



מדינת ישראל
משרד האוצר
לשכת המנהל הכללי

ירושלים
26 בדצמבר 2011

סיכום דיון 20 הוועדה להגברת התחרותיות במשק מתאריך 26.12.2011

השתתפו :

מר חיים שני-יו"ר הוועדה

פרופ' יוג'ין קנדל-ראש המועצה הלאומית לכלכלה

פרופ' עודד שריג-הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון

פרופ' דיוד גילה-הממונה על הגבלים עסקיים

פרופ' שמוליק האוזר- יו"ר רשות ניירות ערך

מר גל הרשקוביץ'- הממונה על התקציבים

עו"ד אבי ליכט-המשנה ליועץ המשפטי לממשלה

ד"ר קרנית פלוג-המשנה לנגיד בנק ישראל

מר דודו זקן- המפקח על הבנקים

ד"ר גיתית גור גרשגורן- הכלכלנית הראשית ברשות ניירות ערך

פרופ' אריה לוסיאן בבצ'וק- יועץ לוועדה

מר מוטי ימין-יועץ ליו"ר רשות ניירות ערך

מר יואב אורון- עוזר ליו"ר הוועדה

מר ליאור תבורי- עוזר ליו"ר הוועדה

דובר/ת

שמחים לפתוח דיון נוסף של הוועדה. בהמשך לדיון שלנו משבוע שעבר נציג היום את עיקרי הדברים ששמענו מאנליסטים המכסים את הקבוצות העסקיות. בנוסף, אני רוצה לקבל מנדט מהוועדה לקדם אחת משתי הצעות כפי שדיברנו בפגישות האחרונות. **(עוברים על המצגת)**



מדינת ישראל

משרד האוצר

לשכת המנהל הכללי

דובר/ת

רוצה רק להעיר כי האנליסטים ציינו שכל אחד מהנכסים האלו יכולים להימכר בתוך 4 שנים אך הם לא ציינו האם השוק מסוגל לקבל את כל הנכסים בתקופה זאת.

דובר/ת

הסנקציה המוצעת של הרדמת מניות היא לא אפקטיבית לטעמי. למעשה זאת אמירה שתקופת המעבר היא ארוכה יותר ושהרגולטור מסכים לראות את החברות נשארות בידיים של אותם גופים. בבכר ובברודט הסנקציות היו פליליות על אי מכירה עד תום תקופת המעבר.

דובר/ת

הסנקציה מאפשרת עוד זמן לממש למקרה שלשוק ייקח יותר זמן להתאושש ממה שאנחנו צופים. אי אפשר לומר שהסנקציה חסרת משמעות, לוקחים לאנשים את המניות ואת היכולת להשפיע על התנהלות החברות שלהם.

דובר/ת

אני חושב שהיקפי המימוש בסופו של דבר יהיו קטנים הרבה יותר ממה שמצוין פה. לא חושב שהאירוע כל כך גדול כפי שחלק מהאנשים טוענים. בהינתן המגוון הגדול של הדרכים לקיפול, האפשרות להשקעות זרות, הגידול בהיקפי המקורות על ידי הגידול בהפקדות כל שנה, ההיקף הכספי של שווי גרעיני השליטה וניסיון העבר, המשק הישראלי יתמודד עם היקפי מכירות אלו. בכל אופן אם זה הפתרון הנכון יש להביא את הכל בחשבון במסגרת תקופת המעבר.

דובר/ת

צריך לזכור שיש בחברות האלו גם חובות, לא רק הון. יש קובננטים להלוואות קיימות, יש אירועי מס במקרים של מכירה או חלוקת דיבידנד בעין, זה לא כל כך פשוט.

דובר/ת

מבקש לשמוע את התייחסות כל חברי הוועדה להצעה שהוצגה.

דובר/ת

אני מאוד מאמין בדרך הטיפול שהצגתי בפגישה הקודמת. אחרי מחשבה עמוקה בנושא זה אני תומך באפשרות של קיפול. לדעתי זה שינוי כיוון מאוד מהותי, הוא לא יותר פשוט מהפתרונות האחרים, הוא אפילו יותר מסובך. יש חוב, יש קובננטים וזה מאוד מסובך לפרק אותם ולכן חשוב לקחת את זה בחשבון כאשר אנו חושבים על תקופת המעבר.



