעיית האינפורמציה שיש בין מלווה ללווה. ליעילות פנימית זו יכולות להיות השפעות מגוונות על יעילות המשק.

אם שוק ההון החיצוני אינו יעיל, כלומר אם עלות הביקורת מצד המלווים על לווים היא גבוהה, קיומם של שוקי הון פנימיים יתרום להתפתחות המשק. מחוץ לקבוצת העסקים עלות הביקורת הגבוהה מרתיעה את המלווים ונוצר מצב של השקעת חסר. בתוך קבוצת העסקים בעל הון יכול להשתמש בשוק ההון הפנימי כדי לנתב השקעות בתוך הקבוצה ולהשקיע ביעילות. מנגנון זה יכול לאפשר צמיחה והתפתחות גם במשקים שבהם שוקי ההון פגומים או חסרים. ניתן לראות אינדיקציה לכך בתפקיד החיוני שמילאו קבוצות עסקים בהתפתחות הראשונית של מדינות רבות.<sup>21</sup>

אם שוק ההון החיצוני יעיל לחלוטין, לקיומן של קבוצות בעלות שוק הון פנימי לא תהיה כל השפעה. בעל השליטה יהיה אדיש לבחירה בין השקעה בפרויקטים בתוך הקבוצה לבין השקעה בפרויקטים מחוץ לקבוצה, ולא תהיה כל השקעת חסר.

בין שני מצבים אלה (מחסור בשוק הון ושוק הון יעיל לחלוטין) קיים טווח שבו קיומן של קבוצות עסקים עלול להביא לאי-יעילות ברמת המשק. בהיעדר קבוצות עסקים, וכשעלות הביקורת בינונית, רוב הפרויקטים היעילים יצאו אל הפועל ורק פרויקטים אשר התשואה שלהם קטנה מעלות הביקורת לא יבוצעו. לעומת זאת, כשיש קבוצות עסקים, בעל השליטה יוציא אל הפועל תחילה את הפרויקטים שבהם אין לו עלות ביקורת – פרויקטים בתוך קבוצת העסקים, ורק לאחר שימוצו כל הפרויקטים הללו הוא יפנה משאבים לעבר פרויקטים חיצוניים. במצב זה פרויקטים "טובים" מחוץ לקבוצה עלולים להיזנח לטובת פרויקטים "בינוניים" (פרויקטים שבהם ה-NPV נמוך יותר) בתוך הקבוצה. התוצאה הסופית ברמת המשק תהיה הקצאה לא יעילה של הון, למרות ההנחה ששוק ההון הפנימי של קבוצות העסקים יעיל לחלוטין. מצב זה רק יחמיר אם נניח שיש יתרון לגודל בגיוס הון ושרוב ההון להשקעה בשוק מרוכז בידי מספר קטן של בעלי הון.<sup>22</sup>

מלבד ההשפעה השלילית הפוטנציאלית של קבוצות עסקים על רמת התשואה של בעלי מניות המיעוט, להפרדה בין בעלות לשליטה עלולה להיות השפעה שלילית על רמת הסיכון של בעלי מניות המיעוט.

H. Alemida and D. Wolfenzon, 'A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups', *The Journal of Finance*, 61, 2006, pp. 2637-2680<sup>20</sup>

T. Khanna and Y. Yafeh, 'Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?', *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, 45(2), 2007, pp. 331-372<sup>21</sup>

H. Almeida and D. Wolfenzon, 'Should Business Groups Be Dismantled? The Equilibrium Costs of Efficient Internal Capital Markets', *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 79(1), 2006, pp. 99-144<sup>22</sup>



רבות נכתב בספרות האקדמית על הקשר שבין תגמול מנהלים בחברות מבוזרות ובין נטילת סיכונים עודפים. הטענה הבסיסית היא שכאשר מנהל החברה מתוגמל באמצעות אופציות, פונקציית התגמול המצופה היא א-סימטרית: הרווח הפוטנציאלי של המנהל במקרה של הצלחה גדול במידה ניכרת מההפסד הפוטנציאלי במקרה של כישלון. לכן יבקש המנהל להעלות את רמת הסיכון של הפעילות למרב האפשרי כדי למקסם את תוחלת התועלת שלו.<sup>23 24 25</sup>

גם במקרה של בעלות מרוכזת, כאשר יש פער ניכר בין בעלות לשליטה, תהיה פונקציית התגמול הצפוי לבעל השליטה א-סימטרית. כאשר אחוזי הבעלות בהון של בעל השליטה נמוכים, הוא כמעט איננו חשוף להפסדי הון, ולכן כמעט לא ייפגע אם החברה תסבול הפסדים. לעומת זאת במקרה של הצלחה יוכל בעל השליטה לתעל את הרווחים לכיסו הפרטי. לכן נוצר מצב שבו הפוטנציאל לרווח של בעל השליטה במקרה של הצלחה גדול במידה ניכרת מהפוטנציאל להפסד במקרה של כישלון. לפיכך ישאף בעל השליטה לרכז את הסיכון בפעילות קבוצת העסקים באותן חברות שבהן שיעור ההחזקה שלו בהון הוא הנמוך ביותר. במצב זה בעל השליטה עלול ליטול סיכון עודף בידיעה שפוטנציאל ההפסד שלו מוגבל. במקרים שבהם פירמידות הן תופעה מאקרו-כלכלית, הדבר עלול להגביר את הסיכון המערכתי במשק.

במחקר על חברות החזקה בשוודיה נעשה ניסיון לבחון מדוע חברות החזקה שוודיות בשלבי הביניים של פירמידות שליטה שוות פחות מהמניות שבעלותן. להשפעה של תיעול נכסים יכלו החוקרים לתת במחקרם משקל נמוך משום שתופעה זו נפוצה פחות בשוודיה (כפי שניתן ללמוד מפרמיית השליטה הנמוכה במדינה) וגם משום שכפי שהראו מחקרים קודמים, החברות בשלבי הביניים של פירמידות השליטה חשופות פחות לתיעול נכסים. החוקרים טענו שעיקר ההפרש נובע מהאמונה של בעלי מניות בחברות אלה כי השקעות עתידיות של חברת ההחזקות ייבחרו על פי עלות הון נמוכה מעלות ההון בשאר המשק.<sup>26</sup>

במחקרם בחנו Gopalan, Nanda & Seru את שוקי ההון הפנימיים בהודו ומצאו כי בתוך קבוצות עסקים נפוצה התופעה של מתן הלוואות בריבית אפסית (בשנה ממוצעת סכום הלוואות אלה עמד על 242 מיליון רופי. אצל החברות הלוות היו הלוואות אלה 59% מה-EBIDTA<sup>27</sup>). מחקרם הראה שהלוואות אלה לא הועברו דווקא בין חברות בתחתית הפירמידה וחברות במעלה הפירמידה, ולכן ניתן להסיק שמטרתן העיקרית לא הייתה תיעול נכסים. על פי Gopalan, Nanda & Seru, עיקר ההלוואות נועדו לקיים חברות כושלות אשר עמדו לפני פשיטת רגל.<sup>28</sup>

<sup>23</sup> L. Bebchuk and J. Fried, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 2004

<sup>24</sup> B. Holmlstrom, 'Pay Without Performance and the Managerial Power Hypothesis: A Comment', *Journal of Corporation Law*, HeinOnline, 2004, pp.703-716

<sup>25</sup> G. Sanders and D. Hambrick, 'Swinging for the Fences: The Effects of CEO Stock Options on Company Risk Taking and Performance', *The Academy of Management Journal*, 50(5), 2007, pp. 1055-1078

<sup>26</sup> M. Holmén and P. Högfeldt, 'Pyramidal Discounts: Tunneling or Overinvestment?', *International Review of Finance Ltd.*, 9(1-2), 2009, pp. 133-175

<sup>27</sup> רווח לפני פחת, ריבית, מסים והפחתות.

<sup>28</sup> Gopalan, Radhakrishnan, Nanda, Vikram and Seru, Amit, 'Affiliated Firms and Financial Support: Evidence from Indian Business Groups', *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 86(3), 2007, pp. 759-795

המחקר האמפירי על השפעתן של אופציות על סיכון ארוך טווח עדיין בחיתוליו. עם זאת בתנאי מעבדה מצאו Lefebvre & Vieider שפרטים אשר תפקדו כמנהלים ותוגמלו באמצעות אופציות בחרו רמות סיכון גבוהות מהמיטביות לבעלי המניות.<sup>29</sup>

**איכות ההנהלה** - כאמור, תיאורטית בעלות מרוכזת אמורה לפתור את בעיית הסוכן שבין בעלי המניות להנהלה ולהבטיח שהנהלת החברה תפעל למקסום שווי מניות החברה, אך במבט מעמיק יותר, ככל שאחוזי ההון שבידי בעל השליטה מעטים יותר, כך יקטן התמריץ שלו להגדיל את שווי מניות החברה ולעומת זאת יגדל האינטרס שלו לנצל את השליטה למטרות אחרות (ראו לעיל "תיעול נכסים"). הדבר ישפיע גם על האופן שבו הוא יבחן את מנהלי החברה ויתגמל אותם. בעל שליטה, אשר העניין העיקרי שלו הוא בתיעול נכסים, עלול שלא לבחור להעסיק ולתגמל מנהלים על פי יכולתם להגדיל את שווי מניות החברה אלא על פי נאמנותם האישית אליו והסיוע שיעניקו לו בתיעול נכסים.

מקרה בולט של תופעה זו הוא כאשר בעל השליטה או בן משפחתו הם בעלי תפקיד בחברה. במצב זה ייתכן שהם לא יבחרו להחליף את עצמם באחרים ולוותר על השליטה והמשכורת שהחברה מעניקה להם גם כאשר הם אינם מתאימים לתפקיד. כשמדובר במינוי קרוב משפחה של בעל השליטה, ייתכן שהוא איננו האדם המתאים ביותר לתפקיד אלא ששיקולים אחרים הביאו למינויו.

מחקרים המתארים את איכות ההנהלה מצאו שגידול בפער בין בעלות לשליטה פוגע ברמת ההקפדה על איכות הנהלת החברה. במחקרו בחן Volpin את הקשר שבין מבנה השליטה לבין תגמול המנהלים באיטליה בתקופה שקדמה לרפורמות המשטר התאגידי של העשור האחרון. Volpin בחן את רגישות הקשר שבין ביצועי חברה לבין ההחלפה של הנהלתה, כלומר את מידת ההשפעה של ביצועי החברה על הסיכוי להחלפת הנהלתה. תוצאות המחקר הראו שחברות בבעלות ריכוזית הציגו רגישות גבוהה כאשר אחוזי ההון של בעל השליטה היו גבוהים. ככל שירדו אחוזי ההון של בעל השליטה, כך פחתה הרגישות, כלומר התרופף הקשר בין ביצועי החברה לסיכוי להחלפת המנהל. הרגישות הנמוכה ביותר נמצאה במקרים שבהם בעל השליטה או בן משפחתו היו מנהלי החברה. במחקר דומה הגיעו Brunello, Graziano & Parigi לתוצאות דומות.<sup>30 31</sup>

**התמדה** - רווחי בעל שליטה ריכוזי נובעים משני מרכיבים נפרדים – הרווחים הנובעים מהזכויות ההוןיות בחברה, והרווחים הנובעים מפרמיית השליטה. כאשר מבנה הבעלות הריכוזי אינו יעיל, עד כדי הורדת ערך החברה, שינוי של מבנה הבעלות עשוי להעלות את שווי החברה. עם זאת, מסיבות חוקיות, במהלך שינוי מבנה הבעלות רבה הסבירות שבעל השליטה לא יפוצה על פרמיית השליטה. לכן אבדן שווי הפרמיה מושת על בעל

<sup>29</sup> M. Lefebvre and F. Vieider, 'Reining in Excessive Risk Taking by Executives: Experimental Evidence', Working Papers 1006, Groupe d'Analyse et de Théorie Economique (GATE), Centre National de la Recherche Scientifique (CNRS), Université Lyon 2, Ecole Normale Supérieure, 2010

<sup>30</sup> P. Volpin, 'Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy', Journal of Financial Economics, Elsevier, 64(1), 2002, pp. 61-90

<sup>31</sup> G. Brunello, C. Graziano and B. Parigi, 'CEO Turnover in Insider-Dominated Boards: The Italian Case', Journal of Banking & Finance, Elsevier, 27(6), 2003, pp. 1027-1051

השליטה בלבד, ואילו עליית שווי החברה מתחלקת שווה בשווה בין כל בעלי המניות.<sup>32</sup> לפיכך ככל שהפער בין בעלות לשליטה גדל, וחלקו ההוני של בעל השליטה יורד, התמריץ של בעל השליטה להעלות את שווי הפירמה ולפגוע בפרמיית השליטה על ידי שינוי מבנה הבעלות בחברה מצטמצם, ולכן קבוצות עסקיות לא יעילות יתמידו במצבן הלא יעיל, גם אם צמצום או פירוק מבנה ההחזקה יכול להעלות את שווי החברה לטובת כל בעלי המניות.<sup>33 34</sup>

**רכישה והתרחבות** - לפער בין בעלות לשליטה תפקיד חשוב בקביעת מדיניות הרכישה וההתרחבות של קבוצות עסקים ופירמידות שליטה. השאיפה למקסם את יכולתו לתעל רווחים,<sup>35</sup> או הרצון להגדיל או להרחיב את היקף הקבוצה, עלולים לתמרץ את בעל השליטה לרכוש חברות חדשות, או להרחיב את פעילותן של חברות קיימות, גם כאשר הדבר איננו נושא עמו ערך מוסף (או אף מביא לאבדן ערך) לכלל בעלי המניות. במקרה של רכישת חברה, אבדן הערך לחברה הרוכשת ינבע מתשלום פרמיית השליטה. פרמיית השליטה, הסכום המשולם בעד מניות החברה הנרכשת מעל לשוויין בשוק, מבטאת גם את הערך של התועלות הללו לבעל השליטה. משמעות הדבר היא שבעלי מניות המיעוט בחברה הרוכשת משלמים בעד פרמיית השליטה אף שאינם מקבלים את תמורתה. אותו רווח עודף לבעל השליטה עלול לעודד אותו לבצע רכישות ולהרחיב את קבוצת העסקים גם כאשר אין לדבר היגיון כלכלי.<sup>36</sup>

כאשר עיקר החוב בקבוצת העסקים נמצא בחלקה העליון של הפירמידה הדבר עלול להוביל לחלוקת דיבידנדים עודפת. בעל השליטה עלול לשרת את החוב בראש הפירמידה באמצעות משיכת דיבידנד מחברות בתחתיתה. משמעות הדבר היא שמדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה הנרכשת נקבעת על פי אילוצי המימון

L. Bebchuk and M. Roe, 'A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance', *Stanford Law Review*, 52, No. 1, 1999, pp. 127-170

<sup>33</sup> עולה השאלה אם מצב זה יחול בכל סביבה משפטית ובכל סוג של תנאי שוק – אם החברה הלא יעילה תתמיד גם במצבים האפשריים האלה:

- רוכש חיצוני מציע הצעת רכש מפלה לטובת בעל השליטה – מצב שבו המציע יכול לפצות את בעל השליטה על אבדן פרמיית השליטה ולאחר מכן להנפיק מחדש את החברה במבנה בעלות אחר, יעיל יותר.

