

חוות דעת בשאלה האם שילוב הבעלות בין קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון וחברת פז

עלול לפגוע בתחרות במשק הישראלי או במידת היציבות שלו

פרופסור יוסי שפיגל

נובמבר 25, 2011

תוכן עניינים

1.	הקדמה	2
2.	החששות שוועדת הריכוזיות העלתה לשילוב בין תאגידים ריאליים ופיננסיים	3
2.1	עיוות בהקצאת המקורות במשק	3
2.2	פגיעה אפשרית בתחרות במשק	11
2.3	איתנות המערכת הפיננסית	17
2.4	זליגת אינפורמציה אודות מתחרים מהגוף הפיננסי לתאגיד הריאלי	21
3.	כיצד ניתן להתמודד עם החששות עליהם הצביעה ועדת הריכוזיות?	22
3.1	משטר תאגידי פגום בגוף הפיננסי או יציבותו הפיננסית של בעל השליטה בו	23
3.2	הדרת מתחרים או "לחצים" על ספקים ולקוחות של התאגיד הריאלי	26
3.3	יציבות המערכת הפיננסית בישראל	29
4.	הקריטריונים לצורך הגדרת תאגידים ריאליים וגופים פיננסיים כ"משמעותיים"	31
4.1	הגדרת תאגיד ריאלי משמעותי	32
4.2	הגדרת גוף פיננסי משמעותי	34
4.3	קריטריונים איכותיים	37
5.	סיכום ומסקנות	40

1. הקדמה

התבקשתי על ידי משפחות ליברמן ואבלס מאוסטרליה, משפחת בינו, פיבי אחזקות בע"מ, ופז חברת נפט בע"מ לחוות דעתי בנוגע לשאלה האם שילוב הבעלות בין גוף פיננסי דוגמת קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון ותאגיד ריאלי דוגמת חברת פז עלול לפגוע בתחרות במשק הישראלי או במידת היציבות שלו. הרקע לחוות הדעת הוא פרסום טיוטת הדו"ח שפרסמה הוועדה להגברת התחרות במשק (להלן "וועדת הריכוזיות"). פרק 3 בדו"ח הוועדה עוסק בהמלצות בנושא החזקה של פעילות ריאלית ופיננסית על ידי בעל שליטה יחיד. הוועדה ממליצה ש"תאגיד ריאלי משמעותי או השולט בתאגיד ריאלי משמעותי לא ישלוט בגוף פיננסי משמעותי ולא יחזיק בו למעלה משיעור שייקבע על ידי הרגולטורים שיוסמכו לעניין זה." בפרט, הוועדה ממליצה ש"שיעור ההחזקה המרבי לא יעלה על 10 אחוזים מסוג כלשהו של אמצעי שליטה בגוף פיננסי משמעותי".¹ לפי המלצות הוועדה, תאגיד ריאלי יחשב למשמעותי אם "מחזור המכירות הקובע שלו בישראל עולה על 8 מיליארד ש"ח או "המאזן הקובע שלו עולה על 20 מיליארד ש"ח, והיקף הנכסים בישראל מהווה יותר מ-5% מהמאזן הקובע" כאשר מחזור המכירות והמאזן הקובעים מתייחסים לשנה האחרונה לגביה פורסמו דו"חות כספיים שנתיים. בנוסף, כל "תאגיד בנקאי, סולק, מבטח, חברה מנהלת, מנהל קרן להשקעות משותפות בנאמנות, חברה להנפקת מוצרי מדדים או מנהל תיקים" ייחשב לגוף פיננסי משמעותי אם "כלל נכסיו עולה על 50 מיליארד ש"ח"

נראה שאחת מההשלכות של המלצות הוועדה היא שבעלי השליטה בחברת פז שמחזור המכירות שלה בישראל בשנת 2010 עלה על 8 מיליארד ש"ח, לא יורשו להחזיק בגרעין השליטה בקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון, שסך המאזן שלה לשנת 2010 עולה על 50 מיליארד ש"ח. בחוות דעת זו אטען שהעובדה שבעלי השליטה בחברת פז מחזיקים גם בגרעין השליטה בקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון איננה מעוררת אף אחד מהחששות שהוועדה פירטה בפרק 3 בטיטת הדו"ח שלה, ולפיכך איסור על החזקה כזו ממילא איננו משיג את התכלית של הפגת החששות שהוועדה העלתה, וגם איננו טומן בחובו יתרונות כלשהם למשק הישראלי.

מבנה חוות הדעת הוא כדלקמן: בפרק 2 של חוות הדעת אסקור את החששות שהוועדה העלתה ואשר רלוונטיים לשילוב הבעלות בין בנק לתאגיד ריאלי, ואצביע על כך שאף אחד מחששות אלה איננו רלוונטי לקשר בין השליטה בחברת פז להחזקה בגרעין השליטה בקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון. בפרק 3 אמפה את החששות הרלוונטיים לפי מהות החשש, אבחן את הגורמים אשר משפיעים על מידת החשש, ואבדוק כיצד ניתן להפיג את החשש באופן מיטבי. בפרק 4 של חוות הדעת, אבחן את הקריטריונים שהציעה הוועדה לצורך הגדרת תאגידים ריאליים ופיננסיים משמעותיים, ואראה שניתן לעדן קריטריונים

¹ למעט גוף פיננסי משמעותי בלי גרעין שליטה בו לא יעלה שיעור החזקה המירבי על 5% מסוג כלשהו של אמצעי שליטה.

אלה באופן אשר ישמור על רוח המלצות הוועדה, וישגי את התכלית של הסרת החששות עליהם הצביעה הוועדה בצורה מיטבית. לבסוף, בפרק 5 אסכם בקצרה את הטיעונים המרכזיים בחוות הדעת ואציג את מסקנותיי.

2. החששות שוועדת הריכוזיות העלתה לשילוב בין תאגידים ריאליים ופיננסיים

בפרק 3 לטיטת הדו"ח של וועדת הריכוזיות, מעלה הוועדה שורה של חששות העולים כתוצאה משליטה של תאגידים ריאליים בגופים פיננסיים. סוג אחד של חששות הוא שהעדר הפרדה בין תחומי עיסוק ריאליים ופיננסיים "עלולה ליצור לגופים המוסדיים ניגודי עניינים בין עובדת היותם חלק מקבוצה עסקית עם פעילות ריאלית בין תפקידם בממשל תאגידי ועלולה להשפיע על היכולת והרצון של מתווכים אלה למלא את התפקיד הזה כראוי" (עמוד 13 לדו"ח). כיוון שחשש זה איננו נוגע לבנקים, הוא איננו רלוונטי לעניין הבעלות המשולבת של בעלי השליטה, משפחות אבלס, ליברמן, ובינו (להלן "קבוצת השליטה") על חברת פז ועל קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון, ועל כן לא אתייחס אליו בחוות דעת זו.

שאר החששות שהוועדה העלתה רלוונטיים לעניין שילוב הבעלות בין בנק ותאגיד ריאלי - בפרק זה של חוות הדעת אסקור חששות אלה אחד לאחד, ואראה כי אף על פי שחששות אלה מעוגנים בספרות הכלכלית והם אפשריים מבחינה תיאורטית, הרי שאף לא אחד מהם רלוונטי לעניין האחזקה של בעלי השליטה בפז בגרעין השליטה בקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון.

2.1 עיוות בהקצאת המקורות במשק

החשש הראשון שוועדת הריכוזיות מעלה הוא ש"שילוב של תאגידים ריאליים ופיננסיים תחת אותה שליטה או החזקה, מעלה ... חשש להקצאה לא יעילה של משאבים במשק כתוצאה מהאפשרות להיווצרות ניגודי עניינים בין הפעילות הריאלית לפיננסית" (עמוד 13 לדו"ח). בפרט, הוועדה מציינת כי "בעלי השליטה בתאגידים פיננסיים יכולים להסיט, חרף קיומה של רגולציה, הקצאת הון במשק לטובת חברות שבבעלותם או שיש להם אינטרסים אחרים בהן" (עמוד 20 לדו"ח). עוד מציינת הוועדה כי "אחד החששות הוא כי תאגידים השייכים לבעל השליטה יזכו לקבל מהתאגיד הבנקאי אשראי בהיקף גבוה יותר או בתנאי אשראי עדיפים לעומת תאגידים שאינם שייכים לקבוצת השליטה, וכן שלאחר מתן האשראי הוא ינוהל בתנאים מועדפים, לרבות טיפול לא ראוי במידה והאשראי הופך בעייתי. מצב זה עשוי לגרום לפגיעה באיכות תיק הנכסים של התאגיד הבנקאי וברווחיותו, וכפועל יוצא מכך עלולה להיפגע יציבותו של התאגיד הבנקאי הנשען בעיקר על מקורות מהציבור" (עמוד 45).

לחשש זה יש שני נדבכים: הנדבך הראשון הוא שבעל השליטה בבנק ינצל את שליטתו בבנק להעברת כספים אל התאגיד הריאלי, שאף בו הוא שולט, בדמות של הלוואות לא ראויות (למשל "יוענק אשראי של 100 ₪ לפרויקט שמניב תשואה של 90 ₪ בלבד"), או הלוואות מסובסדות (למשל "יוענק אשראי בריבית של 5% לפרויקט, כאשר מחיר ההון של הבנק הוא 10%"). הפגיעה במקרה זה היא בבעלי המיעוט של הבנק, שכן חלק מכספם יילקח ויימסר לבעלים של התאגיד הריאלי. החשש אם כן הוא חשש לממשל תאגידי פגום אשר יאפשר לבעל השליטה להסיט משאבים מהבנק לעסקים אחרים בהם הוא שולט. כדאי כבר עתה לשים לב לכך שהחשש הזה איננו ייחודי למצבים בהם בעל השליטה בבנק מסיט משאבים דווקא לתאגיד ריאלי בישראל. החשש קיים גם כאשר הבנק מאפשר לבעל השליטה לקחת הלוואה מסובסדת לצורך שימוש האישי או למימון עסקיו, בין אם הם בישראל, ובין אם הם בחו"ל. מכיוון שהבעיה איננה נובעת בהכרח מקשרי הבעלות בין בנק לתאגיד ריאלי בישראל, הפתרון הראוי לבעיה איננו למנוע קשר כזה, אלא לשפר את הפיקוח על בעלי השליטה בחברה לבל ינצלו את כוחם לרעה על חשבון בעלי המיעוט.

הנדבך השני של הטענה הוא שהאשראי המסובסד יעוות את החלטות ההשקעה של התאגיד הריאלי, ובפרט יתמרץ אותו להשקיע בפרויקטים אשר ללא הסבסוד, היו מניבים ערך נוכחי שלילי (אלמלא כן לא ניתן היה לדבר על "הקצאה לא יעילה של משאבים במשק"). כאן הפגיעה היא ביעילות המשק בכללו, ולא רק בבעלי מניות המיעוט בבנק.

ניתן להדגים את החשש באמצעות דוגמה מספרית פשוטה:

תרחיש א': נניח שתאגיד ריאלי יכול להשקיע 100 ₪ בפרויקט שמניב תשואה של 10%, בשעה שהבנק שמעניק לו אשראי יכול להשיג תשואה אלטרנטיבית של 15%. הפרויקט אם כן מניב ערך נוכחי נקי שלילי, ומבחינת יעילות כלכלית, מן הראוי היה שלא להשקיע בו. אולם אם מסיבה כלשהי מוכן הבנק להלוות 100 ₪ לתאגיד הריאלי בריבית של פחות מ-10%, למשל 8%, אזי כדאי יהיה לתאגיד הריאלי להשקיע בפרויקט. מתן ההלוואה כשלעצמו מעביר אם כן מקורות בסך 7 ₪ מהבנק לתאגיד הריאלי (ההפרש בין התשואה האלטרנטיבית שהבנק יכול היה לקבל על כספו בסך 15% מ-100 ₪, לבין התשואה שהוא מקבל בפועל מהתאגיד הריאלי בסך 8% מ-100 ₪). זהו הנדבך הראשון של החשש. הנדבך השני של החשש הוא שמתן ההלוואה מתמרץ את התאגיד הריאלי להשקיע 100 ₪ בפרויקט שמניב תשואה של 10%, בשעה שהבנק יכול לקבל על אותו סכום תשואה של 15%. ההפסד למשק כולו מעיוות החלטת ההשקעה של התאגיד הריאלי בפרויקט, הוא 5 ₪.

כדאי כבר עתה לשים לב לכך שכל עוד התאגיד הריאלי והבנק מוחזקים במלואם על ידי בעל שליטה יחיד, אין חשש שהבנק יעניק לתאגיד הריאלי הלוואה מסובסדת, משום שכל רווח שיצמח לבעל השליטה בתאגיד הריאלי מקבלת אשראי מסובסד יתקזז במלואו מול ההפסד מהענקת האשראי בבנק. במונחי תרחיש א', מתן הלוואה בריבית של 8% לתאגיד הריאלי, במקום להרוויח תשואה אלטרנטיבית של 15%, מניב לבנק הפסד של 7 ₪ (פער בין 15% ל-8%, על הלוואה של 100 ₪), בשעה שההשקעה בפרויקט מניבה לתאגיד הריאלי רווח של 2 ₪ בלבד (פער בין תשואה של 10% לעלות ההלוואה בגובה 8% על השקעה של 100 ₪).

כדי שסבסוד אשראי לתאגיד הריאלי יהיה כדאי לבעל השליטה, שיעור הבעלות שלו בבנק צריך להיות נמוך במידה משמעותית משיעור הבעלות שלו בתאגיד הריאלי. כדי לראות מדוע, נניח כי בנק אשר יכול להרוויח תשואה אלטרנטיבית של $x\%$, מעניק הלוואה בריבית של $r\%$ לתאגיד ריאלי, אשר משקיע בפרויקט אשר מניב תשואה של 10%. כדי ששני הנדבכים בחששות הוועדה יתקיימו, נניח $x > 10 > r$, כלומר, הריבית על ההלוואה נמוכה מ-10% (אחרת התאגיד הריאלי לא ישקיע), ואילו התשואה האלטרנטיבית של הבנק גבוהה מ-10% (אחרת ההלוואה לא מעוותת את הקצאת המקורות במשק). אם נסמן את שיעור הבעלות של בעל השליטה בבנק ב- a_B ואת שיעור הבעלות שלו בתאגיד הריאלי ב- a_R , אזי מתן הלוואה משתלם לבעל השליטה בתנאי שאי השוויון הבא מתקיים:

$$a_B \times (x - r) < a_R \times (10 - r)$$

צד שמאל של אי השוויון מייצג את חלקו של בעל השליטה בהפסד לבנק ממתן הלוואה מסובסדת, ואילו צד ימין מייצג את חלקו של בעל השליטה ברווח של התאגיד הריאלי מקבלת הלוואה המסובסדת. כעת, נניח כמו בתרחיש א' כי $x = 15\%$, ו- $r = 8\%$, ונרשום את אי השוויון כך:

$$\frac{a_B}{a_R} < \frac{10 - r}{x - r} = \frac{10 - 8}{15 - 8} = 0.286$$

משמעות אי השוויון היא שכדי שמתן הלוואה מסובסדת ישתלם לבעל השליטה, שיעור האחזקה שלו בבנק צריך לעמוד על 28.6% משיעור האחזקות שלו בתאגיד הריאלי. כך למשל, אם בעל השליטה מחזיק בבעלות של 100% בתאגיד הריאלי, עליו להחזיק פחות מ-28.6% בבנק כדי שמתן הלוואה ישתלם לו. אם בעל השליטה מחזיק בבעלות של 80% בתאגיד הריאלי, שיעור האחזקה שלו בבנק צריך לרדת מתחת ל-22.8% כדי שמתן הלוואה ישתלם לו, ואם הוא מחזיק רק ב-60% בתאגיד הריאלי, מתן הלוואה משתלם לו רק אם שיעור החזקה שלו בבנק יורד מתחת ל-17.1%. למותר לציין כי ככל ששיעור הבעלות

של בעל השליטה בבנק נמוך יותר, כך יקשה עליו להמשיך ולהכתיב את צעדיו של הבנק, ובפרט לכפות עליו להקריב רווחים לטובת התאגיד הריאלי.