מדינת ישראל

משרד האוצר

לשכת המנהל הכללי

הוועדה תצטרך לתת לא רק הצדקה משפטית אלא גם הצדקה כלכלית. כי כמו שהדוח כתוב הלכנו עד עכשיו לכיוון אחר. לדעתי חשוב לעשות שימוע נוסף וצריך לזכור שהכל נובע מהפער בין זכויות בהון וזכויות בהצבעה. צריך לדעתי בשכבה השנייה להבחין בין פער קטן לפער גדול. מבקש לחשוב על הטבות למוכרים, לבחון האם יש אירועי מס.

דובר/ת

אחרי התלבטות קשה הגעתי למסקנה שאני תומכת בהצעה של הסט של כלי הממשל תאגידי לא יעשו לדעתי את העבודה ולמרות שההצעה הזאת היא מאוד דרסטית כנראה שזאת הדרך היחידה. השימוש בשכבות מייצג פוטנציאל לפער ולא ניתן לשחק איתו, בפער עצמו מאוד קל לעלות ולרדת. יש כמה דברים שמטפלים בתקופת המעבר אבל אני עדיין לא מרגישה בנוח עם זה. יש לי חשש גדול מאוד מתקופה זאת כמו שכבר אמרתי. אם אמרנו שדח"צים זה כלי שהוא לא מספיק אפקטיבי בטווח הארוך קשה להאמין שהוא יהיה מספיק אפקטיבי לתקופת המעבר. כמובן שצריך לבחון את המינוף, צריך לקבוע תקופת המעבר, לבחון תרחישי קיצון של מידת ההשפעה של המהלך על השוק ולא רק תרחישים סבירים כדי להבטיח שאנחנו לא פוגעים בשוק.

דובר/ת

אני לא יכולה לתמוך בהצעה. יש 3 סיבות עיקריות לכך: אין לטעמי הצדקה כלכלית לצעד כל כך חמור, הפתרון אינו מידתי גם אם השתכנענו שיש בעיה ויש סכנות שעשויות לעלות על היתרונות. מדובר בצעד דרסטי שישפיע על כמות גדולה של חברות מהגדולות ביותר במשק ולא ברור האם בטווח זמן זה השוק יתאושש ויהיה מסוגל לרכוש כמות כזאת של חברות. יש שני סוגי החלטה שהוועדה צריכה לקבל- האם הולכים על פער או שכבה והאם מחליטים לקטוע או לא. לדעתי לא צריך לקטוע וכמובן עדיף להסתמך על פער מאשר על שכבות. מזכירה כי חלוקת חברות כדיבידנד בעין מחייבת שהחברה תעמוד במבחן הרווח, לא כל החברות עומדות בו ומסוגלות לעמוד בו.

דובר/ת

גם בעולם של שתי שכבות יכול להיות פער משמעותי אבל בסוף פתרון צריך לאו דווקא להיות אופטימלי אלא יעיל פשוט ופרקטי. הדרך הכי אפקטיבית לחלוב חברה היא עסקאות בעלי עניין גם במצב של שכבה אחת ולכן לטעמי צריך למנוע את זה. לא בטוח שתמריצים נכונים הם רק דחיית תשלום המס, צריך לבדוק את זה עם מומחים בהיבט רחב יותר. חושב שהצעד מתמודד עם הבעיות הנכונות שזיהינו, הצעד מוצדק ולטעמי הוא לא דרסטי מדי.

דובר/ת

ההצעה שהוצגה בהחלט טובה אבל יש יותר טובה והיא האפשרות של פתרון מבני המבוסס על פער. לא מסכים עם כך שיפגעו תמריצי ההשקעה בתקופת הביניים מפני שבעלי החברות ירצו להשביח את ערך החברה לפני המכירה. הסנקציה יכולה להיות עבירה פלילית לצד ההרדמה של המניות.