- בעל השליטה מחליט לקנות בעצמו את מניות החברה ולמחוק אותה ממסחר. במצב זה בעל השליטה אינו נאלץ לוותר על פרמיית השליטה וההצעה יכולה לצאת אל הפועל. הבעייתיות היא בכך שאם אין לבעל השליטה אפשרות להציע הצעת רכש מותנה (היוצאת אל הפועל רק אם כל בעלי המניות קיבלו אותה) או לכפות מכירה (squeeze out), יש סבירות שאותם בעלי מניות המסרבים להצעה, יזכו למחיר גבוה יותר בעתיד. לכן לבעלי המניות יש תמריץ לסרב להצעת הרכש והיא עשויה להיכשל.

- עולה השאלה אם תיעול הרווחים היוצר את פרמיית השליטה אינו מביא במרוצת הזמן לירידה בבסיס הערך אשר מאפשר את התיעול, ומכאן לירידה בפרמיית השליטה, עד לשלב שבו כדאי לבעל השליטה להסכים למכירת החברה.

<sup>34</sup> ממחקרו של קונסטנטין קוסנקו עולה כי קבוצות עסקים בישראל מתמידות על פני שנים וזאת למרות הפרמיה השלילית אשר הן מפעילות על מדד ה-Tobin's Q של החברות המשויות להן.

ק. קוסנקו, 'התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק', סדרת מאמרים לדיון 2008.02, אפריל 2008, מחלקת המחקר, בנק ישראל.

<sup>35</sup> בין שמדובר ברכישת חברות אשר קל יותר לתעל נכסים מהן, או בהרחבת בסיס הנכסים שניתן לתעל.

<sup>36</sup> K. Bae, J. Kang and J. Kim, 'Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups', *Journal of Finance*, American Finance Association, 57(6), 2002, pp. 2695-2740

של בעל השליטה, ולא על פי אפשרויות ההשקעה העומדות בפני החברה או מצבה הפיננסי. הדבר עלול להוביל לפגיעה בשווי החברה הנרכשת או לערעור יציבותה הפיננסית עקב קיטון יתר של ההון העצמי.<sup>37</sup>

נוסף על כך, יצירת פער בין בעלות לשליטה מאפשרת לבצר שליטה מבלי להגדיל את ההשקעה ההונית בהתאם.<sup>38</sup> כדי שיוכל ליהנות מיתרונות השליטה שברשותו בלא שיצטרך לחשוש מהשתלטות עוינת, בעל השליטה צריך לבצר את מעמדו אל מול בעלי מניות המיעוט. בעל שליטה המחזיק ביותר מ-50% מזכויות ההצבעה, מבטיח עצמו מפני השתלטות עוינת ומפני התגבשות של קואליציית שליטה של בעלי המניות האחרים. במצב בו יש פער בין יכול בעל השליטה להחזיק במעל 50% מזכויות ההצבעה מבלי להשקיע בקניית 50% מהזכויות ההוניות. למעשה הפער מאפשר קניה "זולה" של שליטה בחברות ובכך מקל על הכניסה וההתרחבות של בעל השליטה שווקים וענפים שונים.

**ממשק מרובה שווקים** - ממשק מרובה שווקים מתרחש כאשר אותם מתחרים נפגשים ביותר משוק מוצרים אחד. במצב זה, בהינתן ששווקי מוצרים אלה הם מעוטי מתחרים, העלות של הורדת מחיר והגברת התחרותיות בשוק בודד על ידי אחד החברים בו עולה בצורה משמעותית. זאת מאחר וגם אם לאותו שחקן בודד לכאורה רווחי להוריד מחירים בשוק אחד הוא יחשוש לעשות זאת עקב החשש כי מתחריו יפגעו ברווחיו בשווקים האחרים שבהם הם נפגשים. כתוצאה מכך, ככל שהפירמות נפגשות ביותר שווקים ממועטי מתחרים, ומועדים לקרטליזציה, כך נצפה לקרטליזציה גבוהה יותר בשווקים אלה.<sup>39</sup>

היכולת ליצור מבנים פירמדיאליים בהם קיים פער בין בעלות לשליטה מקלה על יצירת קבוצות עסקים במבנה פירמדיאלי, אשר עשויות להוות פלטפורמה נוחה ליצירת ממשק מרובה שווקים. בהינתן מספר קטן יחסית של קבוצות עסקים, קיימת הסתברות גבוהה יותר להיווצרות ממשק מרובה שווקים. ממשק מסוג אחר יכול להתרחש במצב בו קבוצה בודדת שולטת ברובו של שוק אחד ומרתיעה קבוצות אחרות מלהיכנס לשוק זה באמצעות איום בכניסה לשווקים בהם הקבוצות האחרות הן הגורם הדומיננטי. על פי מודל זה נצפה לראות כי הפעילות של קבוצות העסקים תתמקד בתחומים ממועטי תחרות.<sup>40</sup>

עיקר הספרות המקצועית בתחום עוסק בממשק מרובה-שווקים בתוך תחום תעשייה אחד, הפועל במספר אזורים גיאוגרפיים, או בין קבוצות גדולות עם מגוון תחומי עיסוק ותחומי חפיפה רבים. במחקרם בדקו Evans & Kessides את ההשפעה של ממשק מרובה-שווקים בין חברות תעופה בארה"ב ששירתו את אותן ערים ובאותם מסלולים על מחירי כרטיסי הטיסה, והראו שלמרות התחרות הרבה בתחום המחירים נשארים גבוהים. תופעה זו מוסברת לדעתם ע"י ה"הבלגה ההדדית" (Mutual forbearance), ו"חוק הזהב" בתעשיית

<sup>37</sup> בנייר עבודה מצאו Mertenes, De Jong, De Jong & Hege כי לרמת המינוף בפירמידת שליטה השפעה מובהקת וגבוהה על מדיניות חלוקת הדיבידנדים של החברות. A. De Jong, D. DeJong, G. Mertens and U. Hege, *Leverage in Pyramids: When Debt Leads to Higher Dividends*, ECGI - Finance Working Paper No. 261/2009, 2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1461492>

<sup>38</sup> R. Morck, D. Wolfenzon and B. Yeung, 'Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth', *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, 43(3), 2005, pp. 655-720

<sup>39</sup> D Bernheim and M Whinston, 'Multimarket Contact and Collusive Behavior', *RAND Journal of Economics*, The RAND Corporation, vol. 21(1), 1990, pp 1-26

<sup>40</sup> T Khanna and Y Yafeh, 'Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?', *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, vol. 45(2) 2007, pp 331-372

התעופה- חברות חייבות לנהוג ב"סובלנות" וב-"נימוס" אחת עם השנייה, כך שאף אחת מהן לא מעזה להוזיל מחירים בנתיב או עיר מסוימים, מחשש לתגובה של החברות האחרות, שעלולות להוריד מחיר בנתיב תעופה אחר בו חברות התעופה נפגשות. על כן, נשמר סטאטוס קוו שמונע מכוחות תחרותיים לפעול בתעשייה זו.<sup>41</sup>

---

<sup>41</sup> W Evans and I Kessides. *Living by the "Golden Rule": Multimarket Contact in the U.S. Airline Industry*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 109, No. 2 (May 1994), pp. 341-366

## הגדרות

גוף פיננסי: תאגיד בנקאי, סולק, מבטח, חברה מנהלת, מנהל קרן להשקעות משותפות בנאמנות, חברה להנפקת מוצרי מדדים או מנהל תיקים

גוף מוסדי: חברה המנהלת קופת גמל, לרבות קרן פנסיה, קרן השתלמות וקופת ביטוח; מבטח; וכן חברה המנהלת השקעות משותפות בנאמנות.

מנהל קופת גמל: חברה המנהלת קופת גמל, לרבות קרן פנסיה, קרן השתלמות וקופת ביטוח, למעט קופת גמל מבטיחת תשואה, וכן מבטח המנפיק פוליסת ביטוח חיים משותף ברווחים.

קבוצה עסקית: אשכול של חברות (ציבוריות ופרטיות) המנהלות פעילות עסקית במגוון שווקים, אשר נתונות לשליטה אדמיניסטרטיבית ופיננסית אחת וקשורות ביניהן בקשרי אמון הדדי, על בסיס רקע אישי או עסקי משותף.

תאגיד ריאלי: לרבות קבוצה עסקית.

## שליטה באמצעות מבנה אחזקות פירמידאלי

### 1. כללי

בישראל נפוצה אחזקה של חברות ציבוריות במבנה של קבוצה עסקית פירמידלית<sup>42</sup>. קבוצה עסקית היא אשכול של חברות (ציבוריות ופרטיות) המנהלות פעילות עסקית במגוון שווקים, אשר נתונות לשליטה אדמיניסטרטיבית ופיננסית אחת וקשורות ביניהן בקשרי אמון הדדי, על בסיס רקע אישי או עסקי משותף<sup>43</sup>. קבוצה עסקית פירמידלית (או "פירמידה") מתאפיינת בכך שהחברות בקבוצה העסקית מחזיקות אחת בשנייה

---

Kosenko, K. (2008), "Evolution of Business Groups in Israel: Their Impact at the Level of the Firm and the Economy", *Israel Economic Review*, 5/2, 55-93.

Kosenko, K. and Y. Yafeh (2010), "Business Groups in Israel", in: Colpan, A. Hikino, T. Linkoln (eds.), *Oxford Handbook of Business Groups*, Oxford, Oxford Press University, 459-485.

Granovetter, M. (2005). "Business Groups and Social Organization," in: N. Smelser and R. Swedberg (eds.), *The Handbook of Economic Sociology* (2nd Edition), Princeton University Press

במבנה אנכי מרובה-שכבות. לכל אחת מהחברות ניתן לזהות הן את בעל השליטה הישיר בה – לרוב, החברה המחזיקה באמצעי שליטה בהיקף גדול מספיק המאפשרת לה לשלוט לבדה – והן את בעל השליטה הסופי, השולט בכל התאגידים בקבוצה.

הכללת חברות ציבוריות במסגרת של קבוצה עסקית אינה טריוויאלית – תנאי מוקדם לכך הוא שיש לחברה הציבורית בעל שליטה מוגדר. תאגיד ציבורי מתאפיין בכך שמניותיו מוחזקות בידי מספר רב של בעלים, לעתים אלפים ויותר. מניות התאגיד מקנות למחזיקים בהן הן זכויות שליטה, לרוב באמצעות זכויות הצבעה באסיפת בעלי מניות, והן זכויות בהון החברה, הבא לידי ביטוי בזכות לחלק בתזרים המזומנים הנקי של החברה (המחולק לבעלי המניות באמצעות דיבידנדים)<sup>44</sup>. מבנה בעלות זה, בו לא ניתן לזהות בעל שליטה יחיד בחברה, מכונה בעלות מבוזרת, והוא נפוץ במיוחד בשווקים אנגלו-סאקסיים כגון ארה"ב ובריטניה. כאמור לעיל, על מנת שחברה ציבורית תהיה חלק מקבוצה עסקית, עליה להתאפיין במבנה בעלות המאפשר לזהות בעל שליטה יחיד שביכולתו לכוון את עסקיה. מבנה בעלות זה של חברה ציבוריות מכונה בעלות ריכוזית (concentrated ownership), והוא תנאי הכרחי לקיומה של קבוצה עסקית.

בישראל נפוצות במיוחד חברות ציבוריות המתאפיינות במבנה בעלות ריכוזי: חלק ניכר ממניות התאגיד מוחזק על-ידי בעל שליטה אחד (לפחות), בעוד יתר המניות נסחרות בבורסה. השולט בתאגיד מחזיק במניות בהיקף המאפשר לו לכוון את עסקי התאגיד לפי ראות עיניו, למשל באמצעות מינוי דירקטורים הנאמנים לו. 88% מהתאגידים הציבוריים הנסחרים בבורסה בתל אביב מוחזקים במבנה בעלות ריכוזית; נמצא כי השליטה בתאגיד הציבורי לא חייבת להיות מושגת באמצעות אחזקת רוב המניות – בכשליש מהתאגידים הציבוריים מושגת השליטה באמצעות אחזקת פחות ממחצית המניות. עוד נמצא כי כרבע מהחברות הציבוריות בישראל, המייצגות שווי שוק של 69% מסך שווי השוק של החברות הציבוריות הנסחרות בבורסה בתל אביב, נשלטות על-ידי 25 קבוצות עסקיות גדולות בנות שלוש חברות ציבוריות או יותר. מתוך אותן 25 קבוצות, 14 מתאפיינות במבנה אחזקות שבו 3 שכבות ויותר<sup>45</sup>. בהשוואה בינלאומית, ישראל יוצאת דופן הן בהיקף השליטה של הקבוצות העסקיות הגדולות במשק הישראלי<sup>46</sup> והן ב"עומק" הפירמידה הממוצע<sup>47</sup>.

## 2. כשלים

מבנה האחזקות של המשק הישראלי מביא לקיומן של מספר תופעות בלתי רצויות הנובעות מבעיות של ניגוד עניינים, מבעיות של ריכוזיות כלל-משקית ומבעיות של הקצאת המקורות במשק.

1. **ניגוד עניינים** – בכל מבנה אחזקות ריכוזי קיים ניגוד עניינים בין בעל השליטה, הפועל להגדיל את רווחיו מפעילות התאגיד במישרין או בעקיפין, לבין בעלי המניות האחרים המעוניינים ליהנות

<sup>44</sup> בהנחה שלא קיימים סוגים של מניות המעניקות לבעליהן זכויות שונות. הנפקת מניות מסוגים שונים נאסרה הלכה למעשה בשנות ה-90 בישראל.

<sup>45</sup> טיוטת המלצות – הוועדה להגברת התחרותיות במשק

<sup>46</sup> הוועדה להגברת התחרותיות במשק – המלצות סופיות והשלמה לדו"ח הביניים

<sup>47</sup> Masulis, R., Family Business Groups around the World: Costs and Benefits of Pyramids, with P. 47

Pham and J. Zein, forthcoming, Review of Financial Studies, 2011

מרווחים שמקורם באחזקותיהם הישירות בתאגיד. בעיה זו מתעצמת כאשר שיעור האחזקה של בעל השליטה בהון התאגיד נמוך משמעותית משיעור האחזקה שלו באמצעי השליטה כך ששליטתו בתאגיד מבוצרת ומקנה לו זכויות הצבעה הגבוהות מזכויותיו בהון, למשל באמצעות מבנה אחזקות פירמידלי<sup>48,49</sup>. להלן נקודות הכשל המרכזיות:

א. **בעיית הסוכן** נוצרת כאשר בעל השליטה, אשר ביכולתו לכוון את ענייני התאגיד, פועל למקסם את רווחיו האישיים מפעילות התאגיד, ולא להשיא את ערך התאגיד עבור כל בעלי המניות. לדוגמה, בעל השליטה יכול להחליט לבצע פעילויות שונות בחברות שונות בקבוצה העסקית על פי מידת החשיפה שלו לחברה – פעילות מסוכנת תבוצע על ידי חברה שבה בעל השליטה חשוף בהיקף הון נמוך לביצועיה, בעוד שבעלי המניות מקרב הציבור יהיו חשופים באופן מלא לאותה פעילות מסוכנת.

ב. **תיעול משאבים (Tunnelling)** הוא אמצעי המאפשר לבעל השליטה לנייד הון בין התאגידים השונים שבשליטתו על מנת להגדיל ככל הניתן את רווחיו מכלל הפעילות בקבוצה<sup>50</sup>. תיעול משאבים זה נעשה לרוב באמצעות עסקאות של התאגיד עם תאגידים אחרים הקשורים בבעל השליטה.

