

## 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 וחיסכון, 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 לחברת אחזקות פרטית 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 ידינו 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 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 הועדה 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 ההוניות 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.

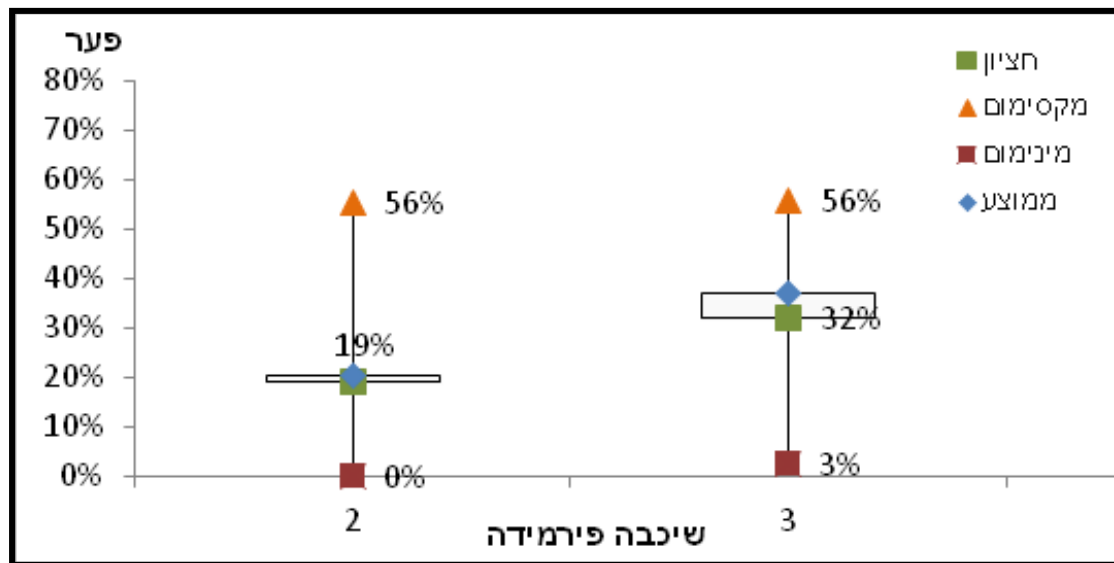
איננו רואים הצדקה לאסור על מבנים פירמידליים עתידיים להתאגד במבנה של שלוש שכבות, ובמובן זה אין מקום להבחין בין מבנה פירמידאלי קיים לבין מבנה פירמידאלי עתידי. **יש מקום לקבוע המלצה אחידה ופשוטה הן לגבי מבנה קיים והן לגבי מבנה עתידי**. כל ניסיון לייצר הבחנה בין מבנה קיים למבנה עתידי לוקה במורכבות וסופו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

לוח 1

| <b>המלצות ביחס לשינוי מבני</b>  |  |
|---|--|
| <b><u>הצעת הוועדה</u></b>   | <b><u>הצעת רשות ניירות ערך</u></b>   |
| <b><u>מבנה עתידי</u></b>  | <b><u>מבנה קיים + מבנה עתידי</u></b>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- שליטה ב- 2 שכבות לכל היותר</li> <li>- חריג:</li> <li>הנפקת שכבה שלישית לתקופה קצובה של 3 שנים</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- שליטה ב- 3 שכבות לכל היותר</li> </ul> |
| <b><u>מבנה קיים</u></b>   |  |
| 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 מקיומו של הפער. אך לא כך הדבר לגבי שכבות שלישיות.