מדינת ישראל

משרד האוצר

לשכת המנהל הכללי

דובר/ת

חושב שהמבחן האמיתי זה הפער אך מבין את הקושי ביישום. למרות זאת, לא צריך לעשות את המבחן בינארי, אפשר להכניס את הפער לשיקולים. ברור שב-2 שכבות יש הגיון כלכלי וקשה לנו הרבה יותר למצוא הגיון כזה בשכבה 4. השאלה היא מה קורה עם שכבה 3, אני מציע שלא נגביל בזמן את קיום שכבה שלישית אלא נאפשר את קיומה אבל ניתן שם טיפול של דח"צים. מסכים עם החששות בנוגע לתקופת הביניים, בעולם עם אינפורמציה א-סימטרית יש פגיעה בתמריצים להשקעה. חושב שצריך לפנות שוב לציבור ולשמוע את דעתם לגבי החששות שלנו ובעיות נוספות שאולי לא חשבנו עליהם.

דובר/ת

אני תומך בהצעה אבל יש לי חששות לגבי תקופת הביניים ושכבה 3. לא בטוח שרוב דח"צים בשכבה 3 יעזור כי יכול להיווצר מצב שמצד אחד אנחנו לא סומכים עליהם ומצד שני בעל השליטה מנפיק חברה שלא בשליטתו אז לא בטוח שפתרנו את הבעיה. לדעתי יש לנו צורך להקטין את הקבוצות העסקיות ולכן אני רוצה לתמרץ מכירה של חברות, קיפול פחות טוב לנו כי אז נישאר עם אותן קבוצות רק שהן יהיו פרטיות. חשוב לצרף את רשות המיסים לצוות בכדי לבחון את ההשלכות והמריצים שניתן לתת. לא בטוח שהקיפול יהיה כל כך פשוט, הנושה למטה לא ירצה לקבל נושה מלמעלה וזה עשוי להיתקע בבית המשפט להרבה מאוד זמן. נושא ההרדמה מוכר מדיני החברות, יש לו אפילו יתרון מבחינת המידתיות ואפשר להשתמש בו כעיקרון קבע. הסכנה בהרדמה היא העברת השליטה למיעוט שיוצרת לו תמריצים להתנגד למכירה. אפשר אולי לשים נאמן מטעם בית משפט אבל זה מסובך. בתקופת הביניים אפשר לשקול לאסור עסקאות בעלי עניין.

דובר/ת

רוצה להציג את הביקורות שנקבל-בדוח הביניים לא הפעלנו סנקציות על חברות בשכבה שלישית שבה יש לבעל השליטה מעל 50% בהון ועכשיו אנחנו אוסרים אותה לחלוטין. מצד שני כעת אנחנו לא מטפלים בחברה בשכבה שנייה עם אחזקה של 15% בהון של בעל השליטה. אני חושב שעברנו מקיצוניות אחת לשנייה.

ההגדרה של שכבה עשויה להיות בעייתית. יכול להיות שהפירמידות ישתנו למבנה כמו שקיים בקוריאה ואז אי אפשר יהיה לדעת מי שולט במה והשכבות לא יהיו ברורות. לגבי תקופת הביניים לא ברור איך בעלי השליטה ינהגו כשהם יודעים שהם ימכרו את החברה בתוך פרק זמן קבוע. לכן אני גם לא אוהב את הרעיון של שכבה 3 זמנית כי זה מועד לפורענות. מסכים שצריך להתייחס לפער, ההבדל בין 49% לבין 20% הוא מאוד גדול. מציע לאפשר שכבה שלישית עם הרבה דח"צים ובמקרים של פער גדול להוסיף כלי ממשל תאגידי. אפשר לומר שאנחנו רוצים לראות את השיווי משקל בשוק עוד 6 שנים ואז להחליט האם צריך לבטל לחלוטין גם את השכבה השלישית. אין לנו שום סיבה לחשוב שב-4 השנים הבאות יהיו שנים של גאות, לא ברור מתי השוק יתאושש. אני לא מודאג מפגיעה בפרמיית שליטה אבל מפחד מפגיעה בתזרים המזומנים, עצירת דיבידנדים עלולה לפגוע בחברות המטה ולגרום לקריסה של הקבוצה שתוביל לשוקים בכל שוק ההון. צריך לזכור שהחוב יותר ארוך מ-4 שנים ברוב המקומות.