ג. **ממשק מרובה-שווקים (Multi-Market Contact)** הנו מצב שבו קבוצות עסקיות נפגשות בשני שווקים או יותר. על מנת להימנע מתחרות עזה שתפגע בשתי הקבוצות, עשוי להיווצר מצב שבו קבוצה אחת נמנעת מלהתחרות בקבוצה האחרת בשוק מסוים, כדי שהקבוצה האחרת לא תגיב במהלך תחרותי אגרסיבי בשוק אחר, בו לקבוצה פעילות משמעותית. כך נוצר מאזן כמו-קרטליסטי המאפשר לשמור על רמות מחירים גבוהות בשווקים הרלוונטיים<sup>51</sup>. המבנה הפירמידלי שבמסגרתו ניתן לשלוט בפעילות בהיקף נרחב ובאמצעות השקעה הונית מצומצמת הופך תרחיש מסוג זה לנפוץ יותר.

2. **השקעות לא יעילות** מתבצעות לרוב כאשר לא קיימים מנגנוני שוק חופשי המנתבים את האשראי והמשאבים האחרים במשק להשקעות יעילות יותר.

א. **שוק הון פנימי הקיים** בתוך הקבוצה העסקית מאפשר לבעל השליטה לנייד הון מחברה אחת שבשליטתו לחברה אחרת על מנת לבצע פעילות המצריכה שימוש באשראי או הגדלת הון. במידה שלא קיים תמחור-שוק לסיכוני האשראי הכרוכים בהשקעה, משום שההשקעה מושגת ממקורות פנימיים, ייתכן שההשקעה אינה מתומחרת כראוי, או שמבחינה משקית השקעות בחברות אחרות היו כדאיות יותר. זאת ועוד, ניווד המשאבים בתוך הקבוצה מונע את העברתם למתווכים פיננסיים הפועלים בשוק ההון שיכולתם לבחור השקעות יעילות טובה יותר ושבפניהם פרוסות הזדמנויות השקעה מגוונות יותר. כך, לדוגמה, חלק מהפעילויות של הקבוצות העסקיות הן פעילויות פיננסיות בעיקרן – רכישת אמצעי-שליטה בחברות, מבלי שלקבוצות העסקיות ישנו

<sup>48</sup> Bebchuk, L. et al, Stock Pyramids, Cross-ownership, and Dual Class Equity, Concentrated Corporate Ownership (R.Morck, ed.), 2000

<sup>49</sup> הפרדה בין זכויות הון ושליטה נעשתה בעבר באמצעות הנפקת מניות בעלות זכויות הצבעה שונות. הנפקה זו נאסרה למעשה במהלך שנות ה-90 וכיום הרוב המוחלט של התאגידים הציבוריים בישראל אינם מפיקים מניות בעלות זכויות הצבעה שונות. <sup>50</sup> Johnson, S. et al, "Tunneling," 90(2) American Economic Review Papers and Proceedings 22-27, 2000

<sup>51</sup> Bernheim, D.B., and M.D. Whinston (1990), "Multimarket Contact and Collusive Behavior", RAND Journal of Economics, 21(1), 1-26.



ערך מוסף כלשהו בניהול החברה – ובמקרה כזה, לעסקאות אין כל ערך מוסף לפעילות הכלכלית במשק, לצמיחה ולתעסוקה.

ב. **שרידות וחוסר-יעילות** – היכולת לנייד משאבים בתוך הפירמידה מאפשר לבעל השליטה בה לגנון על המשך קיומן של חברות בלתי-יעילות או הפסדיות, גם כאשר מנגנוני השוק היו מביאים לפירוקן בהיעדר תמיכת הקבוצה העסקית. כך משאבים בהיקף משמעותי עשויים להיות מושקעים באופן בלתי-כלכלי, כאשר קיימות חלופות טובות יותר להשקעה מחוץ לקבוצה העסקית שאינן זוכות להקצאת אשראי.

ג. **היעדר אפשרות להשתלטות על חברות (גם כאשר לבעל השליטה אחזקה בהיקף קטן בהון החברה)** – מבנה האחזקות הפירמידלי מאפשר לבעל השליטה להחזיק חברה בשליטה מבוצרת באמצעות הון מועט. במידה שאדם אחר מאמין כי ביכולתו להפיק מהחברה רווחים גבוהים יותר מביצועיה הנוכחיים, על אף האחזקות הנמוכות של בעל השליטה בהון החברה, אין באפשרותו להדיח את בעל השליטה הנוכחי באמצעות רכישת מניות צפות בשוק, עקב האחזקה הגדולה של בעל השליטה באמצעי השליטה בחברה.

3. **סיכון סיסטמי** נובע מקיומן של קבוצות עסקיות גדולות בשני אופנים<sup>52</sup>:

א. **קבוצה גדולה מכדי ליפול או מורכבת מכדי ליפול** היא קבוצה שפעילותה במשק, התחליפים לפעילותה והקשרים העסקיים והפיננסיים שלה עם גורמים רבים במשק מביאים לכך שכשל יציבותי שלה עשוי להביא לזליגה של הכשל והשלכותיו גם לצדדים שאינם קשורים ישירות בקבוצה העסקית, כמו למשל ספקים ולקוחות של החברות המסונפות, תאגידים פיננסיים לא קשורים שהקצו אשראי לקבוצה ועוד.

ב. **מינוף** הינו מאפיין מרכזי של הקבוצות העסקיות בישראל. חברות בקבוצות העסקיות נוטות להיות ממונפות יותר מאשר חברות ציבוריות שאינן שייכות לקבוצה עסקית. זאת ועוד, ריכוז אשראי בהיקף גדול בידי קבוצה עסקית אחת, שבה סיכוי גבוה להדבקה בין החברות בקבוצה במקרה של כשל פיננסי, מהווה סיכון ליציבות המערכת הפיננסית והמשק כולו.

### 3. **עיקרי המלצות הוועדה**

המלצות הוועדה בדו"ח הביניים כללו בעיקר כלי ממשל תאגידי חריפים ומורכבים שתפקידם היה להבטיח את עניינם של בעלי המניות בתאגיד שאינם קשורים עם בעל השליטה בו. במהלך השימועים שערכה הוועדה התקבל הרושם שאימוץ ההמלצות עשוי להביא לפגיעה של ממש בהתנהלותן השוטפת של חברות ציבוריות רבות, ולהביא להשלכות הבאות:

1. פגיעה משמעותית ביכולת הניהול השוטף של החברה ביום יום.
2. היעדר יכולת ורצון של בעלי המניות מקרב הציבור לקבל את ההחלטות המהותיות לניהול החברה.
3. ניגודי עניינים של בעלי המניות מקרב הציבור.
4. מורכבות הכללים המוצעים, העלולה לגרום לרתיעה מצד משקיעים בינלאומיים.

על כן בחרה הוועדה להמליץ על הצעדים הבאים:

<sup>52</sup> נספח 4.2 – עבודת מטה בנק ישראל – "סיכון מערכתי וקבוצות עסקיות פירמידליות", טיוטת המלצות – הוועדה להגברת התחרותיות במשק

1. איסור אחזקה של חברות ציבוריות במבנה העולה על שתי שכבות, ככל שמדובר במבנה אחזקות חדש.
2. איסור אחזקה של חברות ציבוריות במבנה העולה על שלוש שכבות, ככל שמדובר במבנה אחזקות קיים. כמו כן, תותר הנפקת חברה בשכבה השלישית באופן זמני, קרי לתקופה של שלוש שנים לכל היותר.
3. החלת כלי ממשל תאגידי חריפים יותר על "חברות פער", המוגדרות כחברות שבהן קיים בעל שליטה ושזכויותיו בהון החברה אינן עולות על 33% מסך תזרים המזומנים של החברה.

#### 4. התייחסות להמלצות הוועדה

קיימת תמימות-דעים באשר לתיאור הבעיה שהציגה הוועדה, הנתמכת בחוות דעתו של היועץ המקצועי של הוועדה ובספרות המקצועית בתחום זה. אולם קיים פער בין הגדרת הבעיה שהציגה הוועדה לבין הפתרון שבחרה ליישם, כמפורט להלן:

1. משום שקיימת הסכמה כי מבני האחזקה הענפים בישראל טומנים בחובם פוטנציאל לניגוד עניינים ולפגיעה במשק, ההחלטה לאסור על הקמה של מבנים חדשים כאלה נכונה. ואולם, הוועדה נותנת למעשה הכשר למבני האחזקה הקיימים, שיוכלו להמשיך להתקיים. ההסכמה להותיר מבנים קיימים על כנם ובלבד שלא יכללו למעלה משלוש שכבות סותרת את קביעת הוועדה שקיומם אינו רצוי. יתרה מכך, בפירמידה בעלת שלוש שכבות ניתן לשלוט בחברה השלישית באופן מבוזר באמצעות החזקה בהון של כ-12% בלבד – מצב בעייתי ביותר, בשל הכשלים שפורטו על-ידי הוועדה עצמה.
2. כאמצעי משלים להחלטת הוועדה שלא לטפל במבני האחזקה הקיימים בעלי שלוש שכבות, מבקשת הוועדה להחיל רגולציה חריפה יותר על חברות שבהן קיים פוטנציאל גדול יותר לניגוד עניינים. צעד זה מדגיש את חששה של הוועדה מהתממשות ניגודי העניינים האפשריים במבנה פירמידלי בעל שלוש שכבות, ומעלה תהיות נוספות באשר להחלטתה שלא לפעול לאסור את עצם קיומם של מבני האחזקות בעלי שלוש שכבות.
3. בהחלטתה לוותר על כלי הממשל התאגידי ככלי המרכזי לטיפול בבעיה, הוועדה בחרה בכלים פשוטים, ברורים וחדים לטיפול בשורש הבעיה שהגדירה. ההחלטה לחזור ולהשתמש בכל זאת בכלי ממשל תאגידי ובהגדרת "חברת פער" למניעת התממשות ניגודי העניינים בקבוצות העסקיות עומדת בסתירה להחלטה שנתקבלה לאחר השימועים. בנוסף, ככל הידוע לי, ההגדרה "חברת פער" אינה קיימת במדינות אחרות ועשויה ליצור קשיים עבור משקיעים זרים, שיעדיפו להימנע מהשקעה בתאגידים שהרגולציה החלה עליהם אינה מוכרת להם.
4. אני סבור כי ככלל, שינוי מבני פשוט, גם אם אינו אופטימלי, עדיף מכללי רגולציה מורכבים ומכבידים המייצרים נטל בירוקרטי ועלויות ניכרות, ויוצרים אי-ודאות רבה העלולה לפגוע בפעילות העסקית של החברות.
5. יישום המלצות הוועדה ייצור שני סוגים של קבוצות אחזקה: קבוצות "ותיקות" אשר להן אפשרות להחזיק חברות בשכבה שלישית הכפופות לכללי ממשל תאגידי מחמירים, וקבוצות "חדשות" אשר נאסר עליהן להקים חברות בשכבה השלישית. הדבר יוצר שני עיוותים מקבילים בהקצאת המקורות: איסור האחזקה מחד, וכללי הממשל התאגידי מאידך. משום ששתי המגבלות, שיחולו על קבוצות-מטרה שונות, אינן שקולות אחת לשנייה, וככל שהקבוצות מחזיקות חברות שיתחרו האחת בשנייה באותו שוק, הרי שתנאי התחרות לא יהיו שווים. בעניין זה אתייחס לדו"ח ועדת ברודט אשר המליץ לבטל הוראות "Grandfathering" אשר מיטיבות עם חברות מסוימות בהתאם למצבן בעת ביצוע

שינויי חקיקה – "הוועדה אינה רואה כל מקום להשאיר הוראות מסוג זה על כנן, בשל החשיבות בהתווית כללים, עקרונות וחוקים כלליים החלים על הכל באופן שווה"<sup>53</sup>.

## 5. המלצות

1. יש להגביל את כל מבני האחזקות במשק, לרבות מבני אחזקות קיימים, למבנה של שתי חברות ציבוריות בלבד<sup>54</sup>. כאמור, אני מסכים עם המלצת הוועדה לפיה מבני האחזקות הפירמידליים אינם רצויים. ואולם, אני סבור כי יש לפעול להפחתת מספר השכבות גם במבני אחזקה קיימים.

א. החשש כי קיפול השכבה השלישית במבני האחזקות הקיימים יביא לעלויות ניכרות למשק אינו נשען על קרקע יציבה. שווי השוק, נכון לתאריך 30.09.2011, של גרעיני השליטה בכל החברות הציבוריות בשכבה השלישית, עמד על כ-22 מיליארד ש"ח<sup>55</sup>. סכום זה דומה בהיקפו לסך ההפקדות שמפקיד הציבור למוצרי החיסכון הפנסיוני במשך שנה אחת בלבד. כמובן, היקף המכירות יכול להיות קטן יותר במידה שקבוצות עסקיות מסוימות תבחרנה למוג את החברות בשכבות התחתונות כלפי מעלה ולא למכור את אחזקותיהן, או לבצע את הקיפול באמצעות הקצאת מניות<sup>56</sup>.

ב. ככל שקיים חשש כי צפויים קשיים בהתארגנות מחדש במשק, למשל בשל זעזועים שליליים או מיתון כללי במשק, ניתן להחליק את ההתארגנות מחדש לאורך זמן באמצעות תנאי מעבר מתאימים.

2. יש להימנע מיצירת שני סוגים של רגולציה – רגולציה מקלה למבני-אחזקה קיימים ורגולציה מחמירה למבני-אחזקה חדשים. שוני זה בכללי הפיקוח בין מבני אחזקה קיימים לחדשים מייצר אפליה בין חברות במשק שלא ברורה ההצדקה לה לאורך זמן.

3. יש לאסור כליל קיום עסקאות בין תאגיד ציבורי לבעל השליטה בו ולצדדים הקשורים בבעל השליטה. הן הוועדה והן הספרות המקצועית בתחום קבעו כי האמצעי העיקרי שבאמצעותו בעל השליטה מנייד משאבים בתוך הקבוצה כדי למקסם את תועלתו, ואגב כך עשוי לפגוע בזכויות בעלי מניות מקרב הציבור בחברות הציבוריות, הוא באמצעות עסקאות בין חברות שבשליטתו. עסקאות אלה רבות ומגוונות והן כוללות מכירה וקנייה של נכסים ריאליים, פעילות עסקית, מתן וקניית שירותים, מתן וקבלת הלוואות, הקטנת והגדלת הון ותנאי שכר למנהלים. נקודת המוצא לדיון בעניין זה היא כי עסקה כזו טובה רק לבעל השליטה בתאגיד, ועל כן, יש לאסור לחלוטין ביצוע עסקאות כאלה. אמנם, פישוט מבנה הפירמידות יצמצם את מספר ההזדמנויות לביצוע עסקאות אלה, אך פוטנציאל כזה יהיה קיים באופן משמעותי גם במקרה של קבוצה עסקית הבנויה במבנה בן שכבה אחת.

במידה שניצבת בפני החברה הזדמנות לעסקה יעילה במיוחד, יש לאפשר לה לבצע את העסקה בכפוף לאישור בית המשפט הכלכלי שיבחן את העסקה ויקבע אם אכן קיימת בה תועלת מיוחדת המיטיבה עם כל בעלי המניות בחברה.