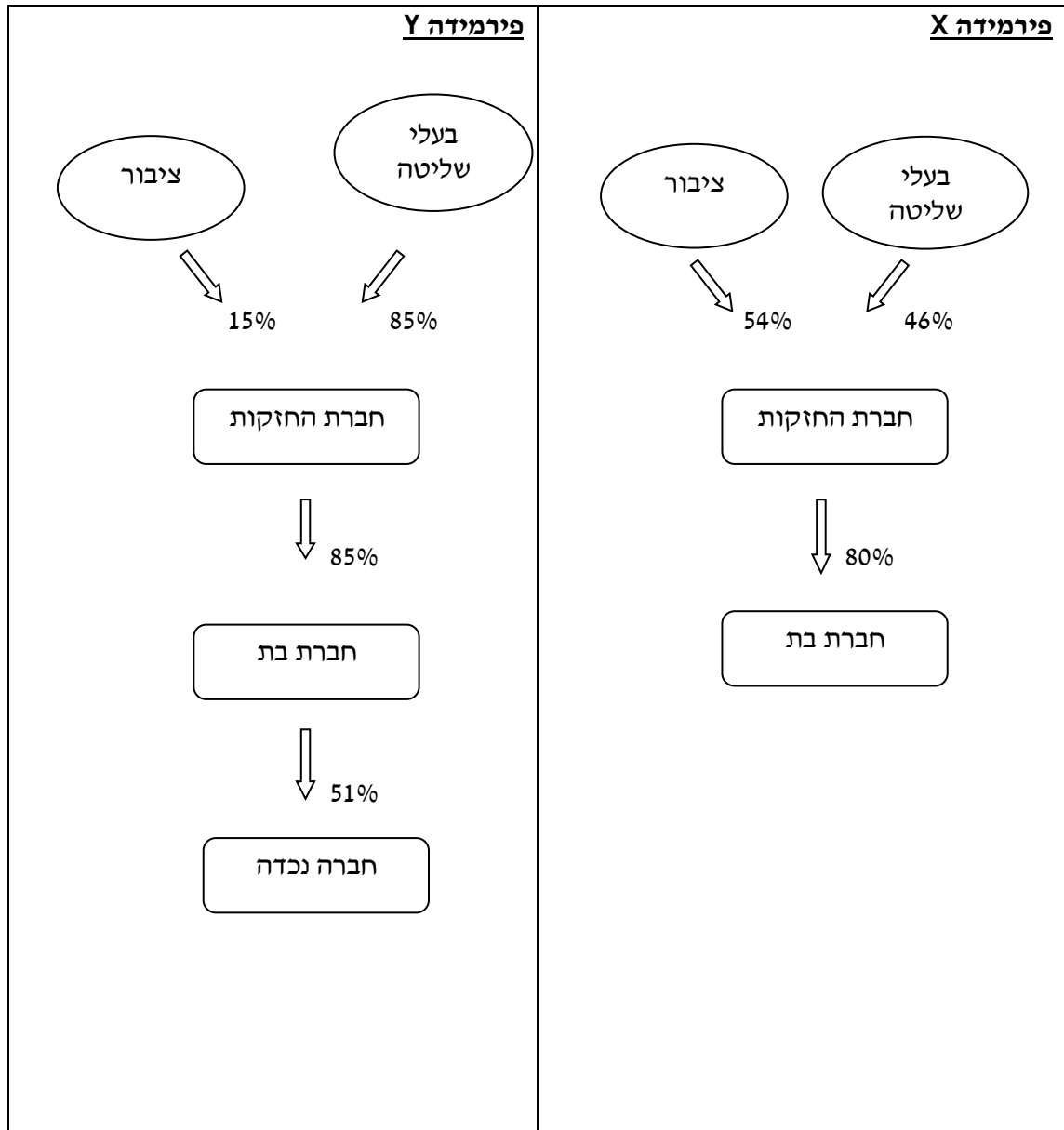
**תרשים 1: התפלגות הפער בין שיעור האחזקות בזכויות ההצבעה לבין שיעור האחזקות בהון של בעלי השליטה בחברות לפי שכבה בפירמידה.**



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 הוניות 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 |

באיור 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 בשכבה 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 הפירמידליים 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 שיווצרו לאחר אימוץ המלצות הוועדה ומאוגדות במבנה של שתי שכבות
- וקבוצות שיווצרו 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. לגישה, 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. קיימת 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 ההוניות, 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 ההוניות לזכויות ההצבעה של בעל השליטה, שכן פוטנציאל הנזק למשקיעים ולשוק במקרה של פער הוא גבוה יותר ככל שהפער הנו עמוק יותר.

לוח 2



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 מהותי"** - 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.