חשוב לשים לב שמתן הלוואה מסובסדת כמתואר בתרחיש א' היא פעילות אסורה לפי חוק החברות, שכן היא בבחינת "עושה המיעוט", והפרה של חובת ההגינות של בעל השליטה וחובת האמונים של נושאי המשרה אשר אשרו את מתן הלוואה. בנוסף, מתן הלוואה עומד בניגוד להוראות ניהול בנקאי תקין. ואכן, סעיף 1 בפרק 3.4 בדו"ח ועדת הריכוזיות מתאר בהרחבה את הכלים העומדים לרשותו של בנק ישראל למנוע מתן הלוואות כאלה.² לאור כל זאת, סביר להניח שגם אם בעל השליטה בבנק יצליח להעניק לתאגיד הריאלי הלוואה מסובסדת שלא כדין, עומק הסובסידיה יהיה מן הסתם מוגבל, אחרת בנק ישראל או בעלי המיעוט יצליחו לחסום את הלוואה.

ואולם, צמצום בעומק הסובסידיה מקטין עוד יותר את החשש שמתן הלוואה מסובסדת יהיה כדאי לבעל השליטה. כדי לראות זאת, נניח שהריבית על הלוואה היא 9% ולא 8% כמו בתרחיש א', כלומר, $r = 9\%$. כעת, התנאי לכך שמתן הלוואה ישתלם לבעל השליטה הוא:

$$\frac{a_B}{a_R} < \frac{10-r}{x-r} = \frac{10-9}{15-9} = 0.166$$

כלומר, מתן הלוואה מסובסדת כדאי לבעל השליטה רק בתנאי ששיעור הבעלות שלו בבנק עומד על פחות מ-16.6% משיעור הבעלות שלו בתאגיד הריאלי. כך למשל, אם בעל השליטה מחזיק ב-80% מהבעלות על התאגיד הריאלי, כדאי יהיה לו לאשר מתן הלוואה מסובסדת רק אם שיעור הבעלות שלו בבנק ירד אל מתחת ל-13.3%. ברור שלא סביר שמי שמחזיק בבעלות של 13.3% בבנק יצליח להכתיב לבנק להעניק לתאגיד ריאלי הלוואה מסובסדת בניגוד להוראות בנק ישראל ותוך ביצוע עברות על חוק החברות וחוק ניירות ערך.

במקביל, ירידה בעומק הסובסידיה הניתנת לתאגיד הריאלי יכולה להקטין לא רק את החשש שהלוואה תצא אל הפועל, אלא גם את העיוות בהקצאת המקורות במשק במקרה שהלוואה ניתנת בסופו של דבר. למשל, נניח כמו בתרחיש א' שהריבית על הלוואה היא 8%, אך התשואה האלטרנטיבית של הבנק היא 14% ולא 15%. במקרה זה, הסובסידיה על הלוואה היא 6%, ולא 7% כמו בתרחיש א'. ברם כעת, ההפסד מנקודת ראותו של המשק הוא רק 4 ₪ לכל 100 ₪ הלוואה (ההפרש בין תשואה של 10% על הפרויקט, לעומת תשואה אלטרנטיבית של 14%). כלומר, צמצום ההפרש בין התשואה על

² יתר על כן, הלוואה מעין זו מחייבת אישור קפדני בהתאם להוראות הפרק בחוק החברות העוסק בעסקאות עם בעלי עניין (נצרכים אישורי ועדת ביקורת, דירקטוריון ורוב מקרב המיעוט באסיפה הכללית), כאשר עצם העסקה או ההטבה מחייבים גילוי מלא בהתאם להוראות דיני ניירות ערך.

הפרויקט לבין התשואה האלטרנטיבית של הבנק, מביאה לצמצום הנזק שנגרם לכלל המשק אם הלוואה מסובסדת אכן מוענקת לתאגיד ריאלי.

ומהכלל אל הפרט: קבוצת השליטה מחזיקה בבעלות של 58.34% בפז, שהוא תאגיד ריאלי, וכן היא מחזיקה בבעלות של 80% בפי.בי, אשר מצידה מחזיקה ב-53.53% מהבעלות על קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון, שהוא גוף פיננסי (כלומר קבוצת השליטה מחזיקה בשרשור ב-42.82% מהבעלות בקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון, שהם 80% מתוך 53.53%). לאור ההפרש הקטן בין שיעור הבעלות על שני התאגידים, קשה לראות כיצד קיים חשש סביר שקבוצת השליטה תשתמש בשליטתה בקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון כדי לאשר הלוואות מסובסדות לחברת פז. לפני שאמחיש זאת באמצעות דוגמה, חשוב לציין כבר עתה שחברת פז היא הפחות ממונפת מבין ארבע חברות הדלק הגדולות, וייתרת ההלוואות הבנקאיות שלה נמוכה, הן באופן מוחלט, והן בהשוואה לחברות הדלק הגדולות האחרות. טבלה 1 להלן מציגה את הנתונים.

טבלה 1: המינוף של ארבעה חברות הדלק הגדולות במיליוני ₪

פאנל א': נתונים נכון ל-31.12.2010

החברה	יתרת הלוואות בנקאיות	יתרת אג"ח	סה"כ יתרת הלוואות + אג"ח	הון עצמי	אחוז מינוף פיננסי ³
דלק ישראל	1,404	1,397	2,801	1,095	72%
דור אלון	862	753	1,615	457	78%
פז	89	5,642	5,731	3,228	64%
גרנית ⁴	1,689	816	2,505	833	75%
סך הענף	4,044	8,608	12,652	5,613	69%

מקור: הדו"חות הכספיים של חברות הדלק ל-31 בדצמבר 2010

פאנל ב': נתונים נכון ל-30.6.2011

החברה	יתרת הלוואות בנקאיות	יתרת אג"ח	סה"כ יתרת הלוואות + אג"ח	הון עצמי	אחוז מינוף פיננסי
דלק ישראל	1,065	1,750	2,815	1,104	72%
דור אלון	1,077	628	1,705	475	78%
פז	85	6,020	6,105	3,405	64%
גרנית	2,719	783	3,502	857	80%
סך הענף	4,946	9,181	14,127	5,841	71%

מקור: הדו"חות הכספיים של חברות הדלק ל-30 ביוני 2011

פרט לנתונים בטבלה 1, חשוב לציין שדרוג אגרות החוב הנסחרות של פז בבורסה בתל אביב הוא AA-, והתשואה על אגרות החוב הצמודות למדד שלה עומדת על כ-2.5%-2.0%. בנוסף, סעיף ט' בפרק "עסקאות עם בעלי עניין" בדו"ח השנתי של הבינלאומי ל-2010 מגלה שיתרת האשראי של חברת פז מהבנק הבינלאומי הראשון וחברות הבנות שלו ל-31 בדצמבר 2010 עמדה על 0 ₪. יתר על כן, סך החבות הכספית המאזנית של חברת פז לבנק הבינלאומי הראשון וחברות הבנות שלו, לרבות השקעות באג"ח, ושווי הוגן של מכשירים נגזרים, ל-31 בדצמבר 2010 עמדה על 21.4 מיליון ₪, ויתרת האשראי שלא נוצלה עמדה על 27.3 מיליון ₪.

לאור עובדות אלה, ברור שהדיון שלהלן הוא תיאורטי בלבד. מכל מקום, הדוגמה שלהלן ממחישה שלא זו בלבד שקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון איננה מעניקה לחברת פז אשראי משמעותי כיום, אלא שהסיכוי שכדאי יהיה לה להעניק לפז הלוואות מסובסדות הוא קלוש.

³ רמת המינוף חושבה על ידי חלוקת יתרת הלוואות והאג"ח בסכום של יתרת הלוואות וההון העצמי. לצורך החישוב, לא קוזזו הנכסים פיננסיים של החברות מסכום ההתחייבויות שלהן. קיזוז כזה היה מקטין את רמת המינוף של החברות ולכן החישוב בטבלה מהווה אומדן יתר לרמת המינוף של חברות הדלק.

⁴ נתון על סך קבוצת גרנית.

תרחיש ב': נניח כמו בתרחיש א' שחברת פז יכולה להשקיע בפרויקט כלשהו אשר מניב תשואה של 10%, בשעה שקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון יכולה להרוויח תשואה של 15%. במקרה זה, לא כדאי לקבוצת השליטה לגרום לבנק הבינלאומי הראשון להעניק לפז הלוואה גם בריבית של 0. זאת משום שמתן ההלוואה ייסב לבנק הבינלאומי הראשון הפסד של 15% על כל שקל, מתוכם רק 42.82%, שהם 6.42 אגורות לשקל, ייפלו בחלקה של קבוצת השליטה. מנגד ההלוואה תאפשר לפז להרוויח 10% על כל שקל, מתוכם 58.34%, או 5.83 אגורות לכל שקל ייפלו בחלקה של קבוצת השליטה. מובן שלקבוצת השליטה לא כדאי להפסיד 6.42 אגורות לשקל בבנק הבינלאומי הראשון כדי להרוויח 5.83 אגורות לשקל בפז.

תרחיש ב' ממחיש שכל עוד חברת פז יכולה להרוויח תשואה של 10%, בשעה שקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון יכולה להרוויח תשואה של 15%, לא כדאי לקבוצת השליטה לגרום לבנק הבינלאומי הראשון להעניק לפז הלוואה גם אם זו מוענקת ללא ריבית כלל. כעת, נראה שהאפשרות שקבוצת השליטה תלחץ על הבנק הבינלאומי הראשון להעניק לפז אשראי מסובסד, איננה סבירה גם כאשר פער התשואות בין פז לבין הבנק הבינלאומי הראשון הוא צנוע יותר. לשם כך, נניח כעת שהתשואה האלטרנטיבית שהבנק הבינלאומי הראשון יכול להרוויח היא $x\%$ ולא 15% כמקודם. בהינתן מצב דברים זה, ניתן לשאול את השאלה הבאה: "מה גובה הריבית המקסימלית, r , שהבנק הבינלאומי הראשון צריך לגבות מפז כדי שמתן ההלוואה יהיה כדאי לקבוצת השליטה?"

כדי לענות על השאלה, נשים לב שכדי שמתן הלוואה ישתלם לקבוצת השליטה צריך להתקיים אי השוויון הבא:

$$42.82 \times (x - r) < 58.34 \times (10 - r)$$

צד שמאל של אי השוויון מייצג את ההפסד לקבוצת השליטה ממתן האשראי על ידי הבנק הבינלאומי הראשון, ואילו צד ימין מייצג את הרווח לקבוצת השליטה מקבלת האשראי על ידי פז. אחרי העברת אגפים מתקבל אי השוויון הבא:

$$r < \frac{58.34 \times 10 - 42.82 \times x}{58.34 - 42.82}$$

כדאי לשים לב שכדי שאי השוויון יוכל להתקיים, צד ימין של אי השוויון חייב להיות חיובי. לשם כך, התשואה האלטרנטיבית של הבנק הבינלאומי הראשון, x , חייבת להיות נמוכה מ-13.6%, אחרת לא קיים שער ריבית חיובי, r , שעבורו מתן הלוואה מסובסדת היה משתלם לקבוצת השליטה (גם אם מתן

הלוואה כזה היה בכלל אפשרי). כלומר, כדי שמתן ההלוואה יהיה בכלל כדאי לקבוצת השליטה, הפער בין התשואה שפז יכולה להשיג, לבין התשואה האלטרנטיבית שהבנק הבינלאומי הראשון יכול להשיג, חייב להיות מוגבל בגודלו. ברם, ככל שהפער בין התשואה האלטרנטיבית של הבנק הבינלאומי הראשון לבין התשואה על ההשקעה של פז מצטמצם, כך קטן הנזק שנגרם למשק כולו אם הלוואה מסובסדת ניתנת בסופו של יום. מכאן ניתן להסיק שככל שהחשש ממתן הלוואה מסובסדת גדל, כך קטן הנזק למשק כולו ממתן ההלוואה.

בכל מקרה, נניח כעת שהתשואה האלטרנטיבית של הבנק הבינלאומי הראשון, x , נמוכה מ-13.6%. לשם קונקרטיזציה, נניח שתשואה זו עומדת על 12%. מה הריבית, r , שהבנק הבינלאומי הראשון צריך לגבות מפז כדי שיהיה כדאי לקבוצת השליטה לגרום לבנק לאשר את מתן ההלוואה? מאי השוויון לעיל ניתן לראות שהתשובה היא

$$r < \frac{58.34 \times 10 - 42.82 \times 12}{58.34 - 42.82} = 4.48$$

כלומר, כדי שמתן ההלוואה בכלל ישתלם לקבוצת השליטה, הריבית על ההלוואה חייבת להיות מתחת ל-4.48%. כיוון שהתשואה האלטרנטיבית של הבנק הבינלאומי הראשון לפי ההנחה היא 12%, הסובסידיה הגלומה בהלוואה היא מעל 7.5%. למותר לציין שסובסידיה כזו תמשוך אליה תשומת לב רבה הן מצד בעלי מניות המיעוט בחברה, הן מצד מחלקת הפיקוח על הבנקים, והן מצד רשות ניירות ערך, ולכן קשה להאמין שהבנק הבינלאומי הראשון יוכל להעניק לפז הלוואה כזו שתהיה כדאית מנקודת ראותה של קבוצת השליטה.⁵ דוגמה זו ממחישה עד כמה קשה לצייר תרחיש סביר שבו החשש שהוועדה מעלה נראה ממש.

לסיכום, ניתן לראות שהחשש הראשון שהוועדה העלתה איננו סביר במקרה של קבוצת השליטה, לאור העובדה שכדי שמתן הלוואות מסובסדות לחברת פז יהיה כדאי לקבוצת השליטה, גובה הסובסידיה הגלומה בהלוואה צריך להיות מאוד משמעותי. במצב דברים זה, רב הסיכוי שההלוואה תמשוך אליה גורמי פיקוח אשר יסכלו אותה. כדי שהסובסידיה תמשוך פחות תשומת לב, גובהה צריך להיות יחסית צנוע, אבל במקרה זה הנזק שייגרם למשק הישראלי אם ממענק הסובסידיה הוא מוגבל. בקיצור, החשש לפגיעה משמעותית במשק הישראלי הוא מאוד לא סביר.

⁵ כאמור, על פי הוראות חוק החברות, עסקה מעין זו דורשת אישור של ועדת הביקורת, דירקטוריון החברה, ורוב מקרב בעלי מניות המיעוט בהצבעה באסיפה הכללית. יתר על כן, חובת הגילוי מחייבת את החברה לחשוף את שיקולי החלטת ועדת הביקורת והדירקטוריון, כאשר על פי רוב מוצגים תנאי השוק או הלוואות דומות. סביר כי הטבה בשיעור כה מהותי לבעל השליטה עלולה להטיל על הגורמים המאשרים חבות בגין הפרת חובות האמון וההגינות, וזאת בהנחה שבעלי מניות המיעוט יאשרו את העסקה. כל אלה מצביעים על כך שכדאיות מתן ההלוואה לבעל השליטה ויכולתן לממש אותה נמוכים.

בנוסף לחשש שבעלי השליטה בבנקים יסיטו "הקצאת הון במשק לטובת חברות שבבעלותם או שיש להם אינטרסים אחרים בהן", הוועדה מעלה חשש נוסף, לפיו קבוצות עסקיות יכולות "לכוון אשראי ממוסדות פיננסיים שבבעלותן לחברות בבעלות קבוצות אחרות, קרי מימון צולב" (עמוד 20 לדו"ח הוועדה). הרעיון כאן הוא שקבוצה א' תסיט מקורות מהגופים הפיננסיים שבבעלותה לתאגידים הריאליים שבבעלות קבוצה ב', ובתמורה, קבוצה ב' תסיט מקורות מהגופים הפיננסיים שבבעלותה לתאגידים הריאליים שבבעלות קבוצה א'.