## 6. טענות והתייחסות

1. טענה – קושי בקיפול השכבה השלישית, בנוסף ליתר השכבות הקיימות בפירמידה.

<sup>53</sup> דו"ח ועדת ברודט – עמ' 14.

<sup>54</sup> המלצה זו עולה בקנה אחד עם המלצתו של היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לוסיאן בבצ'וק

<sup>55</sup> עיבוד של נתונים הנוגעים לשיעורי אחזקה, נכסים, התחייבויות ומינוף. הנתונים נכונים ל-30.09.2011. מקור: בנק ישראל

<sup>56</sup> למסקנה דומה הגיע היועץ המקצועי של הוועדה, פרופ' לוסיאן בבצ'וק, שפירט את הניתוח שביצע בדו"ח שצירף לדו"ח הוועדה.

מימוש הדרישה כי לא תתקיימנה קבוצות עסקיות בעלות שלוש שכבות ויותר יכולה להיעשות במספר דרכים:

- א. מכירת גרעיני השליטה בתאגידים בשכבה השלישית לידי חברה פרטית או הנפקתם לציבור. שווי השוק של כל גרעיני השליטה בחברות אלה עומד על כ-22 מיליארד ש"ח<sup>57</sup>.
- ב. מיזוג כל החברות בשכבה השלישית ומטה כלפי מעלה, אל תוך החברות שבשכבה השנייה.
- ג. הגדלת אחזקות בעל השליטה בתאגידים בשכבה השלישית ומטה עד למחיקתן ממסחר.
- ד. העלאות החברות לשכבה השנייה באמצעות הקצאת מניות.
- ה. כל שילוב בין האפשרויות הנ"ל.
- ו. בשל המינוף הגבוה של הקבוצות הגדולות (ובעיקר הגדולה שבהן), בעת האטה הן עשויות להיקלע לקשיים תזרימיים שבכל מקרה מובילים למכירת נכסים על מנת לעמוד בהתחייבויותיהן.

בהינתן המגוון הגדול של דרכים לצמצום עומק הקבוצות העסקיות, וכן ההיקף הכספי האמור של שווי גרעיני השליטה בחברות בשכבה השלישית, המשק הישראלי יוכל להתמודד עם היקף מכירות כאמור, בהינתן פרק זמן סביר להתארגנות ויצירת התנאים המתאימים כתוצאה מהקיפול. זאת ועוד, האפשרות שהשינויים במשק תעודדנה השקעות זרות לרכישת תאגידים ישראלים עומדת בעינה. יתרה מזאת, נכסים משמעותיים שמכירתם נדרשה בעקבות רפורמות רגולטוריות קודמות נמכרו בקלות רבה ותחת עודף ביקושים: הן הדרישה לפיצול התאגידים הריאליים מהבנקים ב-1996 והן הדרישה לפצל את קרנות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים ב-2005 נתקלו בהתרעות לפיהן יהיה קושי רב במכירת הנכסים. בשני המקרים ניתן פרק זמן ארוך למכירת הנכסים, ובשני המקרים נכסי הבנקים נמכרו בפרק זמן קצר, במחירים מצוינים למוכרים, ותוך השתתפות ערה של שחקנים בינלאומיים ברכישת הנכסים.

בנוסף, אציין כי המבנה הקיים מביא לרתיעה רבה של משקיעים בין-לאומיים מלהשקיע במשק הישראלי. בשיחות רבות שקיימתי עם גורמים בינלאומיים, לרבות עם קרן המטבע העולמית, הועלתה ביקורת רבה בנוגע למבנה זה והערכה כי פישוטו יוביל להגברת ההשקעות הזרות בישראל.

## 2. טענה - התארגנות מחדש עשויה לגרור מכירה בהולה של נכסים, תוך אבדן שווי לבעלי השליטה ולבעלי מניות אחרים. זאת, במיוחד לאור אי-הבהירות בכלכלה הישראלית והעולמית השורר בימים אלה.

חשש זה הנו לגיטימי, וגם במהלכים דומים בעבר הוחלט על ביצוע מכירת נכסים תוך מתן תקופת התארגנות נאותה שתאפשר לבצע את המכירה בתנאים נוחים הן למוכר והן לקונה. גם כאן, ככל שקיימים חששות מסוג זה, תקופת מעבר נאותה תאפשר את ביצוע שינויי האחזקות. בכל מקרה, חיכוכים בתקופת המעבר אינם עילה להימנע מלטפל בבעיה שעלויותיה המשקיות גבוהות.

## 3. טענה - איסור על קיום עסקאות עם בעל השליטה בתאגיד ימנע ביצוען של עסקאות המיטיבות עם התאגידים השונים בקבוצה העסקית, ובכלל זה עם בעלי מניות מקרב הציבור בתאגידים.

נקודת המוצא לגבי עסקאות מסוג זה הינה כי הן טובות רק לבעל השליטה. במידה שקיימות עסקאות, אשר לגביהן ניתן להוכיח מעבר לכל ספק כי הן אינן פוגעות בעניינם של המשקיעים בחברה, לרבות בעלי המניות מקרב הציבור בה, ניתן יהיה לאשר בהליך מהיר באמצעות פנייה לבית המשפט הכלכלי. ממילא,

<sup>57</sup> עיבוד של נתונים הנוגעים לשיעורי אחזקה, נכסים, התחייבויות ומינוף. הנתונים נכונים ל-30.09.2011. מקור: בנק ישראל

צמצום מספר השכבות בקבוצות העסקיות כמתחייב מהמלצותי יצמצם את מגוון ההזדמנויות לבצע עסקאות כאלה.

4. טענה - כללי הממשל התאגידי הקיימים כיום, המחייבים רוב בקרב בעלי המניות שאינם נגועים בעסקה, וכן כללים משלימים נוספים (מסוג "אמץ או גלה"), בכוחם למנוע עסקאות שאינן מיטיבות עם כלל המניות בחברה.

בעלי המניות מקרב הציבור חסרים את העניין והיכולת לנתח עסקאות אלו בשל פערי מידע מהותיים ביניהם לבין בעל השליטה והמשאבים שניתוח כזה מצריך. זאת ועוד, במחקר<sup>58</sup> שנערך על התנהגות הגופים המוסדיים בהצבעות בעלי מניות נמצא כי למעט במקרים מסוימים, הגופים המוסדיים נוטים לתמוך בהצעות החלטה המובאות לדיון על-ידי החברה, ממצא המטיל ספק ביכולתם לספק אמצעי בקרה מספיקים כנגד עושיק המיעוט. לעניין כלים מסוג "אמץ או גלה", בעל השליטה יכול להסביר בפשטות יחסית, תוך שהוא מתבסס על חוות דעת משפטיות וכלכליות, מדוע בחר שלא לאמץ את הפרקטיקה המומלצת בכלל הרלוונטי, כך שכללים אלה אינם יעילים.

5. טענה - קיימים יתרונות לקיומן של קבוצות עסקיות.

הספרות בתחום זה מכירה ביתרונותיהן של קבוצות עסקיות במשקים מתפתחים<sup>59</sup>. קבוצות עסקיות משמשות תחליף למוסדות חסרים או חלשים – בכך שהן מספקות לחברות בקבוצה העסקית אשראי, עובדים מיומנים, ודאות בעסקאות ויכולת לאכוף חוזים בין חברות בקבוצה, ועוד. קיומם של שוק הון מפותח, של מערכת בתי משפט תקינה ושל שוק עבודה דינמי, כמו אלה הקיימים בישראל, מיתרים את היתרונות הגלומים בקבוצות העסקיות<sup>60</sup>. בכל מקרה, על אף האמור, לא נמצאו יתרונות כלשהם למבנה הפירמידלי המאפיין קבוצות עסקיות מסוימות בישראל ובמדינות נוספות.

58 Yaffe, Y. and Hamdani, A, "Institutional Investors as Minority Shareholders", Forthcoming, Review of Finance.

59 Khanna, T and Y. Yafeh. et al., Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?, Journal of Economic Literature, 2007.

60 הוועדה להגברת התחרותיות במשק – המלצות סופיות והשלמה לדו"ח הביניים

## הפרדת תאגידים ריאליים ופיננסיים

### 1. כללי

לגופים הפיננסיים תפקיד מכריע וחיוני ביותר בניהול הכלכלה המודרנית. גופים פיננסיים מקצים כספים ממקומות שיש בהם עודפי היצע למגוון יעדים שיש בהם עודפי ביקוש, וביניהם גופים ריאליים. מערכת פיננסית אופטימאלית תקצה אשראי והון באופן יעיל, וככזו היא מהווה תשתית חיונית והכרחית למשק.

על מנת שמערכת פיננסית בשוק מודרני תפעל באופן יעיל, יש לשאוף לכך שמקבלי ההחלטות בגופים פיננסיים יפעלו באופן ששיא את התשואה של החוסכים או המפקידים, בהתאם לפרופיל הסיכון הרצוי להם. לפיכך, האובייקטיביות של מקבלי ההחלטות בגופים פיננסיים, בבואם לבחון חלופות להקצאת ההון המנוהל על ידם ליחידות הגירעון במשק, הכרחית. אובייקטיביות בהקצאת האשראי במשק עשויה להיפגע כאשר ללווה ישנה השפעה מהותית על הקצאת ההון המנוהל על ידי גוף פיננסי.

בישראל נשלטים גופים פיננסיים וגופים ריאליים על ידי אותו בעל שליטה סופי. שליטה זו יכולה להתקיים הן באמצעות שליטה של אותו בעל שליטה סופי בגוף ריאלי ובגוף שאינו ריאלי והן על ידי שליטה של גוף ריאלי ישירות בגוף פיננסי. שליטה של תאגיד פיננסי בתאגיד ריאלי אסורה על פי חוק<sup>61</sup>, ואף שאיסור זה בנוגע לבנקים נקבע ממניעים הדומים בעיקרם לאלה שיפורטו להלן<sup>62</sup>, אין מגבלה על שליטה מקבילה בגוף פיננסי ובגוף ריאלי.

### 2. כשלים

המצב הקיים מהווה פוטנציאל לניגודי עניינים בין בעל השליטה הסופי המחזיק בגוף ריאלי ופיננסי לבין יתר בעלי העניין בגופים פיננסיים ובניהם בעלי המניות, וכן משקי בית שחשכונותיהם ופיקדונותיהם מנוהלים במסגרת גוף פיננסי בשליטה משותפת. הפוטנציאל לניגוד עניינים הגלום במצב הקיים, עלול להוביל בין היתר להתממשות הכשלים המפורטים מטה<sup>63</sup>:

1. **פגיעה ביעילות הקצאת האשראי במשק ובתחרותיות** בכך שהתאגיד הפיננסי עשוי להקצות אשראי על פי שיקולי השאת התועלת לבעל השליטה בו ולא על פי שיקולי כדאיות כלכליות, כמפורט להלן:

- א. נגישות טובה יותר לאשראי לגוף הריאלי השולט בגוף הפיננסי.
- ב. הגבלת נגישות אשראי למתחריו של הגוף הריאלי.
- ג. זליגת מידע על המתחרים כתוצאה מחשיפתם לגוף הפיננסי.

<sup>61</sup> לעניין שליטת בנקים בגופים ריאליים – ע"פ חוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981; לעניין אחזקות קופות גמל – ע"פ תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964; לעניין אחזקות חברות ביטוח – ע"פ תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו), התשס"א-2001.

<sup>62</sup> דין וחשבון הוועדה לבחינת ההיבטים של אחזקות בנקים בתאגידים ריאליים, משרד האוצר, 1995 ("דו"ח ועדת ברודט").

<sup>63</sup> דו"ח היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לוסיאן בבצ'וק.

בעיה זו מוחרפת לאור ריכוזיותו של שוק ההון הישראלי, בו מספר מצומצם של בנקים וגופים מוסדיים האמונים על הקצאת כלל האשראי במשק. למשל, אחזקה של בנק גדול בתאגיד פלוני מונעת ממתחריו של אותו תאגיד לפנות לבנק הגדול בבקשה לקבלת אשראי, עובדה המצמצמת את מקורות האשראי העומדים לרשותם ופוגעת ביכולתם להתחרות בשוק הרלוונטי<sup>64</sup>.

2. **פגיעה בציבור החוסכים ובנכסי התאגידים הפיננסיים** במקרה בו גוף פיננסי מקצה לגופים הריאליים הקשורים בו אשראי בפרמיה שאינה משקפת את רמת הסיכון ואת פרופיל ההשקעה הרצוי ליחידות העודף, בכך שהוא עשוי למנוע הקצאת אשראי ממתחריו של הגוף הריאלי, גם כאשר מדובר בהזדמנויות השקעה כדאיות; ובכך שהוא אינו אוכף את זכויותיו כנושה במקרים בהם קיימת עילה לשינוי בתנאי האשראי. בנוסף, תיתכן תופעה של מתן אשראי מקביל בין הקבוצות.

### 3. עיקרי המלצות הוועדה

הוועדה סברה כי, אף שבישראל קיימת מערכת פיקוח ענפה, מורכבת ויעילה למדי, נראה כי ניגודי העניינים המובנים הם כאלה שפיקוח חיצוני על התאגידים הנוגעים בדבר לא ימנע אותם בצורה יעילה, ועל כן יש לפעול להפרדת התאגידים הריאליים והגופים הפיננסיים. מנגד, בחרה הוועדה לפעול להפרדה כאמור רק במקרים שבהם סברה כי החשש לפגיעה בתחרות, ביציבות ובמשקיעים משמעותית ברמת המשק, ולכן המליצה כדלקמן:

1. לא יוחזק תאגיד פיננסי משמעותי – כלומר, תאגיד המקצה לפחות 40 מיליארד ש"ח אשראי מקומי – בתאגיד ריאלי משמעותי – כלומר, תאגיד הנוטל לפחות 6 מיליארד ש"ח אשראי ממקורות ישראליים, או שסך מכירותיו בישראל עולה על 6 מיליארד ש"ח. לעניין תאגיד שהיה תאגיד ריאלי משמעותי טרם מועד החלת המלצה זו, מחזור המכירות שלו בישראל לא יעלה על 7.5 מיליארד ש"ח וכך גם האשראי הקובע שלו.
2. לא ישלט בתאגיד פיננסי משמעותי שאינו בנק מי ששולט בבנק.
3. לא תותר כהונת דירקטורים הן בתאגידים ריאליים משמעותיים והן בתאגידים פיננסיים משמעותיים. כמו כן תיאסר כהונת דירקטורים בתאגידים פיננסיים שאינם בנק ובבנק.

### 4. התייחסות להמלצות הוועדה

אני שותף לגישת הוועדה לפיה מערכת הפיקוח בישראל לא תהיה אפקטיבית בכדי להתמודד עם הפוטנציאל לניגודי העניינים הגלום בשליטה משותפת בגופים פיננסיים ובתאגידים ריאליים, ועל כן יש לפעול להפרדתם. עם זאת, איני שותף להחלטת הוועדה לפעול להפרדה בהתאם לתנאי הסף שנקבעו על ידה, הן לתאגיד ריאלי והן לגוף פיננסי משמעותי ולהגדרה ההומוגנית בכלל הקשור לגוף פיננסי ולגוף ריאלי, וזאת מן הטעמים המפורטים מטה:

<sup>64</sup> לכך התייחס דודי וייסמן בוועידת הנשיא בשנת 2011, בה טען כי בהיותו מבעלי השליטה בקבוצת דור-אלון, הוא ניצב בפני שוק אשראי מצומצם, שכן לשניים מחמשת הבנקים הגדולים בישראל היו בשעתו אחזקות משמעותיות בחברה גדולה בה הוא מתחרה.