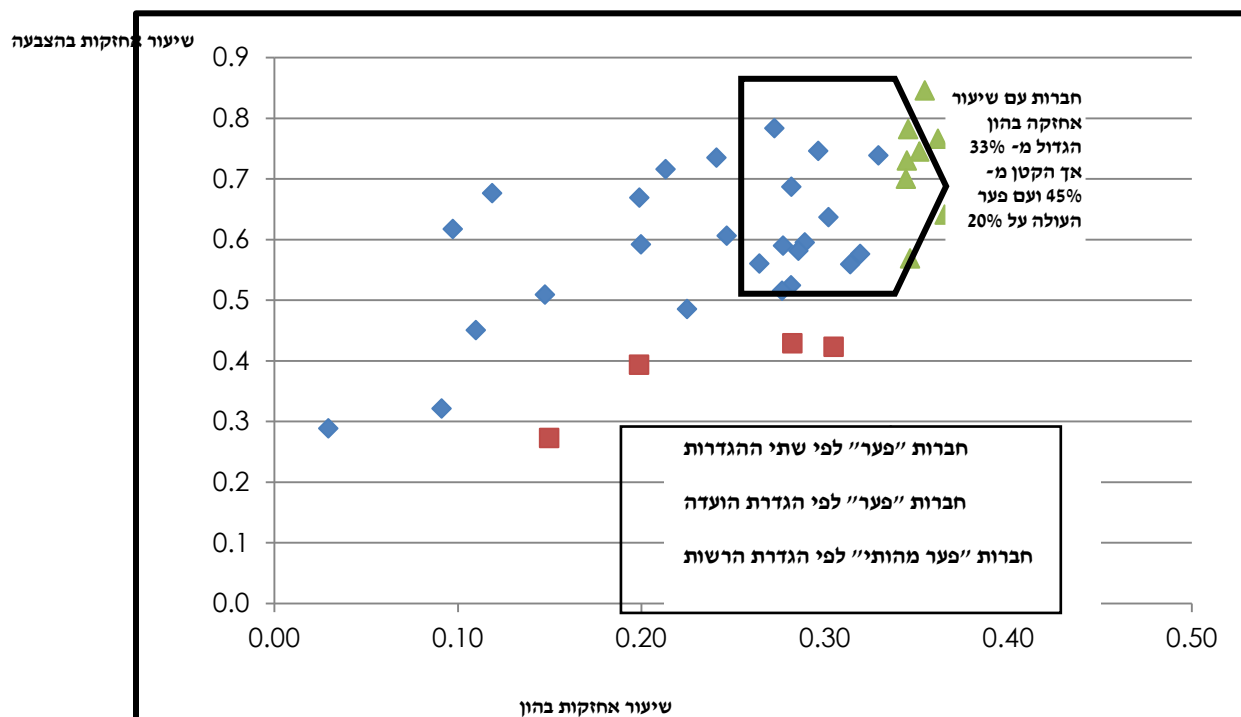
על חברה ציבורית בשכבה שנייה או שלישית, שהיא חברת פער מהותי, יחול הכלל הבא:  
דירקטוריון החברה יכלול 1/3 דירקטורים חיצוניים ורוב דירקטורים בלתי תלויים. מינוי דירקטור חיצוני יהיה טעון אישור אסיפה כללית ובמניין הקולות לא יובאו בחשבון קולות בעל השליטה או מי שיש לו עניין אישי במינוי המועמד (לוח 3).

לוח 3



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 ההוניות בחברה, כפי שניתן לראות בתרשים 2 להלן.

תרשים 2: פיזור 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 הצבעה 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



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 בדין 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 הועדה, 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 מתברה ציבורית לידי בעל השליטה בה. תיעול נכסים יכול ללוש 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 פירמידיאלי משמעות הדבר היא שתיעול הנכסים ייעשה מחברות שבתחתית הפירמידה לחברות שבראשה.<sup>5 6</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 בידיו 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 שבעלותו. 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

<sup>8</sup> 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 ש.ם.

<sup>10</sup> 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 בתחתית 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 קוריאה, 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 לרכוש 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 שתמו לפגיעות השוק המאלזי 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 לוויים 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 בידעה 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 היוו 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>

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

B. Holmlstrom, 'Pay Without Performance and the Managerial Power Hypothesis: A Comment', *Journal of Corporation Law*, HeinOnline, 2004, pp.703-716<sup>24</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>25</sup>

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

רווח לפני פחת, ריבית, מסים והפחתות.<sup>27</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<sup>28</sup>

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 ההוניות 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

---

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

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>30</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<sup>31</sup>

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 מתברות 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 קבוצות 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 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>

---

W Evans and I Kessides. *Living by the "Golden Rule": Multimarket Contact in the U.S. Airline Industry*, The <sup>41</sup> 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<sup>42</sup> 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.<sup>43</sup> 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 שונים 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. 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>49,48</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 תרחישים מסוג זה לנפוצים 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 לסיכונים האשראי הכרוכים בהשקעה, משום שההשקעה מושגת ממקורות פנימיים, ייתכן שההשקעה אינה מתומחרת כראוי, או שמבחינה משקית השקעות בחברות אחרות היו כדאיות יותר. זאת ועוד, נIOD 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 מנפיקים 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 לגונן 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, תאגידי 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 מתזיקות 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 למזג 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 מתמירה 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 ישראליים עומדת בעינה. יתרה מזאת, נכסים משמעותיים שמכירתם נדרשה בעקבות רפורמות רגולטוריות קודמות נמכרו בקלות רבה ותחת עודף ביקושים: הן הדרישה לפיצול התאגידים היראליים 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 לגרום 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 עושק 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, מיייתרים 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.