ואולם, אם קשה לראות כיצד הסטת הון לטובת חברות בבעלות, או חברות קשורות, עשויה להיות כדאית (כפי שהדיון לעיל ממחיש), הרי שקשה עוד יותר לראות כיצד מימון צולב, שהוא הסדר מורכב ומסובך יותר ומצריך קואורדינציה, תיאום, ואמון בין קבוצות שונות, עשוי להיות הסדר רווחי. בפרט, כדי שהסדר מימון צולב יביא לעיוות בהקצאת מקורות מנקודת הראות של המשק כולו, נדרש ששני גופים פיננסיים שונים יצליחו להעניק הלוואות מסובסדות לתאגידים ריאליים. במקרה זה הסיכון מנקודת ראותם של הגופים הפיננסיים שהלוואות ימשכו תשומת לב מצד בעלי מניות המיעוט, מחלקת הפיקוח של הבנקים, והרשות לניירות ערך הוא כפול, ועל כן החשש לעיוות בהקצאת מקורות במשק בדרך של מימון צולב הוא עוד פחות סביר מהחשש לעיוות כזה כאשר גוף פיננסי מעניק הלוואה מסובסדת לתאגיד ריאלי שעומו הוא קשור. לפיכך, אם קשה להצדיק את החשש ששילוב הבעלות על התאגידים פז והבנק הבינלאומי הראשון תביא לעיוות בהקצאת המקורות במשק, הרי שקשה עוד יותר להצדיק את החשש שתאגידים אלה יהיו מעורבים בהסדרי מימון צולב באופן אשר יביא לעיוות בהקצאת המקורות במשק.

2.2 פגיעה אפשרית בתחרות במשק

החשש השני שוועדת הריכוזיות מעלה הוא החשש לפגיעה אפשרית בתחרות. בפרט, הוועדה מציינת כי קבוצות עסקיות "יכולות לנסות ולמנוע אשראי ממתחרים קיימים או פוטנציאליים שלהם בענפים הריאליים וכך בעקיפין "ליהנות" מהאחזקות הפיננסיות, כשהמערכת הרגולטורית מתקשה להתמודד עם סיכונים אלו" (עמוד 20 לדו"ח). במילים אחרות, החשש הוא שהתאגיד הריאלי ימנף את שליטתו בגוף הפיננסי, בנק בעניינינו, כדי למנוע אשראי מתאגידים ריאליים מתחרים, או לספק להם אשראי בתנאים נחותים. הדרה כזו של מתחרים משוק ההון תעניק לתאגיד הריאלי יתרון אסטרטגי על פני מתחרים, משום שהיא תייקר את עלות ההון שלהם, ותחליש את כוחם להתחרות בשוק.⁶

⁶ ההנחיות לבחינת מיזוגים לא אופקיים של הנציבות האירופאית מגדירות הדרה כך: "Foreclosure thus can be found even if the foreclosed rivals are not forced to exit the market: It is sufficient that the rivals are disadvantaged and consequently led to compete less effectively."

כדאי לשים לב שבדומה לסעיף 2.1, גם הדרת תאגידים ריאליים מתחרים משוק ההון גורמת להסטת מקורות כספיים מהבנק לתאגיד הריאלי, וזאת משום שהיא כרוכה באובדן רווחים ממתן אשראי עבור הבנק, בעוד שהיא מעניקה לתאגיד הריאלי יתרון האסטרטגי מול מתחרים, ולכן מעלה את רווחי התאגיד הריאלי. לפיכך, כדי שהסטת מקורות כזו תשתלם לבעל השליטה, צריך שיתקיימו מספר תנאים:

- (א) שיעור הבעלות של בעל השליטה בבנק הוא קטן יחסית (ולכן חלקו בהפסדי הבנק קטן), ואילו שיעור הבעלות שלו בתאגיד הריאלי גדול יחסית (ולכן חלקו ברווחי התאגיד הריאלי גדול)
- (ב) הנזק הכספי אשר נגרם לבנק ממניעת אשראי למתחרים הוא מוגבל
- (ג) הנזק למתחרים של התאגיד הריאלי הוא גדול, ונזק זה מאפשר לתאגיד הריאלי להגדיל את רווחיו בשוק שבו הוא פועל במידה משמעותית

כדאי לזכור בנוסף, שכפי שכבר ציינתי בסעיף 2.1 לעיל, הסטת מקורות כזו מהבנק לידי התאגיד הריאלי עלולה מן הסתם לעורר חשדות מצידם של בעלי המיעוט בחברה (אשר יוצאים נפסדים מההדרה), מצד מערכת הפיקוח על הבנקים, ומצד רשות ניירות ערך, והיא עלולה לגרור בעקבותיה סנקציות משפטיות. עובדה זו גורמת לכך שמנקודת ראותו של בעל השליטה, מינוף השליטה בבנק לשם הדרה של תאגידים ריאליים מתחרים היא פעילות הכרוכה בסיכון והכדאיות שלה מוגבלת.

מכל מקום, במקרה שלפנינו, קבוצת השליטה מחזיקה בבעלות של 58.34% בחברת פז ו-42.82% בקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון, כלומר, תנאי א' לאסטרטגית ההדרה מתקיים רק במידה מוגבלת. לאור זאת, כדי שאסטרטגית ההדרה תהיה כדאית לקבוצת השליטה, חייב להתקיים שהיתרון שיצמח לחברת פז מהדרת חברות דלק מתחרות (דלק ישראל, סונול, ודור-אלון) על ידי קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון (תנאי ג' לעיל) יעלה על הנזק שייגרם לקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון כתוצאה מאובדן רווחים ממתן אשראי לחברות הדלק המתחרות בפז (תנאי ב' לעיל), ואילו הסיכון הכרוך בהדרה כזו, לאור מבנה הפיקוח הקיים על בנקים בישראל, איננו רב.

ברם הסבירות לכך היא מאוד נמוכה, וזאת משלושה טעמים עיקריים. ראשית, בישראל יש היום פיקוח הדוק על הפעילות הבנקאית באמצעות מחלקת הפיקוח על הבנקים של בנק ישראל. מערכת פיקוח זו מתוארת בהרחבה בנספח 3.4 בדו"ח הוועדה.

"Guidelines on the assessment of non-horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings," Official Journal of the European Union, (2008/C 265/07), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:265:0006:0025:EN:PDF>
 לסקירה של ספרות כלכלית בנושא הדרה, ודיון בשאלה כיצד החששות להדרה מושפעים מבעלות חלקית (בעל השליטה מחזיק בפחות מ-100% מהון המניות), ראה דיוויד גילה ויוסי שפיגל, "אינטגרציה אנכית חלקית בשוקי התקשורת בישראל," הרבעון לכלכלה, מרץ 2010, גיליון 57(1), עמודים 564-517.

שנית, חלק גדול מפעילותה של חברת פז נמצא בפיקוח של משרד התשתיות הלאומיות. בפרט, מרווח השינוק של בנזין 95 אוקטן (קרי הפער בין המחיר לצרכן לבין עלות הדלק בשער בית הזיקוק, הבלו, והמע"מ) נקבע על ידי משרד התשתיות הלאומיות מכוח צו פיקוח על מחירי מצרכים ושירותים (מחירים מרביים בתחנות תדלוק), תשס"ב-2002, ומתעדכן מדי חודש. בימים אלה, פועל משרד התשתיות הלאומיות להשבת הפיקוח על מחיר הסולר.⁷ בנוסף, על המחיר שבו בית הזיקוק באשדוד מוכר גפ"מ לחברות שיווק הגז מוטל כיום, הלכה למעשה, פיקוח מחירים, אשר גורם לכך שמחיר זה יהיה שווה בפועל למחיר היבוא כפי שהוא מתעדכן מדי חודש על ידי מינהל הדלק. זאת משום שכל סטייה של בית הזיקוק ממחיר היבוא מעמידה את בית הזיקוק בפני האפשרות, שמאותו רגע ואילך, מחיר הגפ"מ בשער בית הזיקוק יהיה נתון לשליטתו של המפקח על המחירים במשרד התשתיות הלאומיות.⁸ הפועל היוצא מכך הוא שפוטנציאל הרווחיות של חברת פז הוא מוגבל. כיון שהמרווחים בשוק הבנקאות אינם מפוקחים, אין זה סביר שקבוצת השליטה תפעל להסטת מקורות משוק הבנקאות לשווקים בהם פועלת פז.

שלישית, הבנק הבינלאומי הראשון הוא הקטן מבין חמשת הבנקים הגדולים בישראל. טבלה 2 להלן מראה שלבנק הבינלאומי הראשון נתח קטן מהאשראי העסקי הניתן ללווים גדולים.

טבלה 2: יתרות אשראי וסיכון אשראי חוץ-מאזניים (לא כולל מסגרות אשראי לא מנוצל) במיליוני ₪ לפי גודל האשראי של הלווה בחמשת הבנקים הגדולים בישראל, וחלקו של הבנק הבינלאומי הראשון באשראי זה, נכון ל-31/12/2010

תקרת אשראי וסיכון אשראי	פועלים	לאומי	דיסקונט	מזרחי	בינלאומי	סה"כ חמשת הבנקים	חלקו של הבינלאומי מקרב חמשת הבנקים
מעל 40 מיליון ₪ ללווה	185,891	139,325	76,999	40,303	25,674	447,131	5.7%
מעל 200 מיליון ₪ ללווה	120,551	81,987	31,018	23,051	12,495	248,041	5.0%
מעל 400 מיליון ₪ ללווה	83,382	56,072	18,019	10,104	5,463	151,979	3.6%

מקור: הדו"חות הכספיים המאוחדים של חמשת הבנקים הגדולים ל-31.12.2010

כפי שניתן לראות מהטבלה, הנתח של הבנק הבינלאומי הראשון, לרבות חברות הבנות שלה, באשראי המאזני והחוץ-מאזני ללווים גדולים הוא כ-5.7% ללווים שהאשראי המאזני שלהם הוא מעל 40 מיליון ₪,

⁷ ראה, <http://www.mni.gov.il/mni/he-il/Energy/Messages/energySpokesmanFuelSolerPrice.htm>

⁸ כיום חלה על המחיר שבו בית הזיקוק באשדוד מוכר גפ"מ לחברות שיווק הגז חובת דיווח למשרד התשתיות, בהתאם לפרק ז' לחוק הפיקוח על מצרכים ושירותים, התשנ"ו – 1996, ובית הזיקוק רשאי לכאורה למכור גפ"מ בכל מחיר שיחפוץ בכך. ברם, אם בית הזיקוק ימכור גפ"מ במחיר העולה על מחיר היבוא בחודש הקודם לחודש שבו בוצעה המכירה פעמיים בשנה,⁸ או שיספק גפ"מ לצרכנים שונים במחיר שונה באותו מועד, יחול פרק ו' לחוק הפיקוח, לפיו הספק צריך להגיש למפקח בקשה מנומקת להעלאת מחיר, ואילו המפקח רשאי לקבל את הבקשה, לדחות אותה, או להתיר העלאת מחיר בשיעור נמוך יותר מזה שהספק ביקש. ראה, <http://www.mni.gov.il/NR/rdonlyres/B3205F0C-C0F9-4E6C-A282-3BE764F94488/0/2007.xls>

ו-5% ללווים שהאשראי המאזני שלהם הוא מעל 200 מיליון ₪.⁹ חשוב לציין שלפי טבלה 1, שלוש חברות הדלק המתחרות בפז נחשבות ללווים גדולים, שכן סך יתרות ההלוואות הבנקאיות שלהן ל-31.12.2010 הן 862 מיליון ₪ במקרה של דור אלון, 1,404 מיליון ₪ במקרה של דלק ישראל, ו-1,689 ₪ במקרה של קבוצת גרנית שהיא חברת האם של סנוול. הנתח של הבנק הבינלאומי הראשון בהלוואות ללווים גדולים שתקרת האשראי המאזני והחוץ-מאזני שלהם מעל 400 ₪ ללווה הוא קטן במיוחד ועומדת על 3.6%.

יתרה מזאת, ללווים גדולים יש אפשרות להשיג מימון, לא רק מבנקים, אלא גם מאשראי חוץ-בנקאי. הנגישות לאשראי חוץ-בנקאי מחלישה עוד יותר את יכולתה של קבוצת השליטה להדיר את חברות הדלק המתחרות בפז משוק האשראי. לפיכך, נראה שכדי לבחון את מידת הסבירות של החשש להדרה, מן הראוי לבחון את נתח האשראי של קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון מתוך כלל האשראי העסקי במשק, ולא רק מתוך האשראי העסקי של חמשת הבנקים הגדולים. טבלה 3 להלן מציגה את יתרות האשראי העסקי, וסה"כ האשראי במשק ואת יתרות האשראי בקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון (הבנק עצמו וחברות מאוחדות שלו) לשנים 2008-2011.

טבלה 3-א': יתרות האשראי העסקי מהמלווים במשק (מנקודת ראות המלווים)¹⁰ ויתרות האשראי בקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון במיליארדי ₪ לשנים 2008-2011

2011-יוני	2010	2009	2008	
514	504	477	490	הלוואות
182	190	170	126	אג"ח סחיר
39	42	46	39	אג"ח לא סחיר
735	736	693	654	סה"כ אשראי עסקי במשק
36	37	37	40	סה"כ אשראי עסקי בבנק הבינלאומי הראשון ¹¹
4.8%	5.0%	5.3%	6.1%	חלקו של הבנק הבינלאומי בסך האשראי העסקי במשק

מקור: בנק ישראל, ראה <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/datastat/itrashrh.xls> והדו"חות הכספיים של הבנק הבינלאומי הראשון לשנים 2009, 2010, ולרבעון השני של 2011

⁹ לפי לוח נ' – ב' – 7 לפרק ב' בדו"ח בנק ישראל לשנת 2010, היו במשק נכון לסוף 2010, 2,563 לווים שהאשראי המאזני שלהם היה בין 40 מיליון ₪ ל-200 מיליון ₪, 354 לווים שהאשראי המאזני שלהם היה בין 200 מיליון ₪ ל-400 מיליון ₪, ו-321 לווים שהאשראי המאזני שלהם היה מעל 200 מיליון ₪,

¹⁰ אומדן האשראי מנקודת ראות המלווים כפי שרשום בספריהם: שווי האשראי במועד הדיווח המחושב כאשראי בנקאי אחרי הפרשה לחובות מסופקים, אג"ח סחיר לפי שווי שוק ואג"ח לא סחיר לפי שווי הוגן (יתרות לסופי חודשים, מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים).

¹¹ הנתונים כוללים את היתרות המאזניות של אשראי לציבור של קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון במגזר העסקי, המגזר המסחרי, ומגזר העסקים הקטנים.

טבלה 3-ב': יתרות האשראי מכל המלווים במשק (מנקודת ראות המלווים)¹² ויתרות האשראי בקבוצת

הבנק הבינלאומי הראשון במיליארדי ₪ לשנים 2008-2011

יוני-2011	2010	2009	2008	
897	868	817	800	הלוואות
631	650	609	513	אג"ח סחיר
213	217	226	215	אג"ח לא סחיר
1,742	1,735	1,653	1,528	סה"כ אשראי במשק
64	63	60	61	סה"כ אשראי בבנק הבינלאומי הראשון ¹³
3.7%	3.7%	3.6%	4.0%	חלקו של הבנק הבינלאומי בסך האשראי במשק

מקור: בנק ישראל, ראה <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/datastat/itrashrh.xls> והדו"חות הכספיים של הבנק הבינלאומי הראשון לשנים 2009, 2010, ולרבעון השני של 2011

טבלה 3 מראה כי האשראי שקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון מעניק מהווה רק כ-5% מסך האשראי העסקי במשק, ופחות מ-4% מכלל האשראי במשק. מספרים אלה מצביעים על כך שלא סביר שקבוצת השליטה תצליח למנוע אשראי מחברות הדלק המתחרות בפז, באופן אשר יפגע ביכולתן להתחרות בשוק הדלק.