1. הספים שנקבעו על ידי הוועדה ימנעו מ-16 קבוצות עסקיות להחזיק בפעילות פיננסית משמעותית, ומ-13 גופים פיננסיים, מתוכם 5 בנקים ו-8 תאגידים פיננסיים אחרים, מלהיות מוחזקים על-ידי תאגידים ריאליים משמעותיים; זאת, מתוך 66 גופים פיננסיים בסך הכל<sup>65</sup>.
2. הספים שנקבעו על ידי הוועדה מאפשרים קומבינציות שליטה שהשפעותיהן המשקיות השליליות עשויות להיות חריפות יותר ביחס לקומבינציות שליטה עליהן המליצה הוועדה לאסור. לדוגמה, ייתכן מצב שבו תאגיד פיננסי המקצה אשראי בשווי 300 מיליארד ש"ח, המחזיק בפעילות ריאלית בהיקף של 5.5 מיליארד ש"ח ובנתח שוק משמעותי המבטא כוח שוק מוגבר בענף הריאלי בו הוא פועל, ומצב זה לא ייאסר על-פי הרגולציה המוצעת<sup>66</sup>.
3. הוועדה התייחסה לגופים פיננסיים כמקשה אחת וזאת על אף ההבדלים המהותיים הגלומים בין מנהלי קופות הגמל לגופים הפיננסיים האחרים.
4. המלצות הוועדה שמרניות יותר מהצעדים שנקטו בעקבות המלצות ועדת ברודט בשנת 1995, שהמליצה לאסור אחזקת אמצעי שליטה בפעילות ריאלית על ידי בנקים לכל הבנקים ולכל התאגידים הריאליים, בלי קשר לגודלם – "הוועדה ממליצה לקבוע קביעה ברורה לפיה תאגיד בנקאי לא יורשה לשלוט בתאגידים ריאליים – לבדו או ביחד עם אחרים, יהיה שיעור אחזקותיו בתאגיד כאשר יהיה"<sup>67</sup>.
5. המלצות הוועדה מתייחסות לגודלו של התאגיד הריאלי במשק, אך נעדרת מהמלצותיה התייחסות למשקלו של התאגיד בענף מסוים. תאגיד המחזיק נתח שוק משמעותי מענף כלשהו, ושביכולתו גם לקבל אשראי בתנאים מועדפים, מחזיק כך ביתרון תחרותי בלתי-הוגן על מתחריו, וכך עשויה להיפגע התחרות בענף.

## 5. המלצות

יצירת תשתית איתנה לכך שהמערכת הפיננסית בישראל תפעל במעטפת הממוזערת את פוטנציאל ניגוד העניינים, ובכך פעילותם של הגופים הפיננסיים תוכתב ברובה המוחלט משיקולי סיכון-תשואה, עמדה אל מול עייני בעת גיבוש ההמלצות המפורטת מטה. מטרה זו נבחנה לצד ההבנה כי הכרח הוא למצוא את האיזון הנכון בין הגדרת הספים שמתחתם תתאפשר שליטה משותפת. ההיגיון המסדר להגדרת ספים כאמור מתעורר כאשר פוטנציאל הנזק של איסור שליטה משותפת עשוי להיות גדול מהתועלת הטמונה באיסור זה. מעבר לאמור וכמפורט מטה בחרתי שלא להתייחס לגופים פיננסיים וריאליים כמקשה אחת וזאת כתשתית להצעת פתרונות שונים לגופים פיננסיים וריאליים, השונים לתפיסתי באופן מהותי זה מזה. להלן עמדתי:

1. **איסור אחזקה של מנהלי קופות גמל בידי מי ששולט בפעילות ריאלית**<sup>68</sup>. גופים אלה אינם נסמכים על הונם העצמי כדי להבטיח את יציבותם, ולכן במקרה של תאגידים אלה ישנה חשיבות מועטה להיקף המשאבים העומדים לרשות בעל השליטה; מנגד, משום שבעלי השליטה בתאגידים אלה אינם חשופים באופן ישיר לביצועיהם של התאגידים הפיננסיים, הפוטנציאל לניגוד עניינים בין בעל השליטה בתאגיד לבין החוסכים באמצעותו גדול אף יותר.

<sup>65</sup> דו"ח היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לוסיאן בבצ'וק.

<sup>66</sup> דו"ח היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לוסיאן בבצ'וק.

<sup>67</sup> דו"ח ועדת ברודט – עמ' 14.

<sup>68</sup> המלצה זו עולה בקנה אחד עם המלצתו של היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לוסיאן בבצ'וק.



2. לא יוחזק תאגיד פיננסי משמעותי<sup>69</sup> – כלומר, תאגיד המקצה לפחות 40 מיליארד ש"ח אשראי מקומי – בתאגיד ריאלי משמעותי – כלומר, תאגיד הנוטל לפחות 3 מיליארד ש"ח אשראי ממקורות ישראליים, או שסך מכירותיו בישראל עולה על 3 מיליארד ש"ח<sup>70</sup>. רווחיהם של בנק או חברת ביטוח מושפעים במידה רבה מיעילות הקצאת האשראי שברשותם, יציבותם של גופים אלה תלויה באופן ישיר באופן שבו מנוהלות השקעותיהם ומשום שבעתות משבר על בעל השליטה לסייע ליציבות הבנק או חברת הביטוח באמצעות הזרמת הון ממקורותיו הפרטיים. לפיכך, קיימים יתרונות מסוימים לאחזקה של בנק או חברת ביטוח בידי בעל שליטה אשר לו גישה למקורות הון נוספים. על כן, אני סבור שיש להתיר אחזקה של בנקים וחברות ביטוח על ידי קבוצה עסקית שסך מכירותיה בישראל או סך האשראי המקומי שהיא נוטלת עומד על לא יותר מ-3 מיליארד ש"ח. מגבלה זו נותנת מענה לבעיה אותה הגדיר היועץ המומחה לוועדה בנוגע לקומבינציות של, לדוגמא, תאגיד פיננסי המקצה אשראי בשווי הגבוה פי 4 מהסך שנקבע, אך היקף פעילותו הריאלית נמוכה אך במקצת מסך 6 מיליארד ש"ח עליו המליצה הוועדה, ומבטאת היקף פעילות גדול ומהותי.

בנוסף, אני שותף להחלטת הוועדה לבצע הבחנה בקביעת הספים בין גופים ריאליים שכבר כיום נשלטים על ידי מי ששולט בתאגיד פיננסי, לבין גופים ריאליים שרק בעתיד יישלטו על ידי מי ששולט בתאגיד פיננסי, משום שהחלטה זו פוגעת בעקרון הפשטות. כאמור לעיל, ועדת ברודט מצאה גם היא כי אין מקום להחריג חברות קיימות מתחולת הרגולציה החדשה אם הן אינן עולות בקנה אחד עם המצב הרצוי אליו מכוונת הוועדה.

3. יש לאסור אחזקה של תאגיד פיננסי בידי מי שמחזיק ביותר מ-30% מתת-ענף שאינו פיננסי<sup>71</sup>. יכולתו של שחקן משמעותי בענף נתון להשפיע על מידת התחרותיות בשוק גבוהה ממילא; פוטנציאל הפגיעה בתחרות במצב בו בעל השליטה בתאגיד דומיננטי בשוק ריאלי שולט גם בתאגיד פיננסי משמעותי יותר.

#### 6. טענות והתייחסות

1. טענה – החובה למכור תאגידים פיננסיים וואו ריאליים אינה מציאותית משום שלא ימצאו קונים לתאגידים אלו, ולראיה – תאגידים פיננסיים אחדים מוצעים למכירה זה זמן רב מבלי שנמצא להם קונה.

א. בעלי השליטה יכולים למכור את אחזקותיהם לציבור באמצעות הנפקת מניותיהם בשוק ההון, וזאת כתחליף למכירת זכויות השליטה כמקשה אחת. בנוסף, ניתן לעניין בהשקעות אלו משקיעים זרים.

<sup>69</sup> למעט מנהל קופת גמל – כאמור בסעיף 1.

<sup>70</sup> נוסח ההמלצה נשמר במתכונת שניסחה הוועדה. בעת ניסוח החקיקה, מומלץ לקבוע את המגבלות כשיעור קבוע מהתוצר העסקי, על מנת שהמגבלות תישארה רלוונטיות לאורך זמן, בהינתן הן שינויים בתוצר והן שינויים במחירים.

<sup>71</sup> לעניין זה, תת ענף – סיווג ארבע-ספרתי כהגדרתו בסיווג האחד של ענפי הכלכלה, כפי שמפרסמת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

- ב. בעקבות מסקנות ועדת בכר, שהורתה לבנקים למכור את אחזקותיהם בתאגידים פיננסיים, ניתנו חמש שנים כתקופת מעבר לצורך ביצוע מכירות אלו. בפועל, נדרשה תקופה קצרה משמעותית לצורך מכירת כלל האחזקות, ובמחירים גבוהים שביטאו רווחים נאים לבנקים. בנוסף, גם בעקבות מסקנות ועדת ברודט עלתה טענה זו ולמרות זאת נמכרו אחזקות בהיקפים משמעותיים בהרבה ומעבר למגבלות שהוטלו שכללו חברות כגון כלל, כור, אמפא ועוד.
- ג. האחזקה בתאגידים אינה בשיעור של 100% אלא מבצרת שליטה באחוזים נמוכים בהרבה. לפיכך היקף ההון שיימכר מבטא שיעור נמוך מסך שוק ההון הישראלי.

**2. טענה – הפרדה מסוג זה היא דרקונית ותקדימית בקנה מידה עולמי ועל כן מדובר בפגיעה לא פרופורציונאלית בזכויותיהם של בעלי השליטה בתאגידים הפיננסיים.**

- א. להלן שתי דוגמאות למדינות בהן קיימות מגבלות כאמור:
- בארה"ב לחברות המחזיקות שליטה בבנק<sup>72</sup> אסור לפעול בתחום המסחר או בכל פעילות אחרת שאינה בנקאית, פרט לרשימה סגורה של פעילויות, המוגדרות על ידי הרגולטור כבעלות זיקה חזקה לפעילות בנקאית.<sup>73</sup>
  - בקנדה אינו מתיר קיומו של גרעין שליטה בבנק, ויתרה מכך – הוא מונע מאדם או מישות יחידה להיות בעל מניות מהותי בבנק.<sup>74</sup>
- ב. המערכת הפיננסית הישראלית ריכוזית מאוד ולכן השלכות הכשלים שפורטו משמעותיים בהרבה ביחס למדינות אחרות בהן ישנה מערכת פיננסית מבוזרת בהרבה.

**3. טענה – ההמלצות תפגענה בזכויותיהם הקנייניות של בעלי השליטה ובציפיותיהם לרווחים עתידיים.**

הוראות המעבר המשמעותיות, המגדירות תקופת מעבר במהלכה בעל השליטה יכול לארגן מחדש את אחזקותיו לצורך עמידה במגבלות, מאפשרות לבעל השליטה להשיג שווי הוגן כנגד מכירת אחזקותיו, ותוך הימנעות מהפסדי הון שהיו יכולים להתרחש במכירה בהולה אילולא הייתה ניתנת תקופת המעבר. במידה ולבעל השליטה ישנם תועלות אישיות משליטה כאמור, אכן תועלות אלו יפגעו כתוצאה מההפרדה המוצעת. אך אין בכך פגיעה משקית אלא ההיפך הגמור – במידה ותועלות אישיות אלו נובעות מרווחים הנלווים לעיוות החלטות השקעה והקצאת אשראי, מניעת תועלות אישיות אלו תביא אף לתועלת משקית.<sup>75</sup>

**4. טענה – המלצות אלו יפגעו באפשרות בעל השליטה למכור את השליטה לקבוצה עסקית אחרת שהייתה מוכנה לשלם פרמיה גבוהה עבור השליטה.**

הסיבה העיקרית לכך שקבוצות עסקיות גדולות מוכנות לשלם פרמיית שליטה הגבוהה ממחיר השוק נובעת מכך שהשליטה תאפשר לקבוצה להסיט ערך באופן שיאפשר להן להנות מתועלות אישיות. האופן

<sup>72</sup> Bank Holding Company

<sup>73</sup> דו"ח היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לוסיאן בבציוק.

<sup>74</sup> דו"ח היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לוסיאן בבציוק.

<sup>75</sup> דו"ח היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לוסיאן בבציוק.

שבו בעל השליטה הנוכחי מתמחר את פרמיית השליטה נובע מהיוון התועלות האישיות הצומחות לו מהשליטה אך כפי שאוזכר לעיל, אין לראות ציפיות לתועלות אישיות אלו, זכות קנויה של בעל השליטה<sup>76</sup>.

## הידוק המגבלות על השקעה של גופים מוסדיים בתאגידים ציבוריים ובקבוצות עסקיות

### 1. כללי

כללי ההשקעה של גופים פיננסיים קבועים בחוק<sup>77</sup> ומגדירים את האופן בו רשאים הגופים המוסדיים לנהל את השקעות נכסיהם הפיננסיים. כללים אלה קובעים את שיעור הנכסים של קופת הגמל או חברת הביטוח שניתן לחשוף לניירות הערך של תאגיד בודד וכן את סך החשיפה לקבוצת תאגידים קשורים. נכון ליום כתיבת הדו"ח, מגבלות אלה מתירות השקעה של נכסים בהיקף גדול למדי – למשל, עד 15% מנכסיה של כל קופת גמל – בקבוצת לווים.

### 2. כשלים ובעיות

#### 1. סיכון סיסטמי וסיכונים השקעה לחוסכים לטווח ארוך –

א. אחזקה של תאגידים רבים בכפיפה אחת חושפת את המשקיעים, ובראשם את הגופים המוסדיים האמונים על השקעת כספי החיסכון הפנסיוני של הציבור, לסיכון הנובע מאי-פיזור השקעות בין הלוויים. משבר בחברה אחת בקבוצה העסקית יכול לעבור בנקל לכלל החברות, ובמקרה שבו החשיפה המצטברת של תיק ההשקעות לכלל החברות בקבוצה העסקית גדול, כך גדל הסיכון הגלום באירוע שכזה לכספי החוסכים<sup>78</sup>. בנוסף, בשל העובדה כי נכסי גופים אלו מהווים חלק משמעותי מהנכסים הפיננסיים במשק, עלולה פגיעה בשוויים לגרום לפגיעה ביציבות הפיננסית במשק.

ב. הקבוצות העסקיות בישראל מתאפיינות ברמת מינוף גבוהה. כפי שצוין בדו"ח הביניים של הוועדה, יחס החוב לסך המאזן של תאגידים שמהווים חלק מקבוצה עסקית גבוה משמעותית מזה של תאגידים שאינם חלק מקבוצה עסקית<sup>79</sup>. עובדה זו מחריפה את חשיפת המשקיעים ובנוסף, בשל העובדה כי הן מהוות חלק משמעותי מהפעילות במשק, גם מהווה סיכון מערכתי.