---

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

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

<sup>60</sup> הוועדה להגברת התחרותיות במשק – המלצות סופיות והשלמה לדו"ח הביניים

**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 שישא 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 שחשכוונותיהם 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 בבציוק

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 ישולט 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 הממזערת 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 השקעותיהם ומשום שבעתות משבר על בעל השליטה לסייע ליציבות הבנק ישיר באופן שבו מנוהלות השקעותיהם ומהירותן 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, איני 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 תישארנה רלוונטיות לאורך זמן, בהינתן הן שינויים בתוצר והן שינויים במחירים.

<sup>71</sup> לעניין זה, תת ענף – סיווג ארבע-ספרתי כהגדרתו בסיווג האחיד 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 רופורצינאלית 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 מהפרדה 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' לויטאן בבציוק.

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

<sup>75</sup> דו"ח היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לויטאן 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 וסיכוני 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 בשווים 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 הנזילים 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, ופועלות להרחבת השקעות ריאליות וחדשנות טכנולוגית בשווקים תחרותיים בארץ ובח"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 משמעויות לצורך עמידה בכללים שייקבעו, יש לתת לכך מענה במסגרת כללי מעבר מתאימים.

## 2. מגבלות הוועדה לכללי ההשקעה לקופות גמל ולחברות ביטוח נמוכות משמעויות ממגבלות הלוויים

**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 הלוויים הגדולים שלו, לרבות תוך שימוש במידע פרטי אודות לוויים אלו. כאשר לווה 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 הלוויים 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 מידת הסיכון הכרוך בהן בקפידה רבה יותר; מנגד, סיכונים שנוטלים גופי חיסכון לטווח ארוך מושתיים 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 משמעויות 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.

1. לקבוע מגבלות השקעה החלות על קופות הגמל ועל חברות הביטוח באשר להשקעה במנפיק בודד וקבוצות לוויים, בשיעורים דומים למגבלות ההשקעה החלות על הבנקים; ואולם, מגבלות אלה לא תחולנה על תאגידי בנקאיים ומבטחים.
2. לקבוע כי שינויים במגבלות יתואמו בין הרגולטורים על מנת לוודא שמירה על אחידות.

במהלך דיוני הוועדה הצגתי עמדה לפיה יש להשוות את מגבלות ההשקעה החלות על הגופים המוסדיים לאלו החלות על הבנקים. זאת, משום שמגבלות אלה הוחלו על הבנקים על מנת להבטיח את יציבותם, ומשום שבעיני, יש להגן על כספי החוסכים בדרך דומה. בשיחות עם כמה מחברי הוועדה עלה חשש, שבמידה שעמדתי תאומץ כלשונה ותישם, הרי שהתאגידיים הבנקאיים, בתפקידם כצרכני-אשראי, יאלצו להקטין את היקף המקורות העומדים לרשותם, וכתוצאה מכך להקטין את היקף האשראי שהם רשאים להקצות על-פי כללי הפיקוח החלים עליהם. משום שבמסגרת המאמצים להפחתת הסיכון הסיסטמי והריכוזיות, כמו גם ההגנה על כספי החוסכים, אין כל כוונה להגביל את הקצאת האשראי במשק, וכן משום שתאגידיים אלו, בשונה מגופים ריאליים אחרים, מפקחים באופן הדוק על ידי הרגולטורים השונים, השתכנעתי כי יש להחריגם ממגבלות ההשקעה הנוגעות להשקעה בגופים ריאליים. לראייתי מגבלות אלו ייתנו מענה ראוי לפוטנציאל לסיכון סיסטמי למשק שהועלו על ידי הוועדה.

יודגש כי אין בהמלצותי לפגוע ביכולתם של הגופים המוסדיים להעמיד אשראי גם למימון השקעות ופרויקטים הנושאים סיכונים סבירים, והעלולים בחלקם להיכשל תוך הסבת הפסד למשקיעים, כל עוד התיק מפוזר היטב בין לוויים שונים, ענפים שונים, ועוד. התרומה למשק ולמשקיעים תהיה חיובית.