ואכן, ההנחיות לבחינת מיזוגים לא אופקיים של הנציבות האירופאית קובעות בפסקה 35 כי תנאי הכרחי לכך שהדרה של תשומות (כגון מניעת אשראי, או מתן אשראי בתנאים נחותים למתחרים) תעורר חששות תחרותיים, הוא שלפירמה המדירה יש כוח שוק משמעותי בשוק התשומה (שוק האשראי במקרה שלפנינו):¹⁴

“For input foreclosure to be a concern, the vertically integrated firm resulting from the merger must have a significant degree of market power in the upstream market. It is only in these circumstances that the merged firm can be expected to have a significant influence on the conditions of competition in the upstream market and thus, possibly, on prices and supply conditions in the downstream market.”

¹² אומדן האשראי מנקודת ראות המלווים כפי שרשום בספריהם: שווי האשראי במועד הדיווח המחושב כאשראי בנקאי אחרי הפרשה לחובות מסופקים, אג"ח סחיר לפי שווי שוק ואג"ח לא סחיר לפי שווי הוגן (יתרות לסופי חודשים, מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים).

¹³ הנתונים כוללים את היתרות המאזניות של אשראי לציבור של קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון במגזר הבנקאות העסקית, המגזר הבנקאות המסחרית, ומגזר העסקים הקטנים.

¹⁴ ראה,

“Guidelines on the assessment of non-horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings,” Official Journal of the European Union, (2008/C 265/07), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:265:0006:0025:EN:PDF>

אשר לאינדיקציות לקיומו של כוח שוק (אשר, בין השאר, מאפשר לפירמה להדיר מתחרים), הרי שבסעיף 14 במדריך של הנציבות האירופית העוסק בסדרי העדיפות של הנציבות ביחס לאכיפת הכללים ביחס לניצול לרעה של הסדרי בלעדיות, קובעת הנציבות כך:¹⁵

”The Commission considers that low market shares are generally a good proxy for the absence of substantial market power. The Commission's experience suggests that dominance is not likely if the undertaking's market share is below 40% in the relevant market...”

כלומר, הנציבות האירופית סוברת שאין זה סביר שפירמה בעלת נתח שוק של פחות מ-40% תהיה בעלת מעמד דומיננטי בשוק שבו היא פועלת. יתר על כן, בהנחיות של הנציבות האירופית לבחינת מיזוגים אופקיים, נכתבו בין השאר הדברים הבאים:¹⁶

18. Concentrations which, by reason of the limited market share of the undertakings concerned, are not liable to impede effective competition may be presumed to be compatible with the common market. Without prejudice to Articles 81 and 82 of the Treaty, an indication to this effect exists, in particular, where the market share of the undertakings concerned does not exceed 25% either in the common market or in a substantial part of it.

במילים אחרות, הנציבות האירופאית קובעת בסעיף 18 להנחיות כי חזקה שאין לפירמות בעלות נתח שוק הנמוך מ-25% יכולת לפגוע באפקטיביות של התחרות בשוק זה. למותר לציין שנתח השוק של קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון בשוק האשראי בישראל – כ-5% – איננו מתקרב בכלל לרמות אשר מעליהן יש סבירות לקיומו של כוח שוק כלשהו, ובוודאי שלא כוח שוק משמעותי שיהפוך את החשש להדרה לסביר.

¹⁵ ראה,

Communication from the Commission — Guidance on the Commission's enforcement priorities in applying Article 82 of the EC Treaty to abusive exclusionary conduct by dominant undertakings, Official Journal of the European Union, (2009/C 45/02).

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2009:045:0007:0020:EN:PDF>

¹⁶ ראה,

[http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52004XC0205\(02\):EN:HTML](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52004XC0205(02):EN:HTML)

לבסוף, ניתן למצוא תמיכה לטענה לפיה קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון קטנה מכדי לאפשר לקבוצת השליטה להדיר חברות דלק מתחרות משוק האשראי באופן אפקטיבי בדבריו של דודי ויסמן, מבעלי קבוצת דור אלון וריבוע כחול. בדיון בנושא ריכוזיות וחוסר תחרות במשק שהתקיים במסגרת ועידת הנשיא בירושלים בחודש יוני 2011, אמר דודי ויסמן בין השאר את הדברים הבאים:

”... מר צדיק בינו שמחזיק בבנק הבינלאומי, אז אל תגידו לו שאמרתי את זה, אבל הבנק הבינלאומי באמת זה לא איזה משהו דרמטי שאם אני לא אעבוד איתו אז אני לא אוכל לנהל את עסקי בישראל... יש מספיק מקורות של כסף אחר... בלי בנק לאומי, שהוא הבנק המרכזי אצלי, ואני חייב לו חלק גדול מהעסקים שלי, אני לא יכול לעבוד בישראל. אין בנקים זרים שאיתם אני יכול להתקיים, וישנו למעשה בנק הפועלים ובנק לאומי, כי מבחינת בנקים, הם הבנקים המרכזיים... ובנק מזרחי של ורטהיים הוא גם לא כזה בנק שאם אתה רוצה אתה עובד איתו, ואם אתה לא רוצה אתה לא עובד איתו, זה לא דרמטי.”¹⁷

במילים אחרות, דודי ויסמן טוען שהחברות בשליטתו אינן חייבות לעבוד עם הבנק הבינלאומי הראשון או עם בנק המזרחי, שהם הבנקים הרביעי והחמישי בגודלם בישראל, אך הן כן חייבות לעבוד עם בנק הפועלים או עם בנק לאומי, שהם שני הבנקים הגדולים בישראל. דברים אלה מעידים על כך שבעוד שהדרת מתחרים משוק ההון באמצעות שליטה בבנק הפועלים או בנק לאומי יכולה להיות בגדר חשש סביר לאור נתחי השוק שלהם בשוק האשראי, הרי שהדרה באמצעות שליטה בבנקים הבינלאומי הראשון או המזרחי איננה סבירה.

2.3 איתנות המערכת הפיננסית

החשש השלישי שוועדת הריכוזיות מעלה הוא החשש לאיתנות וליציבות הפיננסית של המשק בכלל, והמערכת הפיננסית בפרט. טענות הוועדה בהקשר זה מתחלקות למספר חלקים. ראשית, הוועדה טוענת כי “עצם קיומה של קבוצה מצומצמת של צרכני אשראי גדולים ברמת המשק, שחולשים על קבוצות של חברות באמצעות מבני החזקות מורכבים, עלולה ליצור סיכונים מערכתיים, הגדלים בהתאמה עם גודל ומורכבות התאגידים הריאליים והפיננסיים. סיכונים מערכתיים אלו גדולים מהשפעתם הישירה של גופים אלה על המשק מכיוון שקבוצות עסקיות פועלות במספר רב של שווקים, עם מגוון לקוחות, ספקים ומתחרים בכל אחד ואחד מהשווקים” (עמוד 13 לדו"ח).

¹⁷ ראה, <http://presidentconf.org.il/speakerNew.asp?rId=601>

ברם טענה זו היא טענה כנגד ריכוזיות צרכני אשראי, ואין לה, כשלעצמה, כל קשר דווקא לשילוב הבעלות בין גופים פיננסיים ותאגידיים ריאליים. פרט לכך, ככל שהדברים נוגעים לחברת פז, הרי שהחברה היא הפחות ממונפת מבין ארבע חברות הדלק הגדולות, דירוג אגרות החוב שלה הוא גבוה, והתשואה של אגרות החוב עומדת על כ-2.5%-2%. כלומר, החלק הראשון בדברי הוועדה מעלה בעיה כללית לגבי ריכוזיות צרכני האשראי במשק, אך בעיה זו איננה מאפיינת את חברת פז.

שנית, הוועדה טוענת כי "כאשר בעלות על תאגידיים פיננסיים משולבת עם בעלות על אותם צרכני אשראי גדולים בעלי מטרות, אינטרסים והעדפות סיכון אחרות, עלול גם להיווצר קשר בין איתנות המוסד הפיננסי ובין יציבות הקבוצה העסקית. כמובן שגם קשר זה מתחזק בהתאמה עם גודל ומורכבות התאגידיים הריאליים והפיננסיים" (עמודים 13-14 לדו"ח).

בניגוד לטענה הקודמת, כעת הטענה כן מתייחסת לשילוב הבעלות בין גופים פיננסיים לתאגידיים ריאליים. דרך אחת להבין את הטענה היא זו: כאשר שני גופים קשורים בקשרי בעלות, קיים חשש שקריסת גוף אחד תשפיע לרעה גם על הגוף השני. חשש זה גובר כאשר אחד הגופים הוא מוסד פיננסי, וזאת מכיוון שלדברי הוועדה, "התמוטטות של גוף פיננסי, במיוחד מהגדולים שביניהם, יכולה לפגוע בסקטור העסקי ובמשקי הבית שחשופים לתאגיד הפיננסי ועלולה לגרום תגובת שרשרת שתפגע משמעותית בכל המערכת הפיננסית ובמשק בכלל" (עמוד 16 לדו"ח). לפיכך, נראה שהוועדה חוששת כאן ממצב שבו קריסה של תאגיד ריאלי תערער את יציבותו של גוף פיננסי שעומו הוא קשור בקשרי בעלות. ברם, במקרה שלפנינו, אין קשרי בעלות ישירים בין חברת פז לבין קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון. הקשר בין שני הגופים מתמצה בכך שאותו בעל שליטה מחזיק בשני הגופים. לכן, לא ברור כיצד קריסה של חברת פז עלולה להשפיע לרעה על קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון, שהרי הבנק עצמו איננו מחזיק במניות פז ואיננו מחזיק בידי חברת פז. יתר על כן, מניות גרעין השליטה בפיבי ובבנק הבינלאומי הראשון מופקדות בנאמנות עבור גרעין השליטה מכוח הוראת סעיף 11 לנספח להיתר בנק ישראל לרכישת שליטה ואמצעי שליטה בפי.י.י. אחזקות בע"מ ובבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ מיום 27.8.2003. עובדה זו יוצרת הפרדה בין החזקות גרעין השליטה במניות הבנק ושאר החזקות של גרעין השליטה, ובכלל זה החזקות בחברת פז – הפרדה זו מונעת את האפשרות שהסתבכות פיננסית של בעלי גרעין השליטה תוכל להדביק את הבנק עצמו בקשיים פיננסיים. מעבר לעובדה זו, כפי שכבר ציינתי לעיל, נכון לסוף 2010, קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון איננה מעמידה אשראי משמעותי לחברת פז.

ואולם גם אם קיים מנגנון שבאמצעותו קריסה של חברת פז עלולה להשפיע לרעה על בעל השליטה בקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון באופן אשר יסכן את יציבותו של הבנק, הרי ששורש הבעיה טמון בכך שבעל השליטה בבנק עלול להסתבך מבחינה פיננסית, בין אם בדרך של השקעה כושלת בתאגיד ריאלי

בישראל, ובין אם בדרך של השקעה כושלת בחו"ל. נניח למשל שבעל השליטה בגוף פיננסי מחזיק בעסקים מחוץ לישראל. המלצות הוועדה אינן אוסרות על אחזקות כאלה. ברם, עסקים בחו"ל חשופים לסכנת קריסה בדיוק כפי שתאגידים ריאליים בישראל חשופים לסכנה כזו. יתר על כן, נניח שבעל השליטה איננו מחזיק בתאגידים ריאליים כלשהם, בישראל או בחו"ל, אך הוא חוסך את כספו באמצעות השקעה באג"חים מגובי משכנתאות בארה"ב, אג"ח של ממשלת יוון, או שהוא מחזיק את כספו בקרן ההשקעות של ברני מיידוף (השקעות כאלה נחשבו לסולידיות לפני תקופה לא ארוכה). ברור אם כן, שהחשש האמיתי כאן הוא החשש לאיתנותו הפיננסית של בעל השליטה בגוף הפיננסי, ולא לעובדה ששאר רכושו, מלבד השליטה בבנק, מושקע דווקא בתאגיד ריאלי בישראל ולא בהשקעות אחרות.

זאת ועוד, נניח לרגע שבעל השליטה בבנק אכן מוכר את כל אחזקותיו בתאגידים ריאליים בישראל. האם מכירה כזאת מפיגה את החשש לאיתנותו הפיננסית? כמובן שהתשובה לכך שלילית, כי בעל השליטה עלול להשקיע את כספו בהשקעות כושלות בחו"ל, או שהוא עלול לשמור את הונו בקרן השקעות אשר עלולה לקרוס (דוגמת הקרן של ברני מיידוף). מכאן שהדרך הראויה להתמודד עם החשש היא לפקח על איתנותו הפיננסית של בעל השליטה באופן אשר יפיג את החשש לאיתנותו הפיננסית. ואכן, בנק ישראל מפקח על בעלי השליטה בבנקים בדרכים שונות שנועדו להבטיח את חוסנם הכלכלי כמפורט בסעיף 8 בנספח 3.4 לדו"ח הוועדה. בפרט, היתר השליטה בבנק מותנה בהון עצמי מינימלי של בעל השליטה, חל איסור על העברה, שיעבוד, או עיקול, של גרעין השליטה בבנק, וקיימת חובת דיווח שנתי על אמצעי השליטה בתאגיד בנקאי, וחובת דיווח מיידית במקרים של שינוי מהותי בהחזקה של בעלי היתר שליטה.¹⁸

יתרה מזאת, נניח שכל רכושו של בעל שליטה בבנק מושקע בבנק עצמו, ואין לו בעלות על תאגידים ריאליים בישראל. האם עובדה זו מגבירה, או דווקא מחלישה, את יציבותו של הבנק? מסתבר שלשאלה זו יש לפחות שתי תשובות מנוגדות. מחד גיסא, ניתן לטעון, כפי שטוענת הוועדה, כי האחזקה בתאגיד הריאלי חושפת את בעל השליטה לסיכון שהתאגיד הריאלי שבו הוא שולט יקרוס, וקריסה זו עלולה להדביק את בנק עצמו ולערער את יציבותו (אם כי הוועדה איננה מסבירה מה המנגנון המדויק אשר מאפשר הדבקה כזו, ואף איננה מעלה טיעונים כלשהם לכך שמנגנון הדבקה כזה אכן קיים בישראל). מאידך גיסא, ניתן לטעון שאחזקה בתאגיד ריאלי מעניקה לבעל השליטה בבנק חוסן כלכלי ומחזקת את יכולתו להתמודד עם משברים פיננסיים. ואכן, הוועדה מכירה באפשרות זו וטוענת כי "שליטה בתאגידים ריאליים ופיננסיים יחד יכולה, במקרים מסוימים, לתרום לאיתנות המערכת הפיננסית, כאשר מקורות שנובעים מנכסיהם הריאליים של בעלי שליטה יכולים לסייע לגוף פיננסי שבשליטתם כאשר הוא נקלע לקשיים ("כיסים עמוקים" של הבעלים) (עמוד 16 לדו"ח). א-פריורי אם כן, לא ברור איזה טענה גוברת על

¹⁸ ראה, המפקח על הבנקים, "הוראות הדיווח לפיקוח [6] 12/9, אמצעי שליטה בתאגיד בנקאי".
http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/pikuah/divuah_pikuah/818.pdf

רעותה, ותחת איזה תנאים זהו המצב. מכל מקום, הנקודה המרכזית בהקשר זה היא שהחשש ליציבותו הפיננסית של בעל השליטה בבנק מחייב פיקוח על בעל השליטה עצמו ועל כלל רכושו; האיסור על בעל השליטה להחזיק דווקא תאגידים ריאליים בישראל איננו מפיג בהכרח את החשש ועל כן הוא איננו התרופה המתאימה לחשש זה.

שלישית, הוועדה טוענת כי "הסיכון שבקריסת תאגיד ריאלי נובע לא רק מהפגיעה הישירה במשקיעים, בספקים ובלקוחות של התאגיד. סיכון לקריסת תאגיד ריאלי שבעליו מחזיק גם גוף פיננסי עלול לגרור לחצים משמעותיים, באמצעות הגוף הפיננסי, על ספקים ולקוחות של התאגיד הריאלי, על תאגידים פיננסיים אחרים שמעורבים במימון פעילות התאגיד הריאלי. התממשות סיכונים אלו תלויה בגודל התאגיד הריאלי והפיננסי, אף כי ניתן לאפיין את החשיפה הישירה של התאגידים הפיננסיים לתאגידים ריאליים, קיים קושי לאמוד את הסיכון המערכתי במלואו" (עמוד 21 לדו"ח).