ג. בהיעדר פיקוח של בעלי החוב על חלוקת דיבידנדים, כאמור לעיל, במקרה שבו בעל השליטה זקוק בדחיפות להון נזיל הוא עשוי להורות על חלוקת דיבידנדים בחברות רבות בתחתית הפירמידה, אשר יערערו את יציבותן ויסכנו את כספיהם של בעלי החוב בכל קשת החברות שבקבוצה<sup>80</sup>.

ד. עצם אפשרות החשיפה הקיימת כיום מגדילה למעשה את יכולתם של לווים גדולים, ובראשם הקבוצות העסקיות הגדולות במשק, ללוות כספים בסכומים ניכרים, תוך יצירת עיוותים

<sup>76</sup> דו"ח היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לוסיאן בבצ'וק.

<sup>77</sup> לעניין אחזקות קופות גמל – ע"פ תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964; לעניין אחזקות חברות ביטוח – ע"פ תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו), התשס"א-2001.

<sup>78</sup> נספח לדו"ח הוועדה על סיכון סיסטמי

<sup>79</sup> ע"פ דו"ח הביניים של הוועדה, שיעור המינוף הממוצע של כלל החברות הציבוריות שלא היו חלק מקבוצה עסקית עמד על 54%, בעוד הקבוצות העסקיות הגדולות ממונפות בשיעור של למעלה מ-70%.

<sup>80</sup> דו"ח היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לוסיאן בבצ'וק.

שונים – למשל, הנפקת אגרות חוב על ידי תאגיד בסיכון נמוך והעברת התמורה לביצוע פרויקט מסוכן בתאגיד אחר בקבוצה – ובכך להמשיך ולהתקיים תוך הגדלת הסיכון הסיסטמי למשק והגדלת סיכוני ההשקעה לחוסכים לפנסיה.

2. **התנהלות מקלה של הגופים המוסדיים בהערכת סיכונים וביצירת מגבלות חוזיות על אג"ח** -ועדת חודק קבעה כי המשקיעים המוסדיים בישראל לא הצליחו לבחור את השקעותיהם בצורה יעילה ובדרך שתבטיח את עניינם של ציבור החוסכים באמצעותם, לרבות באמצעות תניות חוזיות שמטרתן שמירה על עניינם של בעלי החוב בחברה.

3. **ביסוס שליטה באמצעות חוב כתחליף להון** - במקרים מסוימים האשראי המוקצה לקבוצות העסקיות משמש אותן אף להמשך התרחבותן באמצעות רכישה ממונפת של חברות ציבוריות נוספות – תופעה בלתי-רצויה בפני עצמה, כפי שתואר לעיל. כמו כן, ככל שהאשראי מוקצה לצורך רכישת אמצעי שליטה, הרי שהדבר עשוי להרע את מצבם של נושיה האחרים של החברה: לאחר רכישת השליטה בחברה בעל השליטה בחברה עשוי לפעול לניתוב מקורות, לרבות חלוקת דיבידנד על מנת להחזיר את חובו, פעולה המקטינה את נכסיה הנוזלים של החברה, מקטינה את האפשרות להשקעות כדאיות לחברה, ופוגעת ביציבותה.

4. **דחיקת צרכני אשראי אחרים** - הקצאת אשראי בהיקף גדול לקבוצות העסקיות הגדולות שחלק ניכר ממנו מיועד למימון עסקאות פיננסיות מונעת ממקורות אשראי להגיע לצרכני-אשראי אחרים, לדוגמה חברות בינוניות וקטנות שלא נמצאו עבורן מקורות אשראי. לא מן הנמנע כי לא אחת חברות אלה יעילות ורווחיות יותר מאשר חברות המוחזקות בקבוצה העסקית, ופעולות להרחבת השקעות ריאליות וחדשנות טכנולוגית בשווקים תחרותיים בארץ ובחו"ל.

### 3. עיקרי המלצות הוועדה

הוועדה ממליצה לשנות את כללי ההשקעה החלים על קופות גמל ועל חברות ביטוח כך שכל קופה בנפרד תוכל להקצות לכל תאגיד בודד לא יותר מ-5% מנכסיה; לקבוצת תאגידים קשורים – 10% מנכסיה; ולחמש הקבוצות הגדולות – 40% מנכסיה.

### 4. התייחסות להמלצות הוועדה

בדו"ח הוועדה, כמו גם בחוות דעת היועץ המקצועי לוועדה, הועלו חששות כבדים באשר ליציבות הפיננסית ולסיכונים הסיסטמיים למשק הנובעים מחשיפת גופי החיסכון לטווח ארוך לתאגידים הריאליים בהיקפים משמעותיים מנכסיהם. לנוכח כשלים אלו הוועדה החליטה באופן מושכל, כי המגבלות הקיימות אינן אפקטיביות ויש להתאימן. אך טענתי היא, כי המגבלות החדשות שעליהן המליצה הוועדה בדו"ח הסופי נמוכות ולא אפקטיביות וכן לא שוכנעתי מאופן קביעת מגבלות אלו כי מספקות לצורך התמודדות עם הסיכון הסיסטמי עליו הוועדה נתנה את דעתה. כמפורט להלן:

1. **השלמה עם בעייתיות המצב הקיים ומתן טיפול מונע להתרחבות הבעיה בלבד** - נראה שהכוונה בקביעת ההמלצות בנוסחן הנוכחי הייתה למנוע הקצאת אשראי נוספת לקבוצות העסקיות הגדולות מחד, ולהימנע מלחייב מכירת נכסים בהיקפים גדולים מאידך. כך, מגבלות אלו תוכלנה אולי למנוע

את המשך גידול החשיפה לקבוצות עסקיות גדולות, אך לא להקטין את היקפי החשיפה הקיימים.<sup>81</sup> יש לציין כי בפני הוועדה לא הוצגו נתונים המראים את המשמעויות הנובעות ממכירת הנכסים הנדרשת (אם בכלל) לצורך עמידה במגבלות החדשות, ככל שמשמעויות כאלה קיימות. על כן תמוה בעיני שעל אף שהוועדה ראתה לנגד עיניה את הכשלים הקיימים כבר כיום כבעיה המצריכה טיפול, היא בחרה שלא לטפל במצב הקיים הבעייתי אלא אך ורק למנוע את החרפתו בעתיד. זאת, אף שהיקף הנכסים המנוהלים בגופים הפיננסיים גדל באופן עקבי, עובדה שתהפוך את מגבלות ההשקעה המוצעות לפחות רלוונטיות ככל שיחלוף הזמן.

אני סבור כי לא נכון לקבוע את המגבלות בהתאם לאפקטיביות שלהן ביחס למצב הקיים במטרה להימנע מפעולות התאמה נדרשות כגון מכירת נכסים. ככל שעולה הצורך בפעולות התאמה משמעותיות לצורך עמידה בכללים שייקבעו, יש לתת לכך מענה במסגרת כללי מעבר מתאימים.

## 2. מגבלות הוועדה לכללי ההשקעה לקופות גמל ולחברות ביטוח נמוכות משמעותיות ממגבלות הלווים

**החלות על הבנקים** – מדו"ח היועץ המקצועי לוועדה עולה כי אילו מגבלות ההשקעה החלות על הגופים המוסדיים היו נקבעות באופן דומה לאלו החלות על הבנקים, אזי הן היו מוגבלות בהשקעה של 1.5% מנכסיהן בתאגיד בודד, 2.5% - 3% מסך נכסיהן בקבוצה עסקית אחת ובלא יותר מ-12.5% - 15% מסך נכסיהן בכל הקבוצות העסקיות בהן הן משקיעות יותר מ-1% מנכסיהן.<sup>82</sup> מכאן עולה כי בין מגבלות אלו לבין המגבלות שעליהן המליצה הוועדה, קיים פער מהותי, ונשאלת השאלה האם יש להקל עם הגופים המוסדיים על-פני הבנקים ובמידה וכן, האם קיימת הצדקה לפער כה מהותי – קרי, מגבלות הגבוהות עד פי ארבעה מהמגבלות החלות על התאגידים הבנקאיים.

אני סבור כי קיים בסיס לקבוע כי המגבלות האופטימליות החלות על הגופים המוסדיים צריכות להיות דווקא מחמירות יותר מאשר אלו החלות על הבנקים. הסיבה העיקרית לכך היא ש"המודל העסקי" של בנק מסתמך על כך שהבנק מפקח באופן צמוד על הלווים הגדולים שלו, לרבות תוך שימוש במידע פרטי אודות לוויים אלו. כאשר לווי נדרש לאשראי נוסף סביר כי יהיה זה יעיל יותר כי האשראי יתקבל מאותו הבנק המפקח עליו באופן אינטנסיבי, מאשר קבלת אשראי מבנק אחר. מאידך, "המודל העסקי" של קופות הגמל וחברות הביטוח אינו כולל השגת מידע פרטי ופיקוח צמוד על הלווים או על הגופים בהם הן משקיעות. זאת ועוד, בעוד שביצועי הבנקים חשופים באופן ישיר לביצועי תיק האשראי שלהם, ניתן לצפות כי הם יבחרו את השקעותיהם ואת מיסכון הכרוך בהן בקפידה רבה יותר; מנגד, סיכונים שנוטלים גופי חיסכון לטווח ארוך מושגים למעשה על העמיתים החוסכים באמצעותם ולא על הגופים עצמם, ולכן ניתן לצפות כי גופים אלו ייטו להשקעות זהירות פחות מאשר בנקים. בנוסף, יכולת הבנק הן בהיקף המשאבים והמומחיות לנתח את הבקשות גבוהה מיכולתם של הגופים המוסדיים, כמו גם נטילת בטחונות משמעותיים להבטחת החזר החובות ופיזור טוב יותר במסלולי אשראי שונים. הבדלים מהותיים אלו מובילים לעיוות בהקצאת המקורות במשק.

על כן, לראייתי, ובדומה להמלצת היועץ המקצועי לוועדה, יש מקום להשתמש במגבלות החלות על הבנקים כנקודת ייחוס לגובה המגבלות שיש להחיל על קופות הגמל וחברות הביטוח ולבטח לא נראה כי קיימת הצדקה לפער המהותי כפי שמשקף מהמלצות הוועדה.

<sup>81</sup> דו"ח היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לוסיאן בבציוק.

<sup>82</sup> דו"ח היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לוסיאן בבציוק.

## נספח 2 - הגדרת תשתיות חיוניות

### הגדרת תשתית חיונית

הערה: קביעה סופית של התחומים הכלולים בהגדרת תשתית חיונית כפופה להתייעצות עם הרגולטורים הייעודיים.

לפי הצורך, ניתן יהיה לעדכן את הרשימה שלהלן באמצעות המלצה של הועדה המתמדת (שתוקם לפי המלצות הועדה בדו"ח זה), אשר תובא לאישור הממשלה. לצרכי עדכון הרשימה, "תשתית חיונית" הינה תשתית מהותית בעלת מאפיינים ציבוריים הנוגעת לכלל הציבור או לחלק משמעותי ממנו ושספקתה הסדירה חיונית לציבור בישראל.

### תקשורת

#### טלקום

- בעלי רישיונות לפי חוק התקשורת(בזק ושידורים), התשמ"ב-1982 (להלן: **חוק התקשורת**), כמפורט להלן:
- בעלי רישיון לאספקת שירותי טלפון פנים ארציים-נייחים;
- בעלי רישיון לאספקת שירותי תשתית רחבת פס;
- בעלי רישיון שירותי טלפון הניתנים באמצעות מערכת רדיו טלפון נייד;
- בעלי רישיון לשירותי טלפון בינלאומיים;
- בעלי רישיון למתן שירותי תמסורת;
- בעלי רישיון למתן שירותי גישה לאינטרנט;
- כן כל שירות נוסף שקבע שר התקשורת לפי סעיף 13ב לפי חוק התקשורת;

#### שידורים

- בעלי זיכיונות ורישיונות לפי חוק הרשות השנייה לטלוויזיה ורדיו, התש"ן-1990;
- בעלי רישיונות לשידורי כבלים, בעלי רישיון לשידורי לוויין, בעלי רישיון מיוחד (או ייעודי) כהגדרתם בחוק התקשורת;

#### דואר

- חברת דואר ישראל וכן החברה הבת, כמשמעותה בסעיף 88א לחוק הדואר - התשמ"ה-1986 ("בנק הדואר")

- בעלי רישיון והיתרים לפי חוק הדואר- התשמ"ה- 1986 :

#### **עיתונים יומיים בתפוצה ארצית**

יובהר כי המלצות הוועדה אינן חלות על הליכי רישוי לפי פקודת העיתונות. בהתאם, הנפקות היחידה להכללת העיתונים ברשימה זו היא שבמקרים של הקצאת זכויות יילקחו בחשבון, במסגרת הבחינה של ביזור שליטה בתשתיות חיוניות, גם אחזקות בעיתונים יומיים בתפוצה ארצית;

#### **מים**

- בעלי רישיון הפקה לפי סעיף 23 לחוק המים, התשי"ט- 1959 (ביניהם גם מי שזכה במכרז להתפלת מי-ים);
- בעלי רישיון הקמה לפי סעיף 22 לחוק המים, התשי"ט- 1959 ;
- רשות המים הארצית לפי סעיף 46 לחוק המים, התשי"ט- 1959 ;
- בעלי רישיון לעסוק בפעילות חיונית לפי סעיף 14 לחוק תאגידי מים וביוב, התשס"א- 2001 ;

#### **אנרגיה**

##### **חשמל**

- בעלי רישיון פעילות במשק החשמל לפי חוק משק החשמל, התשנ"ו – 1996, לרבות ספק שירות חיוני ובעל רישיון אחר לייצור, ניהול המערכת, הולכה חלוקה, הספקה או סחר בחשמל;

##### **נפט**

- בעלי זכות נפט, כמשמעותה לפי חוק התשי"ב – 1952, לרבות בעל היתר מוקדם, בעל רישיון ובעל חזקה ;

##### **דלק**

- בתי זיקוק – העוסקים בזיקוק נפט<sup>1</sup>
- בעלי זיכיון או הרשאה אחרת לאחסנה, הזרמה או ניפוק של מוצרי דלק<sup>2</sup>;

#### חברות דלק

- חברה, כהגדרתה בסעיף 9 לחוק ההסדרים במשק המדינה (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב והמדיניות הכלכלית לשנת הכספים 2001), התשס"א – 2001;

#### גז

- בעלי רישיון ספק גז, לפי חוק הגז (בטיחות ורישוי), התשמ"ט – 1989;

#### גז טבעי

- בעלי רישיון לפי חוק משק הגז הטבעי, התשס"ב – 2002 ולרבות בעל רישיון הקמה והפעלה של מערכת הולכה או חלק ממנה, הקמה והפעלה של רשת חלוקה או חלק ממנה, הקמה והפעלה של מתקן גטי"ן, הקמה והפעלה של מיתקן אחסון וכן רישיון שיווק;

#### משאבים

##### מכרות

- בעל זכות כרייה או חוזה חכירה לכרייה, תעודת היתר לחיפוש ורישיון לחיפוש, תעודת היתר לחקירה (לרבות זכות שימוש במים), רישיון חיצוב לפי פקודת המכרות
- בעלי זכויות במשאבי טבע מכוח שטר זיכיון ובהם:
  - מפעלי ים המלח, המחזיקים בזכויות מכוח חוק זכיון ים המלח, תשכ"א-1961.