## 6. טענות והתייחסות

1. טענה – מגבלות המונעות אשראי מקבוצות עסקיות גדולות יביאו לכך שהזדמנויות השקעה יעילות, התורמות לכלכלת ישראל, לא תוכלנה להתממן.

לטענה זו אתייחס בשלושה היבטים, בהתבסס בין היתר על חוות דעת היועץ המקצועי לוועדה:

א. **מקורות השקעה זרים** - במידה והזדמנות השקעה מסוימת של קבוצה עסקית אכן יעילה, הקבוצה תוכל לגייס מימון לצורך ביצוע ההשקעה ממקורות אחרים שאינם קופות הגמל וחברות הביטוח, לרבות מקורות מימון מחוץ לישראל. כמובן שייתכן כי מקורות מימון מחו"ל יציבו דרישות מחמירות יותר, בהתייחס לתניות חוזיות ולבטוחות, מאשר קופות הגמל הישראליות ובכך ייתכן וכדאיות הפרויקט האמור תפחת. יחד עם זאת, פרויקט שכדאיותו הכלכלית לא תתאפשר כתוצאה מתניות חוזיות של גורמי מימון אלטרנטיביים לקופת גמל מקומית שייתכן ואינה מקפידה על תניות חוזיות ראויות, נדמה כי אינו כדאי לכלכלה בראייה משקית. בנוסף, יש לציין כי על מימון חדש, החורג ממגבלות ההשקעה של

<sup>83</sup> המלצותי להלן עולות בקנה אחד עם המלצות היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לוסיאן בבצ'וק.

נותני האשראי המקומיים, להיות מפוקח על-ידי בעלי החוב הקודמים, למשל באמצעות תניות חוזיות שתיכללנה במכשירי החוב.

ב. **הסטה לפירמות שאינן חלק מקבוצה עסקית** – רבות מהזדמנויות ההשקעה שממומשות על ידי קבוצות עסקיות אינן ייחודיות לאותן קבוצות בלבד. ייתכן כי חלקן ממומשות על ידי קבוצות העסקיות, ולא על ידי חברות ישראליות אחרות, רק בזכות נגישות טובה יותר של הקבוצה לשוק ההון, היוצרת יתרון לקבוצה ביכולת מימון ההשקעה. על כן, דווקא מגבלות אלו יאפשרו לחברות ישראליות נוספות, שאינן חלק מקבוצה עסקית, לנצל הזדמנויות עסקיות אלו, ובכך להגביר את התחרותיות בענפים רבים במשק.

ג. **שיעור משמעותי מההשקעות של הקבוצות העסקיות הישראליות ממילא מבוצעות בחו"ל**<sup>84</sup> – בגין השקעות אלו, מטבע הדברים, מגבלות ההשקעה לא יפגעו בפעילות הכלכלית של המשק הישראלי. כמובן שאין בכך בכדי למנוע מגופי החיסכון לטווח ארוך להשקיע באפיקי השקעה אלו, בהינתן שהם רווחיים, בדרכים אלטרנטיביות פרט להשקעה באמצעות תיווכן של הקבוצות העסקיות הישראליות.

2. **טענה – המשקיעים והחוסכים בקופות הגמל לא ייהנו מהזדמנויות ההשקעה של הקבוצות הגדולות בשל מגבלות הלווים.**

לעניין טענה זו, אין בידי מגבלות ההשקעה שיחולו על קופות הגמל בכדי לפגוע ביכולת השאת התשואות על כספי המשקיעים בקופות הגמל וזאת משום שאין כל בסיס להנחה כי השקעות נוספות בקבוצות העסקיות טומנת בחובה תשואה הגבוהה מהתשואה הממוצעת של הקופות<sup>85</sup> ובסיכונים נמוכים יותר.

3. **טענה – מגבלות ההשקעה יגרמו לכך שלקופות הגמל לא יהיו אפיקי השקעה לכספים שהתפנו. היכן הן ישקיעו את הכסף העודף?**

בפני קופות הגמל עומד מגוון רחב ביותר של אפיקי השקעה פוטנציאליים. סביר כי מגבלות השקעה מחמירות יביאו לפיזור סיכונים רחב יותר של הקופות וכפועל יוצא להשקעה נרחבת יותר בחברות ישראליות שאינן נמנות על הקבוצות העסקיות או להשקעה נרחבת יותר בחו"ל, לרבות השקעה בתאגידים הנסחרים בבורסות חו"ל ובאגרות חוב ממשלתיות של מדינות ברחבי העולם<sup>86</sup>.