למרות שהוועדה איננה מסבירה כיצד בדיוק יוכל בנק להפעיל לחצים על ספקים ולקוחות של התאגיד הריאלי, וכן על תאגידים פיננסיים אחרים שמעורבים במימון פעילותו, נניח לרגע שמנגנון כזה ישנו בנמצא. ברם, אם מנגנון כזה קיים, הרי שלא ברור מדוע הבנק ישתמש בו רק כאשר התאגיד הריאלי מצוי בקשיים כלכליים או בסכנת קריסה. כך למשל, אם הבנק יכול ללחוץ על ספק של התאגיד הריאלי לספק לו מוצרים ושירותים במחיר מסובסד, או שהוא יכול ללחוץ על לקוח של התאגיד הריאלי להגדיל את היקף הרכישות שלו מהתאגיד הריאלי, או לרכוש מהתאגיד הריאלי בתנאים עדיפים מאלה בהם הוא רוכש מתאגידים ריאליים אחרים, אזי ברור שכדאי לו להפעיל לחץ כזה גם כאשר התאגיד הריאלי במצב פיננסי איתן.

לפיכך, טענת הוועדה בהקשר זה איננה קשורה כלל לשיקולי יציבות או איתנות פיננסית, אלא היא דומה לטענת ההדרה, בהבדל שכעת הבנק איננו פוגע במתחרים של התאגיד הריאלי, אלא הוא מאלץ ספקים ולקוחות של התאגיד הריאלי לסחור עימו בתנאים מועדפים. ברם, כפי שכבר טענתי בסעיף 2.3, קשה לראות כיצד קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון, אשר מעניקה כ-5% מכלל האשראי העסקי במשק, יכולה להפעיל "לחצים משמעותיים" על ספקים ולקוחות של חברת פז, או על גופים פיננסיים המעניקים לחברת פז אשראי (זאת מעבר לעובדה שיתרת ההלוואות הבנקאיות של חברת פז היא נמוכה ביותר). יתר על כן, ספקיה העיקריים של חברת פז הם תאגידי ענק בינלאומיים הפועלים במסחר בשוק הדלק העולמי, דוגמת גלנקור, ויטול, שברון, וטרפיגורה. כך למשל, ויטול וטרפיגורה מכרו יחד בשנה שעברה 8.1 מיליון חביות נפט מדי יום, שיעור המקביל לתוצר הנפט הכולל של ונצואלה וסעודיה.¹⁹ למותר לציין שהבנק

¹⁹ ראה, <http://www.themarket.com/markets/1.1562866>

הבינלאומי הראשון איננו יכול להפעיל על חברות כאלה לחץ כלשהו (אגב – אם הייתה אפשרות כזו, כי אז המשק הישראלי היה יוצא נשכר מכך, לאור העובדה שספקיה העיקריים של פז הן חברות זרות).

2.4 זליגת אינפורמציה אודות מתחרים מהגוף הפיננסי לתאגיד הריאלי

החשש הרביעי שמעלה הוועדה הוא החשש שמידע עסקי המצוי בידי הבנק אודות תאגידי ריאלים יזלוג לתאגיד ריאלי שעומו קשור הבנק בקשרי בעלות. בפרט, הוועדה קובעת כי "מעצם גודלו הקטן של המשק וריכוזיות הפעילות העסקית בו, חשופים דירקטורים המכהנים במספר תאגידי ריאליים ופיננסיים לניגודי עניינים פוטנציאליים לא מבוטלים. הפוטנציאל להיווצרות ניגודי עניינים אלה גדל לאין שיעור כאשר מי שמכהן כדירקטור בתאגיד ריאלי, מכהן במקביל בגוף פיננסי שמממן את פעילות התאגיד הריאלי, את מתחריו הקיימים או הפוטנציאליים, את ספקיו ואת לקוחותיו" (עמוד 14 לדו"ח).

ברם, מדבריו של דודי ויסמן מבעלי קבוצת דור אלון וריבוע כחול בדיון בנושא ריכוזיות וחוסר תחרות במשק שהתקיים במסגרת ועידת הנשיא בירושלים בחודש יוני 2011, עולה כי החשש לזליגת אינפורמציה קיים רק במקרה של בנק גדול:

"... מר צדיק בינו שמחזיק בבנק הבינלאומי, אז אל תגידו לו שאמרתיו את זה, אבל הבנק הבינלאומי באמת זה לא איזה משהו דרמטי שאם אני לא אעבוד איתו אז אני לא אוכל לנהל את עסקי בישראל. כמתחרה שלי שיש לו את פז ולנו יש את דור אלון, אם אני לא ארצה לחשוף את הנתונים, אני יכול לא לחשוף אותם. יש מספיק מקורות של כסף אחר. הבעיה החמורה היא שבמשך תקופה ארוכה, בנק לאומי החזיק 20% בפז או משהו דומה לזה, 18%-20% בפז. ובלי בנק לאומי, שהוא הבנק המרכזי אצלי, ואני חייב לו חלק גדול מהעסקים שלי, אני לא יכול לעבוד בישראל. אין בנקים זרים שאיתם אני יכול להתקיים, וישנו למעשה בנק הפועלים ובנק לאומי, כי מבחינת בנקים הם הבנקים המרכזיים... היה מכרז על רכישת מניות הקואופ הרבוע הכחול. שתי קבוצות הגיעו לגמר: בנק לאומי ופז, ואני ומשפחת ברונפמן. בנק לאומי סרב להעמיד מימון, בנק לאומי לא יכולנו לחשוף לפניו את הנתונים. נשארתי עם בנק אחד. בסופו של דבר זכינו במכרז... ובנק מזרחי של ורטהיים הוא גם לא כזה בנק שאם אתה רוצה אתה עובד איתו ואם אתה לא רוצה אתה לא עובד איתו, זה לא דרמטי."²⁰

דברים אלה מעידים על כך שכמו במקרה של הדרה, גם כאן המפתח לחשש הוא גודלו של הבנק. נניח לרגע שתאגיד ריאלי חושש שאינפורמציה אודות גודלו של קו האשראי שלו, או הניצול שלו בפועל, או

²⁰ ראה, <http://presidentconf.org.il/speakerNew.asp?rId=601>

אינפורמציה עסקית אחרת אודותיו תזלוג מהבנק לידי תאגיד ריאלי מתחרה אשר קשור עם הבנק בקשרי בעלות. במצב דברים זה יכול התאגיד לבחור שלא לקבל אשראי מהבנק כדי להגן על האינפורמציה שלו. ברם, בחירה כזו היא מעשית רק עם הבנק שבו מדובר הוא קטן יחסית, דוגמת הבנק הבינלאומי הראשון, או בנק המזרחי, שנתח השוק שלהם באשראי העסקי ללווים גדולים הוא כ-5% או פחות. ואולם אם הבנק הוא בעל מעמד דומיננטי בשוק האשראי, דוגמת בנק לאומי או בנק הפועלים, הבחירה שלא לעבוד עם הבנק כדי למנוע זליגת אינפורמציה למתחרים כרוכה בפגיעה ביכולתו של התאגיד הריאלי לגייס אשראי, ומן הסתם בתנאי האשראי שהוא מקבל בסופו של דבר. התוצאה המתקבלת היא אם כן הדרה, הלכה למעשה, של התאגיד הריאלי. כדי להפיג את החשש להדרה מעין זו, נראה שאכן יש למנוע קשרי בעלות בין תאגידים ריאליים לגופים פיננסיים שלהם מעמד דומיננטי בשוק האשראי, כפי שהוועדה מציעה. מכל מקום, אין מקום למניעת קשרי בעלות בין תאגידים ריאליים לבין גופים פיננסיים שלהם אין מעמד דומיננטי בשוק האשראי.

3. כיצד ניתן להתמודד עם החששות עליהם הצביעה ועדת הריכוזיות?

כדי לבחון את הדרך הראויה להתמודד עם החששות השונים שהוועדה מעלה, ואשר רלוונטיים לעניין שילוב הבעלות בין בנק לבין תאגיד ריאלי, מן הראוי בשלב זה למפות את החששות לפי מהות החשש, לבחון את הגורמים אשר משפיעים על מידת החשש, ולבדוק כיצד ניתן להפיג את החשש. כפי שאראה, ניתן לסווג את החששות לשלושה סוגים.

ברם, לפני שאדון בכל אחד משלושת סוגי החששות, ואבדוק כיצד ניתן להפיג את החשש בצורה מיטבית, מן הראוי לשים לב תחילה שהמלצות הוועדה הן בעיקרו של דבר איסור גורף על מיזוג בין תאגיד ריאלי משמעותי לגוף פיננסי משמעותי. למעשה, המלצות הוועדה הולכות אף רחוק יותר ואוסרות, לא רק על תאגיד ריאלי משמעותי לרכוש שליטה או אחזקה מעל רף מסוים בגוף פיננסי משמעותי, אלא הן גם אוסרות על בעל השליטה בתאגיד ריאלי משמעותי לרכוש שליטה או אחזקה כזו, שלא באמצעות התאגיד הריאלי. זאת ועוד, הוועדה גם ממליצה על פירוק אחזקות כאלה מקום שהן קיימות. כללים אלה, שאינם משאירים מקום לשיקול דעת והתחשבות בנסיבותיו המיוחדות של כל מקרה לגופו, הם מרחיקי לכת ביותר. בהקשר זה, ראוי לזכור את דברי הממונה על הגבלים עסקיים, פרופסור דיוויד גילה, בגילוי דעת מספר 2/11 שהופץ על ידי הרשות בחודש יולי האחרון:²¹

²¹ ראה, רשות ההגבלים העסקיים, גילוי דעת 2/11: "הנחיות בדבר תרופות למיזוגים המעלים חשש סביר לפגיעה משמעותית בתחרות", 18 ביולי 2011.

"משנקבע כי מיזוג מעלה חשש סביר לפגיעה משמעותית בתחרות, עולה הצורך במציאת תרופה אשר תכליתה אחת - ריפוי הפגיעה התחרותית הנוצרת עקב המיזוג... במקרים רבים, התרופה המשיגה תכלית זו בצורה המיטבית הנה, כמובן, עצירת המיזוג כליל. משמעותה של ההתנגדות למיזוג היא מניעה מראש של היווצרות החשש התחרותי ויחד איתו כל נזק אפשרי שצפוי המיזוג לגרום. אולם, בחירה אוטומטית בפתרון של התנגדות אינה עולה בקנה אחד עם עיקרון המידתיות לו מחויבת כל רשות מנהלית, ורשות ההגבלים העסקיים בכלל זה. עיקרון המידתיות מחייב בדיקה של חלופות אשר משיגות את התכלית של הסרת החשש לפגיעה בתחרות ובציבור תוך פגיעה מתונה יותר בצדדים למיזוג. יחד עם זאת, סבירותם של תנאים נבחנת בראש ובראשונה על פי יכולתם להתמודד עם החשש התחרותי הנוצר במיזוג. מידתיותם באה לידי ביטוי בכך שהיא מחייבת בחירה של הפתרון המתון ביותר מתוך מכלול הפתרונות האפקטיביים אשר משרתים באופן מלא את תכלית הפיקוח על מיזוגים – מניעת חשש סביר להגבלה משמעותית של התחרות בעסקים" (פסקאות 5-6 בגילוי הדעת).

ברוח דברים אלה, אבדוק, לכל אחד משלושת סוגי החששות שהוועדה מעלה, מהו "הפתרון המתון ביותר מתוך מכלול הפתרונות האפקטיביים אשר משרתים באופן מלא את תכלית" מניעת החשש. על פי דברי הממונה, עקרון המידתיות מחייב במקרה כזה לאמץ את הפתרון המתון ביותר המשיג את התכלית הראויה לפני שמאמצים פתרון מרחיק לכת כמו זה שהוועדה הציעה.

3.1 משטר תאגידי פגום בגוף הפיננסי או יציבותו הפיננסית של בעל השליטה בו

הסוג הראשון של חששות שהוועדה מעלה הם חששות באשר לאפשרות שבעל השליטה בגוף פיננסי, בנק בעניינינו, ינצל לרעה את כוחו כדי להסיט כספים מהבנק לגופים ריאליים שבעלותו. טבלה 4-א' להלן מסכמת חששות אלה, מונה את התנאים הנחוצים להתממשות כל חשש, בודקת אם החשש סביר במקרה של שילוב הבעלות של קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון וחברת פז, ומציינת דרכים אפשריות להפגת החשש.

טבלה 4-א': חששות הנוגעים למשטר תאגידי פגום בגוף הפיננסי או ליציבות הפיננסית בעל השליטה בו

מהות החשש עליו מצביעה הוועדה והעמוד בדו"ח בו מצוין החשש	הנזק למשק הישראלי אם החשש מתממש	תנאים נחוצים להתממשות החשש	האם החשש סביר במקרה של קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון וחברת פז?	כיצד ניתן להפיג את החשש?
הסטת הון מהגוף הפיננסי לתאגיד ריאלי קשור (עמוד 20 ו-45 לדו"ח)	עיוות בהקצאת המקורות במשק	שיעור הבעלות על התאגיד הריאלי גבוה משמעותית משיעור הבעלות על הגוף הפיננסי	לא – לקבוצת השליטה שיעור בעלות דומה בקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון ובחברת פז	הידוק הפיקוח על בעלי השליטה בגופים פיננסיים מגבלות על יכולתם של בעלי שליטה בגופים פיננסיים לקבל אשראי מגופים אלה
		הבנק הבינלאומי הראשון צריך להעניק הלוואה שמגלמת שיעור גבוה של סובסידיה לחברת פז	לא – לחברת פז אין יתרת הלוואות מהבנק הבינלאומי הראשון נכון לסוף 2011, ויתר על כן לחברת פז ייתרת הלוואות נמוכה מכלל חמשת הבנקים הגדולים. בנק ישראל, הממונה על שוק ההון, והרשות לניירות ערך מפקחים על הבנק הבינלאומי הראשון בדרך שמצמצמת מאוד את החשש למתן הלוואות המגלמות סובסידיה עמוקה	
הסדרי מימון צולבים (עמוד 20 לדו"ח)	עיוות בהקצאת המקורות במשק	אותם תנאים הנחוצים להסטת הון מגוף פיננסי לתאגיד ריאלי + הבנות ויחסי אמון בין בעלי שליטה בגופים שונים השותפים להסדר המימון הצולב	לא, מאותן סיבות שהסטת הון מהבנק הבינלאומי הראשון לפז איננה סבירה	הידוק הפיקוח על בעלי השליטה בגופים הפיננסיים
בעלות משותפת על גופים פיננסיים ותאגידיים ריאליים עלולה לפגוע באיתנות המוסד הפיננסי, בפרט אם התאגיד הריאלי והגוף הפיננסי גדולים (עמוד 13 לדו"ח)	פגיעה ביציבות הפיננסית של המשק		לא - רמת המינוף של חברת פז קטנה בהשוואה לחברות דלק גדולות אחרות וייתרת ההלוואות הבנקאיות שלה נמוכה	הידוק הפיקוח על יציבותם הפיננסית של בעלי השליטה בגופים פיננסיים
			לחשש אין קשר ישיר לבעלות משותפת על גופים פיננסיים ותאגידיים ריאליים והוא קיים כל עוד לבעל השליטה בגוף הפיננסי יש רכוש אחר אשר עלול לאבד את ערכו	

כפי שניתן לראות מטבלה 4-א', כל החששות הנוגעים לחולשה אפשרית של המשטר התאגידי בבנק, או ליציבותו הפיננסית של בעל השליטה בבנק, שרירים וקיימים גם אם בעל השליטה בבנק מחזיק בעסקים בחו"ל, או שיש לו השקעות בישראל שלא בתאגיד ריאלי. לכך שני טעמים: ראשית, אם המשטר התאגידי, או הפיקוח על מוסדות פיננסיים אינם חזקים דיים, הרי שבעל השליטה יכול להסיט הון מהבנק לעסקים או השקעות אחרות שלו, בין אם בישראל ובין אם חו"ל, או שהוא יכול להשתמש בכספי הבנק לצרכיו האישיים (למשל לקיחת הלוואות מסובסדות לבניית בית, לרכישת מטוס מנהלים, או לטובות הנאה אחרות), באותה מידה שהוא יכול להסיט הון לתאגידים ריאליים בישראל. שנית, יציבותו הפיננסית של בעל השליטה עלולה להתערער לא רק עקב השקעות כושלות בתאגיד ריאלי בישראל, אלא גם עקב השקעות כושלות בישראל או בחו"ל, שאינן במסגרת תאגידים ריאליים.