#### תחבורה

##### תחבורה אווירית

- בעלי רישיון הפעלה מסחרית לפי סעיף 2 לחוק רישוי שירותי תעופה, התשכ"ג-1963;
- בעל היתר הפעלה לפי סעיף 8 לחוק רישוי שירותי תעופה, התשכ"ג-1963;
- בעלי רישיון להפעלה אווירית לפי סעיף 17 לחוק הטיס, התשע"א-2011;
- בעלי רישיון להפעלת שדה תעופה או מנחתים לפי סעיף 31 לחוק הטיס, התשע"א-2011;

1 פעולת בתי הזיקוק אינה מוסדרת בחוק, אלא הם פועלים על פי זיכיון. לגבי פעולתם הוצא צו אינטרסים חיוניים. בהצעת חוק משק הדלק אמור גם תחום זה להיות מוסדר.

2 בתחומים אלה אין לעת הזו הסדרה בחוק, אלא במסגרת הצעת חוק משק הדלק. יחד עם זאת הגורמים העיקריים הפעילים בהם הן חברות ממשלתיות, קמ"ד ותשי"ן – הפועלות למעשה על פי הרשאה מן המדינה, בחלוף תקופת הזיכיון שפעלו על פיו (הסכם ההרשאה טרם הושלם)



#### **מערכות הסעה המונית יבשתית (כלל ארצית)**

- בעל רישיון להפעלת קו שירות אוטובוסים לפי תקנות 385-389 לתקנות התעבורה, התשכ"א-1961;
- בעל זיכיון להפעלת מסילת ברזל מקומית לפי סעיף 46א;
- בעל היתר להפעלת רכבת מקומית לפי סעיף 46 לפקודת מסילות הברזל [נוסח חדש], התשס"א-2001;
- בעל אישור הפעלת מסילת ברזל לפי סעיף 48 לפקודת מסילות הברזל [נוסח חדש], התשס"א-2001;
- חברת רכבת ישראל בע"מ (חברה ממשלתית);

#### **נמלים**

- חברה שהוסמכה להיות חברת נמל או תאגיד שהוסמך להיות תאגיד מורשה לפי סעיף 10 לחוק רשות הספנות והנמלים, התשס"ד-2004;

#### **כבישי אגרה**

- בעל זיכיון לפי סעיף 3 לחוק כביש אגרה (כביש ארצי לישראל), התשנ"ה-1995;
- בעל זיכיון לפי סעיף 2א לחוק נתיבים מהירים, התש"ס-2000;
- בעל זיכיון לפי סעיף 3 לחוק כבישי אגרה (מנהרות הכרמל), התשנ"ה-1995;

#### **מסופי מטען**

- בעלי רישיון למחסן כללי או פרטי לפי תקנות המכס, התשכ"ו – 1965;

#### **תשתית פיננסית כלל ארצית**

- חברה להפעלת מערכת סליקה פנסיונית מרכזית כאמור בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ייעוץ, שיווק ומערכת סליקה פנסיוניים), התשס"ה-2005.



נספח 3

**טיוטת המלצות ביניים**  
**הוועדה להגברת התחרותיות במשק**

## עיקרי המלצות הוועדה

### **א. המלצות הוועדה בנושא בחינת אחזקות ריאליות ופיננסיות**

#### **1. איסור שליטה או החזקה, מעבר לשיעור שיוגדר, בגוף פיננסי משמעותי ע"י תאגיד ריאלי משמעותי**

**או ע"י השולט בתאגיד ריאלי משמעותי:**

1.1. תאגיד ריאלי משמעותי או השולט בתאגיד ריאלי משמעותי לא ישלוט בגוף פיננסי משמעותי ולא יחזיק בו למעלה משיעור שייקבע על ידי הרגולטורים שיוסמכו לעניין זה. הרגולטורים יוסמכו לקבוע כללים לגבי שיעור ההחזקה כאמור, ובלבד ששיעור ההחזקה המרבי לא יעלה על 10 אחוזים מסוג כלשהו של אמצעי שליטה בגוף פיננסי משמעותי. על אף האמור, לעניין גוף פיננסי משמעותי בלא גרעין שליטה - לא יעלה שיעור ההחזקה המרבי על 5 אחוזים מסוג כלשהו של אמצעי שליטה. בקביעת כללי החזקה כאמור, יובאו בחשבון בין היתר מבנה הענף ומבנה השליטה בגוף הפיננסי.

1.2. הפך תאגיד ריאלי למשמעותי לאחר קבלת היתר שליטה או החזקה בגוף פיננסי משמעותי, לא יחול האיסור כאמור בסעיף 1.1 אם:

1.2.1. הגידול במחזור המכירות הקובע של התאגיד הריאלי בישראל לא נבע מרכישה או מיזוג של תאגיד ריאלי אחר, ובלבד שמחזור המכירות הקובע של התאגיד הריאלי בישראל לא יעלה על 12 מיליארדי ש"ח.

1.2.2. הגידול במאזן הקובע של התאגיד הריאלי בישראל לא נבע מרכישה או מיזוג של תאגיד ריאלי אחר, ובלבד שהמאזן הקובע שלו לא יעלה על 30 מיליארדי ש"ח. עלה מחזור המכירות הקובע או המאזן הקובע של התאגיד הריאלי על הסכום כאמור, רשאים הרגולטורים, לפי העניין, לקבוע תנאים לבעל ההיתר לעמידה בתנאי סעיף 1.1.

1.3. הפך גוף פיננסי למשמעותי לאחר שתאגיד ריאלי משמעותי או השולט בתאגיד ריאלי משמעותי קיבל היתר שליטה או החזקה בו, לא יחול האיסור כאמור בסעיף 1.1 אם הגידול בכלל הנכסים של הגוף הפיננסי המשמעותי לא נבע מרכישה או מיזוג של גוף פיננסי אחר, ובלבד שכלל הנכסים כאמור אינו עולה על 75 מיליארדי ש"ח. עלה סך הנכסים של התאגיד הפיננסי על הסכום כאמור, רשאים הרגולטורים, לפי העניין, לקבוע תנאים לבעל ההיתר לעמידה בתנאי סעיף 1.1.

1.4. אין בהמלצות לעיל לגרוע מסמכויותיהם של הרגולטורים לקבוע קריטריונים למתן היתרי החזקה או שליטה.

#### **2. הגבלת כהונה של דירקטורים בגוף פיננסי משמעותי:**

2.1. לא ימונה ולא יכהן כדירקטור בגוף פיננסי משמעותי אדם השולט בתאגיד ריאלי משמעותי, קרוב שלו, שותפו, אדם בעל זיקה לשולט או נושא משרה בתאגיד ריאלי משמעותי, ואולם, מינוי או כהונה כאמור יותר בגוף פיננסי משמעותי שתאגיד ריאלי משמעותי מחזיק בו כדין בהתאם לאמור בסעיף 1.2 או 1.3 לעיל.

### 3. חובת דיווח:

3.1. הרגולטורים יוסמכו, ככל הנדרש, לקבוע הוראות דיווח על מנת להבטיח אכיפה יעילה של המלצות אלה, לרבות דיווח מבעלי היתרים לשליטה ולהחזקה בחברות פיננסיות בנוגע לחברות פרטיות ריאליות שבשליטתם.

### 4. סנקציות על הפרת ההוראות:

4.1. ייקבעו סנקציות פליליות ועיצומים כספיים על מי שעובר על הוראות סעיפים 1 עד 5.

### 5. עדכון סכומים ושיעורים:

5.1. שר האוצר והנגיד בהתייעצות עם יו"ר רשות ניירות ערך, יוסמכו לעדכן את הסכומים והשיעורים הקבועים בהמלצות אלה.

### 6. הוראות מעבר:

6.1. תיקבע תקופת מעבר של 4 שנים ליישום המלצות אלה.

### 7. חקיקה משלימה נדרשת:

7.1. לאור השלכות יישום המלצות הוועדה יש לקדם באופן מיידי את הצעת חוק הבנקאות (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011 לעניין בנקים ללא גרעין שליטה (החזקה מפורזת) וכן לקדם תיקוני חקיקה משלימים לעניין זה בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א – 1981 ובחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה – 2005 (להלן – חוקי הפיקוח).

### 8. איסור שליטה של שולט בתאגיד בנקאי משמעותי, בתאגיד פיננסי משמעותי שאינו בנק:

8.1. השולט בתאגיד בנקאי שהוא גוף פיננסי משמעותי לא יוכל לשלוט בגוף פיננסי משמעותי שאינו תאגיד בנקאי.

### בהמלצות אלה -

"גוף פיננסי" – תאגיד בנקאי, סולק, מבטח, חברה מנהלת, מנהל קרן להשקעות משותפות בנאמנות, חברה להנפקת מוצרי מדדים או מנהל תיקים.

**"גוף פיננסי משמעותי"** – גוף פיננסי אשר כלל נכסיו עולה על 50 מיליארד ש"ח; לעניין הגדרה זו יחושבו כלל הנכסים של גוף פיננסי משמעותי ככלל הנכסים שלו ושל כל הגופים הפיננסיים שבשליטתו ושבשליטת השולט בו, ולעניין השולט יחד עם אחרים, ייוחסו כלל הנכסים כאמור לכל אחד ואחד מהשולטים בנפרד; לעניין הגדרה זו סולק יחשב כמשמעותי אם הוא עונה להגדרת "סולק בעל היקף פעילות רחב" כהגדרתו בחוק הבנקאות (רישוי).

**"החזקה"** – כהגדרתה בחוק הבנקאות (רישוי), תשמ"א-1981 (להלן – חוק הבנקאות).

**"זיקה"** – כהגדרתה בסעיף 240 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן – חוק החברות).

**"כלל נכסים"** – בתאגיד בנקאי – סך נכסיו המאזניים על בסיס מאוחד ובגוף פיננסי אחר – סך הנכסים שלו והנכסים המנוהלים על ידו, לרבות הנכסים המנוהלים על ידו עבור גופים פיננסיים אחרים;

**"קרוב"** – כהגדרתו בחוק הבנקאות (רישוי);

**"רגולטורים"** – המפקח על הבנקים, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון או יו"ר הרשות לניירות ערך, לפי העניין;

**"שליטה"** – כהגדרתה בחוק הבנקאות;

**"תאגיד בנקאי בלא גרעין שליטה"** – תאגיד בנקאי שכל מחזיקי אמצעי השליטה בו אינם חייבים בהיתר לפי הוראות סעיף 34(ב) לחוק הבנקאות;

**"תאגיד ריאלי משמעותי"** – תאגיד שאינו גוף פיננסי ש: 1) מחזור המכירות הקובע שלו בישראל עולה על 8 מיליארדי ש"ח; לעניין זה יחושב מחזור המכירות של תאגיד ריאלי משמעותי כסך מחזור המכירות שלו ושל כל התאגידים הריאליים שבשליטתו ושבשליטת השולט בו, ולעניין השולט יחד עם אחרים, ייוחס כלל מחזור המכירות כאמור לכל אחד ואחד מהשולטים בנפרד; או 2) המאזן הקובע שלו עולה על 20 מיליארדי ש"ח והיקף הנכסים בישראל מהווה יותר מ- 5% מהמאזן הקובע; לעניין זה יחושבו המאזן והנכסים בישראל של תאגיד ריאלי משמעותי כסך המאזן והנכסים בישראל שלו ושל כל התאגידים הריאליים שבשליטתו ושבשליטת השולט בו, ולעניין השולט יחד עם אחרים, ייוחסו סך המאזן והנכסים בישראל כאמור לכל אחד ואחד מהשולטים בנפרד.

**"מחזור המכירות הקובע"** – מחזור מכירות שנתי בשנה אחרונה לגביה פורסמו דוחות כספיים שנתיים. רשאים הרגולטורים, לפי העניין, במידה והשתכנעו כי מחזור מכירות התאגיד בשנה הקלנדרית האחרונה איננו מייצג את פעילות התאגיד, להסתמך על מחזור המכירות של התאגיד בשנים קודמות לשנה הקלנדרית הקודמת.

**"מאזן קובע"** – המאזן בשנה קלנדרית אחרונה לגביה פורסמו דוחות כספיים שנתיים. רשאים הרגולטורים, לפי העניין, במידה והשתכנעו כי מאזן התאגיד בשנה הקלנדרית האחרונה איננו מייצג את פעילות התאגיד, להסתמך על מאזן התאגיד בשנים קודמות לשנה הקלנדרית האחרונה.

**"נכסים בישראל"** – היקף הנכסים בישראל בשנה קלנדרית אחרונה לגביה פורסמו דוחות כספיים שנתיים. רשאים הרגולטורים, לפי העניין, במידה והשתכנעו כי היקף הנכסים בישראל בשנה הקלנדרית הקודמת איננו מייצג את פעילות התאגיד, להסתמך על היקף הנכסים בישראל של התאגיד בשנים קודמות לשנה הקלנדרית הקודמת.

## ב. המלצות הוועדה בנושא בחינת שליטה באמצעות מבנה אחזקות פירמידאלי

בהקשר לפוטנציאל הפגיעה בציבור המשקיעים, הוועדה מציעה להתמקד בהסדרת פעילות של חברות ציבוריות בהן קיים פער בין בעלות לשליטה, על פי ההגדרה הבאה:

1. הגדרה: חברת פער היא חברה ציבורית שמתקיימים בה כל התנאים הבאים:
  1. בחברה יש בעל שליטה, שליטה כהגדרתה בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.
  2. שיעור אחזקותיו של בעל השליטה בהון החברה אינו עולה על 50%.
  3. א. שיעור אחזקותיו של בעל השליטה בזכויות ההצבעה בחברה עולה על שיעור אחזקותיו בהון החברה<sup>1</sup> בדרך של החזקת זכויות הוניות דרך חברה ציבורית אחרת (מבנה פירמידאלי).

או

ב. מקרים אחרים של שליטה מבוצרת<sup>2</sup> שיוגדרו בחוק.

לעניין זה "שליטה מבוצרת" – מצב בו קיים קושי אפקטיבי לבצע השתלטות עוינת. אם בשל שיעור החזקות בעל השליטה בתאגיד בשים לב לפיזור יתר המניות בציבור, ואם בשל הסכמים, הוראות בתקנון החברה או כל דרך אחרת, והכל כפי שייקבע בחקיקה.

החקיקה תגדיר התייחסות כוללת לנושא של שליטה מבוצרת,<sup>3</sup> וכן את ההסדרים שיחולו בכל מקרה של ביצור שליטה.

יובהר כי יתכן שלעניין ביצור שליטה פרטני לא יוחלו כל ההסדרים שיחולו על חברת פער וייתכן שלא יוחלו כלל.

רוב המלצות הוועדה מתייחסות לחברות פער ומיעוטן מתייחסים לכלל החברות במשק:

2. מוצע לתקן את תקנון הבורסה, ולאסור על הכללת מניות או אגרות חוב של חברה שהנפיקה פעילות כפולה במדדי הבורסה.

לעניין זה, חברה יחשב כחברה שהנפיקה פעילות כפולה אם היא מחזיקה בחברה ציבורית או חברת אג"ח (להלן – חברת דופליקציה), שמחזור הפעילות שלה, הרווח התפעולי שלה או סך נכסיה מהווה 70% או יותר ממחזור הפעילות, מהרווח התפעולי או מסך הנכסים של החברה המחזיקה, בהתאמה אלא אם מדובר באינדיקטורים זמניים.