4. **טענה – מגבלות ההשקעה יפגעו ביכולת הקבוצות העסקיות למחזר את חובן ובכך יביאו להפסדים כבדים לבעלי החוב מהציבור, ובראשם קופות הגמל וכספי החיסכון.**

בפני הקבוצות העסקיות עומדות חלופות נוספות לקבלת אשראי, ובכלל זה לצורך מחזור חובן, לרבות פניה לגופים פיננסיים בשווקים הגלובליים. במידה וקבוצה עסקית תצליח למחזר את חובה באמצעות מקורות מימון מחו"ל, יהיה בידה לעמוד בהחזרי החוב לבעלי החוב, לרבות לקופות הגמל. במידה והקבוצה העסקית לא תצליח בגיוס אשראי בחו"ל, נשאלת השאלה האם זה לטובתן של קופות הגמל הישראליות לקנות אגרות חוב חדשות של הקבוצה העסקית לצורך קבלת החזר על אגרות חוב קיימות. סביר כי אם קבוצה עסקית לא צלחה בגיוס אשראי ממקורות זרים, תהיה זו תוצאה של בחינה דקדקנית בידי אותם גופים זרים, של נכסיה אל מול החוב המצריך מחזור, והסקת מסקנה כי מתן הלוואה לאותה קבוצה אינה כדאית. ייתכן ובמקרה זה, עדיף כי קופת הגמל תכיר בכך שהלווה אינו ראוי לקבלת אשראי

<sup>84</sup> השקעות בנדליין, בגופים פיננסיים זרים ואחרים

<sup>85</sup> דו"ח היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לויטאן בבציוק

<sup>86</sup> דו"ח היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לויטאן בבציוק

בתנאים המאפשרים את המשך פעילותו, ותבין כי עדיף להביא לפירוק החברה ולניצול ערך נכסיו הנוכחיים, על פני דחיית הקץ באמצעות מחזור מסוכן של החוב ותקווה לימים טובים יותר<sup>87</sup>.

**5. טענה – השינוי המוצע על ידי הוועדה במבנה הקבוצות העסקיות יצריך חברות ובעלי שליטה להשקיע הון על מנת לקפל שכבות בפירמידה והון זה יכול שימומן על ידי הלוואות מקופות הגמל וחברות הביטוח. הטלת מגבלות מחמירות תפגע ביכולת קיפול שכבות הפירמידה ע"י חברות האם.**

זו תוצאה חיובית שכן הסטה מהחזקה בחברות באמצעות הון, במקרה זה החזקות הציבור, להחזקה הממומנת על ידי חוב, רק תגביר את רמות המינוף ועל כן תהיה תוצאה בלתי רצויה להמלצות בפרק מבני האחזקה. מצב זה יאלץ את בעלי השליטה שלא יוכלו למצוא מקורות הון למימון רכישת החברות שבשליטתם למכור את גרעיני השליטה שלהן לגורמים שמחוץ לקבוצה העסקית, וכך יתרמו להקטנת הריכוזיות במשק.

**6. טענה – כללי השקעה לגופים הפיננסיים באגרות חוב לא ממשלתיות, שנקבעו על ידי הממונה על שוק ההון, הביטוח והחסכון, בעקבות ועדת חודק, די בהם כדי להפחית את הסיכון הסיסטמי ועל כן אין צורך במגבלות מחמירות.**

כללי השקעה אלו אכן מונעים מהגופים הפיננסיים רכישת חוב המלווה בתשקיף שחסרות בו תניות חוזיות ראויות כפי שנקבעו בוועדת חודק. יחד עם זאת, כללים אלו לא הגבילו את הגופים הפיננסיים מרכישת אגרות חוב שהונפקו טרם כניסת הכללים לתוקף<sup>88</sup> או אגרות חוב המונפקות כהמשך לסדרה קיימת המבוססת על תשקיף שהתפרסם טרם כניסת הכללים לתוקפם. ועל כן כללים אלו אינם מונעים באופן מלא רכישת אגרות חוב שאינן עומדות בתנאים המחמירים של ועדת חודק.

---

<sup>87</sup> דו"ח היועץ המקצועי לוועדה, פרופ' לויסאן בבציוק

<sup>88</sup> ביולי 2010