כיוון שהחששות בטבלה 4-א' מתעוררים רק אם המשטר התאגידי בבנק ומערכת הפיקוח החיצונית אינם מצליחים למנוע מבעל השליטה להסיט הון מהבנק לכיסו הפרטי או לעסקים אחרים שלו, או שאינם מצליחים להבטיח את יציבותו הפיננסית, הרי שהדרך הראויה להפיג חששות אלה היא באמצעות הידוק הפיקוח על בעלי השליטה בבנקים. למשל, ניתן להגביל את יכולתם של בעלי שליטה ליטול הלוואות מהבנק בו הם שולטים. מגבלות כאלה ימנעו את החשש שבעל השליטה ייזכה לקבל מהתאגיד הבנקאי אשראי בהיקף גבוה יותר או בתנאי אשראי עדיפים לעומת תאגידים שאינם שייכים לקבוצת השליטה, וכן שלאחר מתן האשראי הוא ינוהל בתנאים מועדפים, לרבות טיפול לא ראוי במידה והאשראי הופך בעייתי" (עמוד 45 לדו"ח הוועדה). בדומה, ניתן להטיל מגבלות שונות על רמת המינוף של בעלי השליטה על מנת להבטיח את איתנותם הפיננסית.

בכל מקרה, כיוון שלבעלות משותפת על בנק ותאגיד ריאלי אין כל קשר הכרחי לחששות שבעל השליטה ינצל את שליטתו בבנק לקבלת אשראי מסובסד, או שאיתנותו הפיננסית תתערער (חששות אלה מתקיימים כאמור גם ללא בעלות משותפת כזו), ברור שאיסור על בעלות משותפת כזו איננו הפתרון המתאים להפגת החששות. זאת בפרט שמגבלות על יכולתם של בעלי השליטה לקבל אשראי מהגוף הפיננסי בו הם שולטים יכולים למנוע את החששות בצורה אפקטיבית. מגבלות כאלה מוטלות כבר כיום על ידי מחלקת הפיקוח על בנקים של בנק ישראל, כמפורט בנספח 3.4 לדו"ח הוועדה, אם כי כמובן שניתן להחמיר אותן אם לדעת בנק ישראל החמרה כזו נחוצה. מכל מקום, כיוון שלפתרון המבני מרחיק הלכת יש חלופה מתונה יותר המשיגה את אותה תכלית בדיוק, יש מקום להעדיף אותה.²²

²² מובן, שכל עוד פתרון התנהגותי לחששות (הטלת מגבלות על עסקי תאגיד בנקאי עם אנשים קשורים) הוא יקר ומחייב פיקוח מורכב וארוך טווח, יש מקום להעדיף על פניו את הפתרון המבני (קרי איסור על קשרי בעלות בין תאגיד בנקאי משמעותי לתאגיד ריאלי משמעותי), כפי שטוען הממונה על הגבלים עסקיים בפסקאות 9-11 בגילוי דעת 2/11 של הרשות, שכבר הוזכר בתחילת פרק 3. ברם, הפתרון ההתנהגותי במקרה זה הוא פשוט ליישום, איננו כרוך בעלויות גבוהות, ולמיטב ידיעתי הוא אפקטיבי.

לבסוף, חשוב לחזור ולהזכיר שהחששות המפורטים בטבלה 4-א' אינם רלוונטיים למקרה של קבוצת השליטה, משום שרמת המינוף של חברת פז היא הנמוכה מבין חברות הדלק הגדולות בישראל, ייתרת ההלוואות שלה מקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון, נכון לסוף 2010, עמדה על 0, מרבית חובותיה הם למחזיקי אגרות חוב ולא לבנקים, ודרוג אגרות החוב הצמודות של פז בבורסה בתל אביב הוא AA-, והתשואה עליהן היא בסביבות 2.5%-2%. יתר על כן, חלק גדול מפעילותה של חברת פז נמצא תחת פיקוח מחירים אשר מגביל את שיעור הרווחיות שלה לרמות אשר נקבעות מראש על ידי מנהל הדלק במשרד התשתיות הלאומיות. עובדה זו מקטינה עוד יותר את הסבירות לחשש שקבוצת השליטה תשאף להסיט מקורות מתחום הבנקאות, שאיננו נמצא תחת פיקוח מחירים, לתחום הדלק אשר נמצא בחלקו הגדול תחת פיקוח מחירים, גם אם פעילות כזו הייתה אפשרית במסגרת מגבלות הפיקוח הקיימת כבר עתה בישראל.

3.2 הדרת מתחרים או "לחצים" על ספקים ולקוחות של התאגיד הריאלי

הסוג השני של חששות שהוועדה מעלה נוגעים לאפשרות שבעל השליטה בבנק ינצל לרעה את שליטתו בבנק על מנת להדיר תאגידיים ריאליים מתחרים, או להפעיל לחצים על ספקים ולקוחות של התאגיד הריאלי. טבלה 4-ב' להלן מסכמת חששות אלה, ומפרטת את התנאים להתממשותם, מידת הסבירות לקיומם במקרה של שילוב הבעלות של קבוצת הבנק הבינלאומי הראשון וחברת פז, ומציינת דרכים אפשריות להפגת החששות.

טבלה 4-ב': חששות הנוגעים להדרת מתחרים או הפעלת לחצים על ספקים ולקוחות של התאגיד הריאלי

מהות החשש עליו מצביעה הוועדה	הנזק למשק הישראלי אם החשש מתממש	תנאים נחוצים להתממשות החשש	האם החשש סביר במקרה של הבנק הבינלאומי הראשון וחברת פז?	כיצד ניתן להפיג את החשש?
הדרת תאגידיים ריאליים מתחרים בשוק האשראי (עמוד 20 לדו"ח)	אובדן יעילות כלכלית	שיעור הבעלות על התאגיד הריאלי גבוה משמעותית משיעור הבעלות על הגוף הפיננסי	לא – לקבוצת השליטה שיעור בעלות דומה בקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון וחברת פז	
		הנזק הכספי לגוף הפיננסי ממניעת אשראי למתחרים הוא מוגבל	לא, משום שלקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון נתח של כ-5% בלבד משוק האשראי בישראל – מניעת אשראי עלולה לגרום לקבוצה נזק כספי גדול	החשש משמעותי רק כל עוד הגוף הפיננסי הוא שחקן דומיננטי בשוק האשראי
		הנזק למתחרים של התאגיד הריאלי הוא גדול ונזק זה מאפשר לתאגיד הריאלי להגדיל את רווחיו במידה משמעותית	לא, משום שלקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון נתח של כ-5% בלבד משוק האשראי בישראל – מתחריה של פז עדיין יכולים לקבל אשראי מ-95% מהשוק האשראי	החשש משמעותי רק כל עוד הגוף הפיננסי הוא שחקן דומיננטי בשוק האשראי
זליגת אינפורמציה עסקית אודות לווה לתאגיד ריאלי מתחרה הקשור עם המלווה בקשרי בעלות (עמוד 14 לדו"ח)	התאגיד הריאלי עלול לא לעבוד עם הגוף הפיננסי, ולכן נוצר אפקט של הדרה דה פקטו שעלול להביא לאובדן יעילות כלכלית	לגוף הפיננסי מעמד דומיננטי בשוק האשראי והימנעות מעבודה עימו תפגע ביכולתו של התאגיד הריאלי לגייס אשראי ובתנאי האשראי שהוא יקבל בסופו של דבר	לא, משום שלקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון נתח של כ-5% משוק האשראי בישראל	מניעת קשרי בעלות בין תאגיד ריאלי לבין גופים פיננסיים שלהם מעמד דומיננטי בשוק האשראי
קריסת תאגיד ריאלי שבעליו מחזיק גם גוף פיננסי עלולה לגרום לחצים משמעותיים, באמצעות הגוף הפיננסי, על ספקים ולקוחות של התאגיד הריאלי, ועל תאגידיים פיננסיים המספקים לו אשראי (עמוד 21 לדו"ח)	נזק נגרם אם ו"לחצים משמעותיים" מעוותים החלטות כלכליות	לגוף הפיננסי מעמד דומיננטי בשוק האשראי שיאפשר לו להפעיל "לחצים משמעותיים"	לא, משום שלקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון נתח של כ-5% בלבד משוק האשראי בישראל - קשה להאמין שנתח שוק כזה יאפשר לה להפעיל "לחצים משמעותיים" על ספקים, לקוחות, ובנקים אחרים שאיתם עובדת פז	מניעת קשרי בעלות בין תאגיד ריאלי לבין גופים פיננסיים שלהם מעמד דומיננטי בשוק האשראי

החשש הראשון בטבלה 4-ב' מתייחס לאפשרות שבנק ידיר משוק האשראי מתחרים של תאגיד הריאלי עימו הוא קשור באמצעות מניעת אשראי מהם או הרעת תנאי האשראי המוצעים להם. ברם חשש זה סביר רק אם לבנק מעמד דומיננטי בשוק האשראי, שכן אז ההדרה תביא לצמצום משמעותי בהיצע האשראי העומד בפני התאגידים הריאליים המתחרים, ולכן תייקר במידה משמעותית את מחיר ההון שלהם. ואולם, כל עוד לבנק אין מעמד דומיננטי בשוק האשראי, אין ביכולתו לגרום לעלייה משמעותית במחיר ההון של מתחרים, משום שגם אם ימנע מהם אשראי כליל, עדיין יעמוד בפניהם היצע מספיק של אשראי.

זאת ועוד: כל עוד אין לבנק מעמד דומיננטי בשוק האשראי, ספק רב אם הדרה כדאית משום שהיא כרוכה בהפחתה משמעותית של הכנסות הבנק ממתן אשראי. לדוגמא: נניח שבנק דומיננטי מעניק אשראי של 100 ₪ ל-100 תאגידים שונים, בעוד שבנק אחר שאיננו דומיננטי מעניק אשראי של 100 ₪ ל-20 תאגידים שונים בלבד. מניעת אשראי מאחד התאגידים מביאה לירידה של 1% בהכנסותיו של הבנק הדומיננטי, בשעה שהיא כרוכה באובדן של 5% בהכנסותיו של הבנק שאיננו דומיננטי. לפיכך יתכן שבנק דומיננטי יסכים להדיר תאגידים ריאליים מתחרים, בשעה שבנק שאיננו דומיננטי לא יסכים לעשות כן.

החשש השני בטבלה 4-ב' עוסק במצבים בהם תאגיד ריאלי מתחרה עלול להימנע מלקבל אשראי מהבנק מחשש שאינפורמציה אודותיו תזלוג לתאגיד ריאלי הקשור עם הבנק בקשרי בעלות. התוצאה המתקבלת היא הדרה דה פקטו של התאגיד הריאלי, משום שבסופו של דבר, היצע האשראי העומד בפניו מצטמצם, ומחיר ההון שלו עלול להתייקר. ואולם, ממש כמו במקרה של הדרה מכוונת, גם כאן, הפגיעה בתאגיד הריאלי המתחרה הינה משמעותית רק אם לבנק יש מעמד דומיננטי בשוק האשראי. ללא מעמד כזה, יהיו פתוחים בפני התאגיד הריאלי מספיק חלופות לקבלת אשראי, כך שמחיר ההון שלו לא יתייקר במידה משמעותית גם אם הוא יבחר שלא לקבל אשראי מהבנק האמור.

החשש השלישי המפורט בטבלה 4-ב' מדבר על פגיעה אפשרית, לא במתחריו של התאגיד הריאלי, כי אם בספקים, לרבות ספקי אשראי, ובלקוחות שלו. כפי שכבר פירטתי לעיל, חשש זה מתקיים לא רק כאשר התאגיד הריאלי נמצא בקשיים כלכליים אלא גם כאשר מצבו הכלכלי איתן. ברם, כדי שהבנק יוכל להפעיל לחץ אפקטיבי על ספקים ולקוחות של התאגיד הריאלי, עליו להיות בעל מעמד דומיננטי בשוק האשראי. מעמד כזה יאפשר לו לאיים על ספקים ולקוחות של התאגיד הריאלי (בין אם במפורש ובין אם במשתמע) בהדרה משוק האשראי אלא אם יסחרו עם התאגיד הריאלי בתנאים מועדפים. ללא מעמד דומיננטי, האיום הזה איננו אפקטיבי, שכן לספקים וללקוחות יש מספיק חלופות אחרות להשגת אשראי. יתר על כן, ככל שהבנק קטן יותר, כך הדרה של ספקים ולקוחות של התאגיד הריאלי תפגע יותר בהכנסותיו ממתן אשראי ולפיכך תהיה פחות כדאית מבחינתו.

לסיכום, החששות המפורטים בטבלה 4-ב' הם סבירים רק בתנאי שלגוף הפיננסי יש מעמד דומיננטי בשוק האשראי.

3.3 יציבות המערכת הפיננסית בישראל

הסוג השלישי של חששות שהוועדה מעלה הם חששות באשר ליציבותה של המערכת הפיננסית בכללה. טבלה 4-ג' מפרטת חששות אלה.

טבלה 4-ג': חששות הנוגעים ליציבותה של המערכת הפיננסית

מהות החשש עליו מצביעה הוועדה	הנזק למשק הישראלי אם החשש מתממש	תנאים נחוצים להתממשות החשש	האם החשש סביר במקרה של הבנק הבינלאומי הראשון וחברת פז?	כיצד ניתן להפיג את החשש?
ריכוזיות רבה של צרכני האשראי (עמוד 13 לדו"ח)	פגיעה ביציבות הפיננסית של המשק		לא, משום שיתרת ההלוואות הבנקאיות של חברת פז נמוכה, ונכון לסוף 2010 יתרת ההלוואות שלה מקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון עמדה על 0 ₪.	מניעת ריכוזיות של צרכני אשראי, למשל בדרך של הידוק הפיקוח על מגבלת לווה יחיד
בעלות משותפת על גופים פיננסיים ותאגידיים ריאליים עלולה לפגוע באיתנות המוסד הפיננסי, בפרט אם התאגיד הריאלי והגוף הפיננסי גדולים (עמודים 13-14 לדו"ח)	פגיעה ביציבות הפיננסית של המשק		לא, משום שרמת המינוף של חברת פז קטנה בהשוואה לחברות דלק גדולות אחרות וייתרת ההלוואות הבנקאיות שלה נמוכה לחשש אין קשר ישיר לבעלות משותפת על גופים פיננסיים ותאגידיים ריאליים והוא קיים כל עוד לבעל השליטה בגוף הפיננסי יש רכוש אחר אשר עלול לאבד את ערכו	הידוק הפיקוח על בעלי השליטה בגופים פיננסיים איסור על בעל שליטה בתאגיד ריאלי שרמת המינוף שלו גבוהה מערך סף כלשהו להחזיק בשליטה בגוף פיננסי

החשש הראשון שמפורט בטבלה 4-ג' הוא חשש להיווצרותם של לווים גדולים באופן מיוחד אשר מחד גיסא הם "גדולים מכדי ליפול", ומאידך גיסא הם חושפים את המערכת הפיננסית לסיכון רב במידה שאחד מהם יקלע לקשיים פיננסיים. ברם, חשש זה מתקיים גם ללא קשרי בעלות בין בנק לתאגיד ריאלי, ולפיכך, הדרך הראויה להפיגו הוא באמצעות הטלת מגבלות על גודל האשראי שלוה יחיד יכול לקבל מבנק או גופים פיננסיים אחרים. ואכן, בנק ישראל מטיל מגבלות כאלה כבר כיום על הבנקים והוא גם מפקח על יישומן באמצעות מחלקת הפיקוח על הבנקים.