3. מוצע לתקן את תקנון הבורסה, ולאסור על רישום למסחר של חברה אשר נשלטת ע"י ידי חברת פער ציבורית ושהנפקתה תהפוך את חברת האם ל"חברת דופליקציה".

<sup>1</sup> כאשר בעל השליטה מחזיק במניות חברת ציבורית בעקיפין באמצעות שרשרת של תאגידים בשליטתו, יחושבו זכויות בעל השליטה בהון החברה לפי "שיטת המכפלות" (קרי, הכפלת הזכויות ההוניות שיש לבעל השליטה בכל חוליה בשרשרת התאגידים), ואילו זכויות ההצבעה שלו יחושבו לפי "שיטת איתור בעל השליטה" (קרי, יראו את בעל השליטה כמחזיק במלוא זכויות ההצבעה שכל תאגיד בשליטתו מחזיק בחוליה שמתחתיו בשרשרת התאגידים).

<sup>2</sup> ישנן כיום חברות ציבוריות שבהן קיימת שליטה מבוצרת, אם בשל שיעור האחזקות של בעל השליטה בשים לב לפיזור יתר המניות בציבור, ואם בשל הסכמים, הוראות בתקנון או כל דרך אחרת. בנסיבות מסוימות קיומה של שליטה מבוצרת כאמור עשוי להיות מנוגד להוראות הדין, ואין בהחלת ההמלצות המפורטות בדוח זה כדי לשנות מהוראות הדין בעניין זה.

<sup>3</sup> משרד המשפטים מקיים בימים אלה בחינה לעניין ביצור השליטה. הוועדה ממליצה כי תושלם בהקדם הליך הבחינה האמור ותגובש הצעת חוק שתתייחס בין היתר לשליטה מבוצרת כתוצאה מהוראות הסכמיות. הוראות בתקנון. שיעור החזקות בעל השליטה בשים לב לפיזור יתר המניות בציבור או בכל דרך אחרת.

4. במקרה של העברת הבעלות על גרעין השליטה בחברה ציבורית שאיננה חברת פער, אשר כתוצאה ממנה החברה הופכת לחברת פער, חייב בעל השליטה החדש לפנות בהצעת רכש לכלל בעלי המניות בחברת הפער החדשה שנוצרה, במחיר למניה המשקף את סך התמורה ששילם לבעל השליטה המקורי בגין רכישת גרעין השליטה.

5. אם הוגשה על ידי מי שאינו בעל השליטה בחברה הצעת רכש מלאה לרכישת כלל מניותיה של חברת פער, שהונפקה לפחות 7 שנים לפני מועד הצעת הרכש, וההצעה נוקבת במחיר העולה ב-10 אחוזים לפחות מעל מחיר השוק, והיא הייתה זוכה להסכמת הרוב הקבוע בחוק החברות לעניין הצעת רכש מלאה אלמלא התנגדותו של בעל השליטה, אז – בעל השליטה יחויב להגיש הצעת רכש מלאה ליתר בעלי המניות במחיר השווה למחיר הצעת הרכש שהוגשה על ידי הצד השלישי.

#### 6. חיזוק עצמאות הדירקטוריון-

א. מוצע להגדיל את המספר המזערי של דירקטורים חיצוניים בחברות פער, ולקבוע כי בחברות אלו יכהנו שני דירקטורים חיצוניים או מספר אחר שיהווה שליש לפחות מקרב כלל חברי הדירקטוריון, לפי הגבוה מבניהם.

ב. מינוי דירקטור בחברת פער (בת) אשר נשלטת על ידי חברת פער (אם) - מוצע לקבוע כי אופן ההצבעה של חברת הפער (אם) באסיפה למינוי דירקטור בחברת פער (בת) יחייב אישור של ועדת הביקורת בחברת הפער (אם).

ג. מוצע לקבוע כי מינוי דירקטור חיצוני בחברת פער יהיה טעון אישור אסיפה כללית ובמינוי הקולות לא יובאו בחשבון קולות בעל השליטה או מי שיש לו עניין אישי במינוי המועמד.<sup>4</sup>

ד. הרחבת הגילוי שניתן בפני האסיפה הכללית בקשר עם המועמדים למשרת דירקטור (לדוגמה, גילוי אודות תביעות שהוגשו ולא נדחו כנגד דירקטורים מתוקף תפקידם כדירקטורים) (הוראות הגילוי בעניין זה יחולו על כלל התאגידים המדווחים, ולא רק על חברות פער).

7. מוצע לקבוע הליך אישור מיוחד לתגמול בכירים בחברות פער, ולהתנות את מתן התגמול באישור באסיפה כללית ברוב מקרב בעלי מניות המיעוט.

#### 8. עסקאות בעלי עניין-

א. חברות פער – מוצע לקבוע חובה מסוג של "אמץ או גלה" לקיומו של הליך תחרותי בפיקוח ועדת הביקורת באישור עסקת בעל עניין במכירת נכס, בקבלת שירותים תפעוליים, ברכישת מוצר מדף או בקבלת הלוואה. במידה והחברה אימצה נורמה כאמור היא תחויב, ככל שהתקשרה בעסקת בעל עניין כאמור ללא הליך תחרותי לגלות לציבור מדוע בחרה שלא לעשות כן.

ב. מומלץ לקבוע כי עסקאות שאינן "חריגות" אך גם אינן זניחות יחייבו פיקוח של ועדת הביקורת, אשר תהיה אחראית גם להגדיר אמות מידה ל"זניחות". החברה תידרש לתת דיווח לבעלי המניות שיכלול הסבר של ועדת הביקורת כיצד מצאה לנכון לפקח על גיבוש תנאי העסקאות הללו.

#### 9. חיזוק בעלי מניות המיעוט

א. בחברות פער – מוצע לקבוע כי ההחלטות הבאות יחייבו אישור של האסיפה הכללית ברוב מקרב בעלי מניות המיעוט:

<sup>4</sup> לעניין זה עניין אישי למעט עניין אישי שאינו כתוצאה מקשריו עם בעל השליטה.

- i. רכישה של פעילות משמעותית.
  - ii. רכישת גרעין שליטה בחברה ציבורית אחרת.
  - iii. גיוס הון או חוב בהיקף משמעותי, בין במישרין ובין בעקיפין באמצעות חברות בנות.
- הערה: קיימת דעת מיעוט בוועדה המסתייגת מהמלצות א(I) ו-א(III).
- ב. בחברות פער תחויבנה החברות לאפשר למשקיעים הצבעה באמצעות האינטרנט.
10. מוצע כי משרד המשפטים ישלים את בחינתו לעניין ביצורי שליטה, ויגבש הצעת חוק שתתייחס בין היתר לשליטה מבוצרת כתוצאה מהוראות הסכמיות, הוראות בתקנון, שיעור החזקות בעל השליטה בשים לב לפיזור יתר המניות בציבור או בכל דרך אחרת.<sup>5</sup>
11. עידוד אכיפה פרטית בידי בעלי מניות
- א. מוצע להרחיב את סמכות המימון שבידי רשות ניירות ערך הקיימות כיום גם לתובענות ייצוגיות ותובענות נגזרות, ולהתיר לה לממן גם תובענות פרטיות ובקשות לסעד זמני בתחום של דיני חברות או דיני ניירות ערך.
  - ב. מוצע לקבוע הסדרים לעניין מימון תובענות ייצוגיות או נגזרות שיוגשו על ידי משקיעים מוסדיים.
12. עידוד פעילות מוסדיים
- א. מוצע לקבוע כי בעלי מניות המיעוט, ובכלל זה המשקיעים המוסדיים, יהיו רשאים לתאם עמדות לקראת אסיפה כללית, וזאת מבלי לגרוע מהוראות כל דין לעניין תיאום הצבעות בחברות שלגביהן נדרש לקבל היתר שליטה (כגון בנקים).
  - ב. מוצע לבחון דרישה כי משקיעים מוסדיים יחויבו להביא בחשבון, במסגרת מדיניות ההשקעה, בין היתר, את איכות הממשל התאגידי (ככל שאין הסדרה של מחויבות כאמור בדיון). כן יחויבו המשקיעים המוסדיים להביא בחשבון מתן הלוואות שנועדו לרכישת שליטה ממונפת (LBO).
  - ג. מוצע להרחיב את הוראות הגילוי בנוגע לאופן הצבעתם של משקיעים מוסדיים בעסקאות המחייבות רוב מיוחד.
  - ד. מוצע לחייב משקיעים מוסדיים לקבוע "תמרוזי אזהרה", בהתקיימם יידרשו לנקוט בפעולות מול החברה (ככל שאין הסדרה של מחויבות כאמור בדיון).
  - ה. מוצע ליצור פיקוח והסדרה על גופים המייעצים למשקיעים מוסדיים לעניין אופן ההצבעה באספות (לרבות בהיבטים של כשירות וניגודי עניינים).
- בהקשר לפוטנציאל הפגיעה בתחרותיות במשק:
13. הוועדה ממליצה לממשלה לאמץ תיקון לחוק ההגבלים העסקיים המבהיר כי לבית הדין להגבלים עסקיים, לבקשת הממונה, יש סמכות להטיל על חברי קבוצת ריכוז סעדים מבניים לקידום התחרות. בנוסף, הוועדה ממליצה לממשלה לאמץ את תזכיר החוק העומד לעלות לאישור בוועדת השרים לענייני חקיקה, המסמיך את הממונה על הגבלים עסקיים להטיל

<sup>5</sup> כאמור, בנסיבות מסוימות קיומה של שליטה מבוצרת כאמור עשוי להיות מנוגד להוראות הדין הקיים, ואין בהחלת ההמלצות המפורטות בדוח זה כדי לשנות מהוראות הדין בעניין זה.



עיצומים כספיים בגין הפרות של חוק ההגבלים העסקיים - בכלל זה, הועדה ממליצה כי ייקבע מנגנון להטלת עיצום כספי בסכום מרבי שאינו קבוע מראש, אלא תלוי בהיקף המכירות של מבצע ההפרה, אשר יהיה כפוף לביקורת שיפוטית בערר לבית הדין להגבלים עסקיים.

בהקשר לפוטנציאל הפגיעה ביציבות המשק:

14. מוצע לקיים בחינה בנוגע לצורך בהרחבת המגבלות על חשיפה של גוף מוסדי לתאגיד בודד ולהגדיר מגבלות על חשיפה של גוף מוסדי לקבוצת תאגידים (חשיפה הנגרמת בעקבות מתן הלוואות, לרבות רכישת אגרות חוב בשוק המשני, והחזקה במניות).

כלי מיסוי:

15. מומלץ לקבוע כי הוצאות מימון בחבר בני אדם ייחסו תחילה להכנסה מדיבידנד שיתקבל מחבר בני אדם אחר בו המקבל הינו "בעל מניות מהותי".

מומלץ לקבוע עוד כי היה והוצאות המימון בשנת מס מסוימת גבוהות מההכנסה מדיבידנד באותה שנה, יותר הפרש בהתאם להוראות סעיף 18(ג) לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש], התשכ"א-1961. היה ונותרו הוצאות מימון לאחר הייחוס האמור לעיל, יותר הפרש בניכוי רק כנגד הכנסות מדיבידנד בשנים שלאחר מכן. היה ועדיין נותר הפרש במועד מכירת המניות ייוסף הפרש זה לעלות המניות לעניין חישוב רווח/הפסד ההון ממכירתן.

המלצה להערות הציבור בהקשר לפוטנציאל הפגיעה במשקיעים:

הוועדה דנה בהצעה הבאה אך טרם הכריעה בה ולכן הצעה זו אינה חלק מהמלצות הוועדה. עם זאת, הוועדה רואה חשיבות בהבאת ההצעה להליך השימוע לצורך קבלת הערות הציבור.

16. בחברת פער, זכויות ההצבעה האפקטיביות באסיפה הכללית בהצבעה בהחלטות המתקבלות ברוב רגיל באסיפה הכללית יימנו באופן הבא – זכויות ההצבעה האפקטיביות של בעל עניין יהיו שוות לשיעור זכויותיו בהון החברה. החזקות של בעל עניין מעבר לשיעור זה לא יובאו בחשבון לעניין מניין הקולות באסיפה הכללית. "בעל עניין" – כהגדרתו בחוק ניירות ערך.

הוועדה שוקלת לקבוע הוראות מעבר בנוגע לחלק מהמלצות ומבקשת את התייחסות הציבור גם לעניין זה.

## **ג. המלצות הוועדה בנושא בחינת התנאים להקצאת נכסים ציבוריים**

1. **הגופים האחראיים על הליכי הקצאת זכויות ונכסים יחויבו לשקול שיקולי תחרות במסגרת הליך ההקצאה,** כמו כן תוטל על גופים אלה החובה להתייעץ עם הממונה על הגבלים עסקיים, מקום בו ערכו הכלכלי של הנכס או הזכות המועברת עולה על 150 מיליוני ש"ח, או במקרים שבהם השווי הכלכלי של הנכס אינו מגלם בהכרח את חשיבותו הציבורית.
2. **הגופים האחראיים על הליכי הקצאת זכויות ונכסים יחויבו לשקול שיקולי ריכוזיות שליטה בתשתיות חיוניות (כמוגדר במסמך זה),** וכן חששות ליצירת גופים "גדולים מכדי להיכשל", **במסגרת הליך ההקצאה.** כמו כן, מקום בו ערכו הכלכלי של הנכס או הזכות המועברת עולה על 150 מיליוני ש"ח, או במקרים שבהם השווי הכלכלי של הנכס אינו מגלם בהכרח את חשיבותו הציבורית; שיקולי ריכוזיות השליטה יהיו כפופים לעיקרון של אי פגיעה משמעותית בצרכן. לעניין שיקולים אלה, יחויב הגוף המקצה בהתייעצות עם וועדה מייעצת, בה יהיו חברים מנכ"ל משרד האוצר, הממונה על הגבלים עסקיים, נציג היועץ המשפטי לממשלה ויו"ר המועצה הלאומית לכלכלה במשרד ראש הממשלה.
3. **לממונה על הגבלים עסקיים יוענקו סמכויות לאסוף מידע כדי לסייע לוועדה המתמדת ולאפשר לו לייעץ לגופים המקצים. הגופים האחראיים על הליכי הקצאת זכויות ונכסים יוסמכו בחקיקה לקבוע במסגרת הליך ההקצאה תנאים שישקפו את שיקולי התחרות וחששות מריכוזיות השליטה בתשתיות.**
4. **אופן שקילת שיקולי התחרות וביזור השליטה בתשתיות חיוניות, ודרך ההתייעצות עם הגורמים הרלבנטיים, יוסדרו לפני מועד כניסת חובות השקילה וההתייעצות לתוקפן.** הוועדה ממליצה כי תקבע מסגרת זמנים ברורה וקצרה ככל הניתן לעבודת הגורמים המייעצים. להערכת חברי הוועדה, לא יהיה ניתן לקבוע פרוצדורה אחת מוגדרת אשר תוכל לתת מענה לכל סוגי הקצאת הזכויות במדינת ישראל, ולכן תידרשנה התאמות מסוימות בהתאם לאופי הזכות המוקצית ולסדרי עבודת הגוף המקצה.
5. **ההמלצות יחולו גם על הארכת רישיונות וזיכיונות קיימים וכן על מימוש אופציות קיימות (מקום בו יש לגורם המקצה שיקול דעת דומה לשיקול הדעת בהליך ההקצאה הראשוני) וזאת בשינויים המחויבים.**