מדינת ישראל

משרד האוצר

לשכת המנהל הכללי

דובר/ת

בעד העיקרון, השתכנעתי שצריך ללכת על שכבה במקום על פער, פשוט מסיבות של מדידה ויישום. חשוב לשים לב שההצעה לא אומרת שחברה נינה ציבורית לא תתקיים, אלא רק שלא יהיה שולט לחברה נינה. איסור כזה בהחלט יכול להתייחס לא רק לפער עצמו אלא לפוטנציאל הפער. ההשפעה של ההמלצות היא רק לקבוצה עסקית אחת ולא לכלל הקבוצות העסקיות, יש אפשרות לרדת באחזקות ולשמר את הקבוצה.

צריך פתרון לתקופת הביניים, ממשל תאגידי הוא בהחלט פתרון חלקי. חושב שצריך לעשות סנקציה יותר חזקה מהרדמת מניות.

דובר/ת

מציע לאפשר יותר מאשר דחייה בתשלום המס של 5 שנים אלא אפילו לדחות חלקית ל-5 שנים נוספות. בתקופת המעבר אפשר לתת יותר כוח לוועדת הביקורת. בנוסף, חשוב לקבוע כללים לגבי החזקות צולבות. בארה"ב לדוגמה חברת בת שמחזיקה במניות של חברת אם לא יכולה להצביע בה. ככל שהסנקציה שהוועדה תבחר תהיה יותר חריפה כך היא תדרוש תקופה ארוכה יותר ליישום. אפשר לשים נאמן שיהיה מפקח על ידי בית המשפט במקום הרדמה.

דובר/ת

יש פה שאלה עקרונית, האם מקפלים משכבה 4 או 3 אבל בכל מקרה הנגזרת השנייה זה הפער. זה ההדרגתיות של התהליך שחברות עם פער גדול יקבלו טיפול יותר קשה.

דובר/ת

למדנו בשימועים שיש הבדל משמעותי בין שכבה 2 לשכבה 3, אבל יש הבדל פחות משמעותי בין 3 והלאה. זה חיתוך נכון אבל הוא לא מספיק דק. לכן לשכבה 3 צריך לאפשר להתקיים בכפוף לפער וכלי ממשל תאגידי ואת שכבה 4 והלאה צריך לבטל.

דובר/ת

חשוב שהפתרון יהיה פשוט גם אם יהיו בעיות בשוליים.

דובר/ת

אני מבקש לכנס את הוועדה תחת מתווה לפתרון, לא מצביעים כעת על המסמך הסופי של הוועדה אלא על הכיוון שהוועדה הולכת אליו. האם הוועדה מסכימה ששכבה 4 מקפלים ולגבי שכבה 3 נציג שתי אלטרנטיבות- או שהיא תקופל או שתחת מקרים מסוימים נאפשר אותה.



מדינת ישראל
משרד האוצר
לשכת המנהל הכללי

דובר/ת

לא ניתן להגיע להכרעה כעת. ממליץ שנסכים על שכבה 4 עכשיו ובפעם הבאה נדבר על שכבה 3 ועל בסיס מה שנחליט שם נחליט מה עושים עם שכבה 2.

דובר/ת

יש פה שתי אלטרנטיבות. קיפול מ-4 ומעלה ואז ממשל תאגידי על פי פער. או לחילופין לקפל 3 ואילך ואז ממשל תאגידי על 2 לא בהכרח לפי פער.

דובר/ת

שבוע הבא נביא שתי אופציות כפי ש... הציג. מבקש לשמוע עדכון מצוות ריאלי פיננסי על ההתקדמות בעבודתם.

דובר/ת

בחנו את הפרמטר לקביעת גוף ריאלי משמעותי. יש מתאם גבוה מאוד בין נכסים ואשראי. זה לא אחד לאחד אבל זה נותן לנו כמעט את אותו מיון. לכן אפשר ללכת על איזה פרמטר שאנחנו רוצים. יש ויכוח אם להשתמש בנכסים או באשראי.

דובר/ת

תודה, אני רואה שהנושא דורש דיון מעמיק ולכן נמשיך אותו בשבוע הבא. אנחנו נסיים את הישיבה כעת, מבקש להודות לכל המשתתפים.

רשמים:

ליאור תבורי, עוזר ליו"ר הוועדה