החשש השני המפורט בטבלה הוא החשש לאיתנותו הפיננסית של בעל השליטה בבנק. כאשר בעל השליטה נתון בקשיים כלכליים, יש חשש שהוא לא יפקח כראוי על הבנק בו הוא שולט, או שינצל לרעה את שליטתו בבנק לשם מתן סיוע לעסקיו האחרים המצויים בקשיים כלכליים. דא עקא, גם לחשש זה אין קשר ישיר לבעלות משותפת על בנק ועל תאגיד ריאלי בישראל. כפי שכבר פרטתי לעיל, בעל שליטה בבנק עלול להיקלע לקשיים כלכליים אשר ישפיעו לרעה על הבנק בו הוא שולט גם כאשר עסקיו האחרים אינם בישראל, או ששאר רכושו איננו מושקע כלל בתאגידים ריאליים. משכך הדבר, ברור כי הדרך להפגת חשש זה היא באמצעות הידוק הפיקוח על בעלי השליטה בבנקים בכלל, ועל איתנותם הפיננסית בפרט.

ואכן, כפי שכבר ציינתי בפרק 2.3, בנק ישראל מפקח על בעלי השליטה בבנקים על מנת להבטיח את חוסנם הכלכלי. בפרט, היתר השליטה בבנק מותנה בהון עצמי מינימלי של בעל השליטה, וחל איסור על העברה, שיעבוד, או עיקול, של גרעין השליטה בבנק. בהתאם, מניות גרעין השליטה בפי.בי ובבנק הבינלאומי הראשון מופקדות בנאמנות עבור גרעין השליטה מכוח הוראת סעיף 11 לנספח להיתר בנק ישראל לרכישת שליטה ואמצעי שליטה בפי.בי.ג. אחזקות בע"מ ובבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ מיום 27.8.2003. כתוצאה מכך, יש הפרדה מלאה בין החזקות גרעין השליטה במניות הבנק ושאר החזקות של גרעין השליטה באופן אשר מונע את האפשרות שבעיות פיננסיות של בעלי גרעין השליטה יוכלו להדביק את הבנק עצמו בקשיים פיננסיים.

4. הקריטריונים לצורך הגדרת תאגידים ריאליים וגופים פיננסיים כ"משמעותיים"

לאחר שמנית את החששות השונים שפירטה הוועדה, ודנתי בדרכים להפגתם, אחזור כעת ואבחן את הקריטריונים שהציעה הוועדה לצורך הגדרת תאגידים ריאליים וגופים פיננסיים משמעותיים שעל שילוב הבעלות ביניהם ממליצה הוועדה להטיל מגבלות. בפרט, אראה שניתן לעדן את הקריטריונים שהוועדה קבעה באופן ששומר על רוח המלצות הוועדה, ואשר משיג את התכלית של הסרת החששות עליהם הצביעה הוועדה בצורה מיטבית.

4.1 הגדרת תאגיד ריאלי משמעותי

כאמור הוועדה ממליצה להגדיר תאגיד ריאלי כ"משמעותי" אם מתקיים אחד משני התנאים הבאים:

- (א) מחזור המכירות הקובע שלו בישראל עולה על 8 מיליארדי ₪
- (ב) המאזן הקובע שלו עולה על 20 מיליארדי ₪, והיקף הנכסים בישראל מהווה יותר מ-5% מהמאזן הקובע

הוועדה מסבירה את חלק א' של הקריטריון שנקבע באופן הבא:

"הגדרת תאגיד ריאלי כמשמעותי מתבססת על קביעת אינדיקטורים לפוטנציאל ניגודי עניינים שעלול להיווצר במידה והשולט בתאגיד ריאלי משמעותי ישלוט או יחזיק במקביל בתאגיד פיננסי משמעותי. אחת המטרות המרכזיות של הוועדה הייתה הגברת רמת התחרות במשק. האינדיקטור המקובל והנפוץ למדידת השפעה של תאגיד ריאלי על התחרות הוא היקף המכירות שלו ביחס לשוק ולכן בחרנו להתמקד בהיקף מכירות כאחד הפרמטרים לצורך הגדרת היותו תאגיד ריאלי משמעותי. פדיון בענפי המשק בישראל בסוף שנת 2011 צפוי לעמוד על כ- 1,500 מיליארדי ש"ח. להערכתנו, תאגיד ריאלי שהיקף מכירותיו בישראל עולים על חצי אחוז מהפדיון בענפי המשק הינו משמעותי ובעל השפעה מהותית ברמת המשק" (עמוד 23 לדו"ח הוועדה).

ברם, כפי שכבר הסברתי קודם לכן, כל עוד מכירותיו של התאגיד הריאלי נמצאות תחת פיקוח מחירים, אין זה סביר שבעל השליטה ינסה להסיט אליו מקורות מהבנק, גם אם הדבר אפשרי לאור מגבלות הפיקוח על מתן אשראי לבעלי עניין. בנוסף, ככל שהאיסור על שילוב של בנקים ותאגידים ריאליים תחת אותה שליטה או החזקה נובע מהחשש לפגיעה בתחרות בשוק שבו פועל התאגיד הריאלי, הרי שחשש כזה איננו מתקיים הלכה למעשה (או שהוא מתרכז במידה ניכרת) כאשר שוק זה נמצא תחת פיקוח מחירים. זאת משום שרשות הפיקוח הרלוונטית קובעת את המחירים בשוק הריאלי באופן אשר מעקר במידה רבה מתוכן חששות לכך שהתאגיד הריאלי ינצל לרעה את כוחו. אשר על כן, כדי שההגדרה של "תאגיד ריאלי משמעותי" תעלה בקנה אחד עם החששות שהוועדה מעלה, מן הראוי לקבוע כי כאשר תאגיד ריאלי פועל בענף הנתון לפיקוח מחירים, הגדרת התאגיד כ- "משמעותי" תתבסס על תנאי ב', קרי גודל המאזן, ולא על תנאי א' אשר מתייחס להיקף המכירות.

לחילופין, ניתן לקבוע כי לצורך חישוב מחזור המכירות הקובע של התאגיד הריאלי, יש להוציא מכלל החישוב מכירות של מוצרים ושירותים אשר כפופים לפיקוח מחירים. בהתאם, מן הראוי לקבוע בתנאי א' לעיל כי המחזור הרלוונטי לצורך הקביעה אם התאגיד הריאלי הוא משמעותי אם לאו, מתייחס ל"מחזור המכירות בישראל שאיננו נתון לפיקוח מחירים," ולא לכלל המכירות בישראל.

הערה חשובה נוספת לעניין המכירות הקובעות בישראל, נוגעת לעניין הבא. כפי שהוועדה מסבירה, קביעת הקריטריון להגדרתו של תאגיד ריאלי כמשמעותי הסתמכה במידה רבה על הרצון לקבוע כללים שיביאו להגברת רמת התחרות במשק. היקף מכירות גדול עשוי אמנם לשקף כוח שוק, אלא שהוא גם עלול לשקף את העובדה שעלות המכר היא גבוהה. ניתן אמנם היה לטעון, שעלות מכר גבוהה משקפת את כוח השוק של התאגיד הריאלי כלפי ספקים, אך לפחות במקרה של שוק הדלק, חומר הגלם העיקרי הוא דלק גולמי מיובא, אשר מחירו נקבע בשוקי העולם באופן בלתי תלוי מהמתרחש בכלכלת ישראל. עליה במחירו של הדלק הגולמי כתוצאה מזעזועים בשוק הדלק העולמי, או התייקרות מחירו בש"ח כתוצאה מפחות בשער השקל מול שער הדולר (שבו נקובים מחירי הדלק בשוקי העולם), מביאה לעליה במחזור המכירות של חברות הדלק מבלי שהיא משפיעה בכהוא זה על כוח השוק שלהן. למעשה, ניתן לטעון שהתייקרות במחיר הדלק, אשר מנפחת את מחזור המכירות בשקלים, מגדילה את כדאיות השימוש במקורות אנרגיה חלופיים, ומן הסתם מעלה את גמישות הביקוש לדלק, ועל מקטינה את כוח המיקוח של חברות הדלק כלפי הלקוחות שלהן.

כיוון שמחזור המכירות מושפע בין השאר מעלות חומר הגלם שעליו, לפחות במקרה של דלק גולמי, אין לחברות הדלק כל שליטה, הסתמכות על קריטריון זה עלולה לזהות תאגיד ריאלי כמשמעותי, קרי בעל כוח שוק, גם אם איננו כזה. כדי להתגבר על קושי זה, ראוי לנטרל את עלות חומרי הגלם מתוך מחזור המכירות. הנתון שמתקבל במקרה זה הוא הערך המוסף שהפירמה מייצרת. ואכן, ניתן לטעון כי כוחה האמיתי של פירמה משתקף לא במכירותיה בש"ח, כי אם בערך המוסף שהיא מייצרת, קרי סך הפדיון שלה בניכוי הקניות מפירמות אחרות (במשק ובחוו"ל). לפיכך אם ברצונה של הוועדה לזהות תאגידים ריאליים שלהם כוח שוק, הרי שעליה להמיר את קריטריון המכירות בקריטריון הערך המוסף של התאגיד, ובהתאם לקבוע ערך מוסף קריטי שמעליו יחשב התאגיד למשמעותי כאחוז מהתמ"ג, שהוא סכום הערכים המוספים הגולמיים של כלל היצרנים המקומיים במשק.²³

יתרון נוסף של קריטריון הערך המוסף על פני קריטריון מחזור המכירות נובע מכך שחומר הגלם של חברות הדלק, ולפיכך גם מחזור המכירות שלהן, חשוף לתנודתיות רבה הנובעת הן מזעזועים במחיר

²³ בשנת 2010, עמד התמ"ג על כ-813 מיליארד ₪ במחירים שוטפים, ראה, לוח 14.2 בשנתון הסטטיסטי לישראל 2011, http://www.cbs.gov.il/shnaton62/st14_02x.pdf. הערך המוסף הקריטי מעליו יחשב תאגיד ריאלי למשמעותי יכול להקבע כאחוז כלשהו מתוך 813 מיליארד ₪.

הדלק הגולמי בשווקי העולם בדולרים, והן בזעזועים בשער החליפין של השקל מול הדולר. למשל, ביולי 2008 הגיע מחיר הספוט של דלק גולמי ל-145\$ לחבית, ואילו בחודש דצמבר 2008 המחיר צנח לכ-35\$ לחבית, ומשם הוא טיפס חזרה למעל 80\$ לחבית בסוף 2009.²⁴ ברור שלא רצוי לבסס קריטריון אשר אמור לשקף את כוח השוק של תאגיד ריאלי, ואשר גורר בעקבותיו החלטות שאינן רוורסביליות, דוגמת הפרדת בעלות, על נתונים אשר משתנים בחדות על פני זמן. נראה שגם המדינה הכירה בבעיה זו, ועל כן משרד התשתיות הלאומיות איננו מפקח ישירות על מחיר הדלק המרבי לצרכן, אלא רק על מרווח השיווק, כאשר מרכיב עלות הדלק במחיר המרבי לצרכן מתעדכן מדי חודש בהתאם לתנודות במחיר הדלק בשווקי העולם. בקצרה, כיון שהפרדת הבעלות על התאגיד הריאלי מהבעלות על גופים פיננסיים משמעותיים היא החלטה לא רוורסבילית שלה השלכות כלכליות כבדות על בעלי השליטה, כמו גם על בעלי המניות האחרים, מן הראוי לבסס החלטה זו על קריטריונים רובסטיים שאינם משתנים בחדות על פני זמן.

4.2 הגדרת גוף פיננסי משמעותי

לפי המלצות הוועדה, ל-"גוף פיננסי משמעותי" יחשב כל "תאגיד בנקאי, סולק, מבטח, חברה מנהלת, מנהל קרן להשקעות משותפות בנאמנות, חברה להנפקת מוצרי מדדים או מנהל תיקים" אשר "כלל נכסיו עולה על 50 מיליארד ₪".

כפי שטענתי בהרחבה בפרקים הקודמים של חוות הדעת, חששות הוועדה, ככל שהם נוגעים לגופים פיננסיים, הם החששות הבאים:

(א) תפקודם של גופים מוסדיים הקשורים בקשרי בעלות עם תאגידים ריאליים עלול להיות נגוע בשיקולים זרים

(ב) בעל השליטה בגוף פיננסי ינצל לרעה את כוחו כדי להסיט כספים מהגוף הפיננסי לגופים ריאליים שבבעלותו

(ג) יציבותו הפיננסית של גוף הפיננסי עלולה להיפגע

(ד) בעל השליטה בגוף הפיננסי ינצל לרעה את שליטתו בגוף הפיננסי על מנת להדיר תאגידים ריאליים מתחרים או להפעיל לחצים על ספקים ולקוחות של התאגיד הריאלי

כדאי לשים לב שהוועדה לא ערכה הבחנה בין בנקים לבין גופים מוסדיים. הבחנה כזו היא קריטית משום לעניין החששות שהוועדה העלתה, יש לפחות שני הבדלים מהותיים בין בנקים לבין גופים מוסדיים. ראשית, גופים מוסדיים מנהלים בצורה אקטיבית את כספי המפקידים. בנקים לעומת זאת

²⁴ ראה, <http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RWTC&f=D>

אינם מנהלים את כספי המפקידים, אלא מספקים אשראי מחד גיסא, ומציעים ריבית לחוסכים מאידך גיסא. לפיכך, כאשר בנק מונע משיקולים זרים, והוא מעמיד אשראי לתאגיד ריאלי קשור בתנאים מועדפים, או שהוא מונע אשראי ממתחרים/לקוחות/ספקים של התאגיד ריאלי, הפגיעה העיקרית היא בבעלי המניות של הבנק עצמו. למעט במקרים קיצוניים בהם הבנק מתמוטט, ציבור החוסכים בבנק איננו נפגע מהתנהגות כזו. לעומת זאת, כאשר גוף מוסדי נוהג בצורה דומה, הוא פוגע לא רק בבעלי המניות שלו, אלא בכלל העמיתים שכספם מנוהל על ידיו. לכן בעיית ה-agency חריפה הרבה יותר במקרה של גופים מוסדיים מאשר במקרה של בנקים.

שנית, הפיקוח על הבנקים הדוק הרבה יותר מהפיקוח על גופים מוסדיים. אשר על כן, בהשוואה לגופים מוסדיים, החשש להתנהגות בעייתית של בעלי שליטה בבנקים אשר מונעת משיקולים זרים קטן הרבה יותר, ואילו יכולת ההתערבות של רשויות במקרה שהתנהגות כזו נחשפת, גדולה הרבה יותר. כך למשל, סעיף 8ד(א) בפקודת הבנקאות קובע כי במקרים בהם הנגיד סבור כי בנק "אינו יכול לקיים התחייבויותיו או שאין בידיו, מפני שניהל את עסקיו בדרך הסוטה מנוהל בנקאי תקין, להשיב נכס שהופקד בידיו, או שחברי דירקטוריון שלו או מנהלי עסקיו נהגו בדרך העלולה לפגוע בניהול העסקים התקין של הבנק," רשאי הנגיד, למנות מנהל מורשה שינהל את הבנק, למנות מפקח מיוחד לבנק שיפקח על הנהלתו, או למנות ועדת הנהלה לבנק שתייעץ למנהל המורשה. יתר על כן, סעיף 8ד(ג) קובע כי "היה הנגיד סבור שנסיבות הענין וטובת הציבור מחייבות עשיית פעולה לפי סעיף קטן (א) ללא דיחוי, רשאי הוא לפעול בלי התייעצות בוועדת הרשיונות ובלי שנתן הזדמנות לבנק להגיש או להשמיע טענותיו; ובלבד שישמע את הבנק סמוך ככל האפשר לאחר שפעל לפי סעיף קטן (א) ויביא את הענין לפני ועדת הרשיונות." כלומר, בידי נגיד בנק ישראל יש כבר כיום הסמכויות נרחבות להתערב כאשר הוא סבור שנסיבות הענין מחייבות זאת. כאמור, במקרה של גופים מוסדיים, הפיקוח הוא פחות הדוק, וסמכויות ההתערבות קטנות במידה משמעותית מאלה שבבנקים.

לאור החשש הקטן יותר לניגודי עניינים, ולאור הפיקוח ההדוק יותר על בנקים, נראה שמן הראוי היה שהוועדה תתייחס לבנקים ולגופים מוסדיים בנפרד ולא תכרוך אותם בקריטריון אחד אשר איננו מבחין במאפייניהם השונים.

מכל מקום, חשש א' לעיל איננו נוגע לבנקים אלא לגופים מוסדיים בלבד ולכן הוא איננו רלוונטי לחוות דעת זו. חשש ב', כפי שהסברתי קודם לכן, קיים גם כאשר לבעל השליטה עסקים אחרים אליהם הוא עלול להסיט מקורות, ולפיכך אין לחשש זה קשר הכרחי לעניין בעלות משותפת על גוף פיננסי ותאגיד ריאלי. אשר על כן, הדרך הראויה להפיג חשש זה איננה באמצעות הטלת מגבלות על שילוב הבעלות בין גוף פיננסי לתאגיד ריאלי, אלא באמצעות הידוק הפיקוח על בעלי השליטה בגופים פיננסיים, באופן אשר ימנע

מהם לנצל לרעה את כוחם. למשל, ניתן להפיג את החשש באמצעות הטלת מגבלות על יכולתם של בעלי שליטה בגופים פיננסיים ליטול הלוואות מהגוף הפיננסי בו הם שולטים. אם לדעת הוועדה המגבלות הנהוגות כיום אינן מספקות, ניתן להגביל עוד יותר את כמות האשראי שבעל השליטה יכול לקבל מגוף פיננסי בו הוא שולט. כיוון שפתרון כזה משיג אותה תכלית בדיוק כמו הפתרון המבני שהוועדה הציעה, וכיוון שהוא כרוך בצעדים מתונים הרבה יותר, יש מקום להעדיף אותו.

בדומה לחשש ב', גם חשש ג' איננו קשור בהכרח לבעלות משותפת על גוף פיננסי ותאגיד ריאלי, אלא הוא שריר וקיים כל עוד יש במשק לווים גדולים אשר הסתבכות פיננסית שלהם עלולה לסכן את יציבותה של המערכת הפיננסית, וכל עוד יש חשש לאיתנות הפיננסית של בעל השליטה בגוף פיננסי (בין אם שאר רכושו מושקע בתאגידים ריאליים בישראל, ובין אם הוא מושקע בעסקים אחרים, בארץ או בחו"ל). כיוון שכך, הדרך הראויה להפיג את חשש ג' היא באמצעות הטלת מגבלות על גודל האשראי שלוה יחיד יכול לקבל מגוף או גופים פיננסיים (ככל שהמגבלות המוטלות כיום אינן מספקות), וכן באמצעות הידוק הפיקוח על בעל השליטה בגופים פיננסיים בכלל, ועל איתנותו הפיננסית בפרט.

לבסוף, כפי שטענתי באריכות קודם לכן, חשש ד' הינו חשש סביר רק בתנאי שלגוף הפיננסי יש כוח בשוק האשראי. ללא כוח כזה, לא יהיה באפשרותו של הגוף הפיננסי להדיר תאגידים ריאליים מתחרים, או להפעיל לחץ אפקטיבי על ספקים ולקוחות של התאגיד הריאלי. אשר על כן, הקריטריון הראוי לצורך הפגת החשש חייב להתבסס על כוח השוק של הגוף הפיננסי בשוק האשראי. כיוון שהמדד המקובל בפרקטיקה של הגבלים עסקיים לכוח השוק של הפירמה הוא נתח השוק שלה, מן הראוי לבסס את הקריטריון להגדרת גוף פיננסי משמעותי על נתח השוק של הגוף הפיננסי בשוק האשראי, ולא על היקף הנכסים שלו בש"ח כפי שהוא משתקף במאזן. בהקשר זה, ראוי לזכור, כי הנציבות האירופית סוברת שרק פירמה דומיננטית יכולה להדיר מתחרים, כאשר אין זה סביר שפירמה בעלת נתח השוק של פחות מ-40% היא בעלת מעמד דומיננטי, ויתר על כן, חזקה על פירמה בעלת נתח שוק של פחות מ-25% שהיא איננה דומיננטית. נראה על כן, שקריטריון שמרני להפגת החשש להדרה הוא איסור על קשרי בעלות בין תאגיד ריאלי משמעותי לגוף הפיננסי שלו נתח של למעלה מ-25% בשוק האשראי. כמובן שניתן להחמיר את הקריטריון ולהוריד את נתח השוק המינימלי לצורך הגדרת גוף פיננסי כמשמעותי, אך ראוי לזכור כי לאור הפרקטיקה המקובלת בתחום ההגבלים העסקיים, ניתן לקבוע כמעט בוודאות שנתח שוק של 10% ומטה בשוק האשראי איננו מאפשר לגוף פיננסי להדיר תאגידים ריאליים אשר מתחרים בתאגיד ריאלי עימו הוא קשור בקשרי בעלות.

4.3 קריטריונים איכותיים

המלצות הוועדה קובעות קריטריונים כמותיים נוקשים לצורך הגדרתם של גופים פיננסיים ותאגידיים ריאליים משמעותיים. בפרט, הוועדה קובעת כי תאגיד ריאלי יחשב למשמעותי אם מחזור המכירות הקובע שלו בישראל עולה על 8 מיליארדי ₪, או שהמאזן הקובע שלו עולה על 20 מיליארדי ₪, והיקף הנכסים בישראל מהווה יותר מ-5% מהמאזן הקובע, ואילו גוף פיננסי יחשב למשמעותי אם כלל נכסיו עולה על 50 מיליארד ₪. כאשר שני הגופים "משמעותיים", חל איסור על התאגיד הריאלי או השולט בו לשלוט בגוף פיננסי, או להחזיק בו למעלה משיעור שייקבע על ידי הרגולטורים, וזאת ללא כל מקום לשיקול דעת או גמישות כלשהי. לאור ההטרונגניות הרבה של תאגידיים ריאליים וגופים פיננסיים שונים, ולאור הקשת הרחבה של השפעות אפשריות של קשרי הבעלות ביניהם על רמת התחרות במשק ועל יציבותו הכלכלית, נראה שדווקא חשוב היה לאפשר גמישות ושיקול דעת כאלה.

ואכן, לאור הקושי לקבוע כלל כמותי, אשר יתאים לכל קשת המקרים האפשרית, קובע חוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988, מבחנים איכותיים לפגיעה בתחרות. כך למשל, סעיף 21 לחוק קובע כי "הממונה יתנגד למיזוג חברות או יתנה אותו בתנאים אם לדעתו קיים חשש סביר כי כתוצאה מן המיזוג כפי שהוצע תיפגע באופן משמעותי התחרות באותו ענף או ייפגע הציבור...". כלומר, החוק איננו קובע מבחן כמותי קשיח למיזוג פסול, אלא הוא מותיר בידי הממונה על הגבלים עסקיים שיקול דעת להעריך את מידת הפגיעה בתחרות. למעשה, גם כאשר חוק ההגבלים העסקיים קובע מבחן כמותי לצורך הגדרת מונופולין בסעיף 26(א) לחוק,²⁵ הוא מותיר בידי הממונה על הגבלים עסקיים, בסעיפים 27 ו-30 לחוק, את שיקול הדעת האם וכיצד להטיל הגבלות על בעל המונופולין. זאת בניגוד להמלצות הוועדה, אשר לא רק אוסרות על תאגיד ריאלי משמעותי לשלוט בגוף פיננסי משמעותי, אלא גם אוסרות על בעל השליטה בתאגיד ריאלי משמעותי לשלוט בגוף פיננסי משמעותי, וכל זאת ללא כל מקום לשיקול דעת או בחינת המקרה לגופו לאור תנאיו הייחודיים.

יתר על כן, גילוי דעת 1/11 בעניין הנחיות לניתוח תחרותי של מיזוגים אופקיים שפרסמה רשות ההגבלים העסקיים בינואר 2011, קובע במפורש כי רשות ההגבלים העסקיים איננה קובעת קריטריון כמותי קשיח, כגון סף מסוים של ריכוזיות, לצורך הערכת מיזוגים אופקיים: "עמדת הרשות היא כי אין סף ריכוזיות מסוים שמתחתיו לעולם יקבע כי המיזוג המוצע אינו מעלה חשש סביר לפגיעה משמעותית בתחרות, וגם אין סף אחר שמעליו לעולם ראוי להתנגד למיזוג או להתנותו בתנאים. בנוסף, אין סף כאמור עבור הגידול בריכוזיות כתוצאה מהמיזוג" (עמוד 15 לגילוי הדעת).²⁶

²⁵ לפי סעיף 26(א), "לענין חוק זה, יראו כמונופולין ריכוז של יותר ממחצית מכלל אספקת נכסים או מכלל רכישתם, או של יותר ממחצית מכלל מתן שירותים, או מכלל רכישתם, בידי של אדם אחד (להלן - בעל המונופולין)".

²⁶ ראה, רשות ההגבלים העסקיים, "גילוי דעת 1/11 בעניין הנחיות לניתוח תחרותי של מיזוגים אופקיים", 23 בינואר 2011.

אמנם, גילוי דעת 1/11 ממשיך וקובע כי "... הניסיון שנצבר בשנים האחרונות מאפשר לזהות מרחב בו על-פי רוב לא נמצאו מיזוגים אופקיים אשר הקימו חשש סביר לפגיעה משמעותית בתחרות." בהתאם, גילוי הדעת מפרט מדדים כמותיים לצורך זיהוי מיזוגים בעייתיים, אך הוא מסייג את השימוש במדדים אלה: "עם זאת, ניתוח מלא של החששות התחרותיים ממיזוגים אופקיים אינו מתמצה באמידת הריכוזיות הצפויה אלמלא המיזוג או זו הצפויה מייד לאחר המיזוג, שכן לעיתים נתח השוק שמחזיקה החברה הממוזגת לא יעיד על יכולתה להפעיל כוח שוק, לבדה או בשיתוף עם אחרים."

בדומה, ההנחיות לבחינת מיזוגים אופקיים של הנציבות האירופית קובעות בסעיף 13 כי:²⁷

"...the Commission determines, pursuant to Article 2 of the Merger Regulation, whether the merger would significantly impede effective competition, in particular through the creation or the strengthening of a dominant position, and should therefore be declared incompatible with the common market. It should be stressed that these factors are not a 'checklist' to be mechanically applied in each and every case. Rather, the competitive analysis in a particular case will be based on an overall assessment of the foreseeable impact of the merger in the light of the relevant factors and conditions. Not all the elements will always be relevant to each and every horizontal merger, and it may not be necessary to analyse all the elements of a case in the same detail."

דברים ברוח דומה מופיעים גם בהנחיות לבחינת מיזוגים אופקיים של משרד המשפטים

האמריקאי וה-FTC:²⁸

"These Guidelines should be read with the awareness that merger analysis does not consist of uniform application of a single methodology. Rather, it is a fact-specific process through which the Agencies, guided by their extensive experience, apply a range of analytical tools to the

²⁷ ראה,

"Guidelines on the assessment of horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings," Official Journal of the European Union (2004/C 31/03).

²⁸ ראה,

"Horizontal Merger Guidelines," U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission, Issued: August 19, 2010.

reasonably available and reliable evidence to evaluate competitive concerns in a limited period of time” (p. 1)

כמו בהנחיות של רשות ההגבלים העסקיים וההנחיות של הנציבות האירופית, גם ההנחיות של משרד המשפטים האמריקאי וה-FTC מפרטים רמות סף מפורשות של נתחי שוק בהן ניתן להיעזר לצורך הערכת המיזוג המוצע. ואולם במקביל, ההנחיות מדגישות כי

“The purpose of these thresholds is not to provide a rigid screen to separate competitively benign mergers from anticompetitive ones, although high levels of concentration do raise concerns. Rather, they provide one way to identify some mergers unlikely to raise competitive concerns and some others for which it is particularly important to examine whether other competitive factors confirm, reinforce, or counteract the potentially harmful effects of increased concentration. The higher the post-merger HHI and the increase in the HHI, the greater are the Agencies’ potential competitive concerns and the greater is the likelihood that the Agencies will request additional information to conduct their analysis” (p. 19).

במילים אחרות, משרד המשפטים האמריקאי וה-FTC, כמו גם רשות ההגבלים העסקיים והנציבות האירופית, סבורים כי לא ניתן לקבוע מדדים כמותיים קשיחים שבהתקיימם יש להתנגד למיזוג אופקי. יתר על כן, רשויות אלה מדגישות שעל מנת להעריך את השפעותיו התחרותית של מיזוג, יש לבחון את נסיבותיו הייחודיות של המיזוג המוצע לגופו, ואין כלל אחיד המתאים לכל המיזוגים. ברור שאם כך המצב בעניין מיזוגים אופקיים, אשר לגבי השפעותיהם התחרותיות נצבר ניסיון עשיר המשתרע על פני שנים רבות הן בעולם הרחב והן בישראל, הרי שקל וחומר שלא ניתן לקבוע כלל אחיד במקרה של שילוב הבעלות בין גוף פיננסי משמעותי לתאגיד ריאלי משמעותי. זאת במיוחד לאור העובדה שאין בידינו כיום תיאוריות מוצקות וחד-משמעיות, או עדויות אמפיריות מובהקות, ביחס להשפעותיו התחרותיות של שילוב כזה, ולאור העובדה שהמלצות הוועדה בעניין זה הן חדשניות, ואין להן אח ורע במדינות העולם שמניסיון בעניין זה ניתן ללמוד.

לאור דברים אלה, יש לדעתי מקום לגלות חובת זהירות, ולהוסיף לקריטריונים הכמותיים גם קריטריונים איכותיים, ברוח חוק ההגבלים העסקיים, וגילוי הדעת של הרשות. לדוגמה, ניתן לסייג את האיסור על קשרי בעלות בין גוף פיננסי משמעותי לתאגיד ריאלי משמעותי, ולקבוע שקשרים כאלה אסורים אם "יש קיים חשש סביר כי קשרי בעלות אלה יפגעו באופן משמעותי בתחרות במשק או ביציבותו הכלכלית."

5. סיכום ומסקנות

חוות דעת זו עוסקת בחששות המפורטים בטיטת דו"ח הוועדה להגברת התחרות במשק (להלן "וועדת הריכוזיות") לגבי שילוב של תאגידים ריאליים ובנק תחת אותה שליטה או החזקה, ובהמלצות הוועדה לגבי הדרך הראויה להפיג חששות אלה.

ראשית, הראיתי כי החשש שבעל שליטה בבנק יסיט כספים מהבנק לגופים ריאליים שבבעלותו שריר וקיים גם אם לבעל השליטה עסקים אחרים שאינם תאגידים ריאליים בישראל. לפיכך, הפתרון הראוי לחשש זה טמון בשיפור הפיקוח על בנקים, ככל שהפיקוח הקיים איננו מספיק כיום, ולא בניתוק קשרי הבעלות בין בנק לבין תאגיד ריאלי. מעבר לכך, הראיתי שבכל מקרה, החשש להסתת כספים סביר רק אם אחזקותיו של בעל השליטה בתאגיד הריאלי גבוהות במידה משמעותית מאחזקותיו בבנק, וכן הרווח שנצבר בתאגיד הריאלי מהסתת הכספים עולה במידה משמעותית על ההפסד שנצבר בבנק. במקרה של קבוצת השליטה, תנאים אלה אינם מתקיימים, לא רק משום שאחזקותיה בחברת פז אינן עולות במידה משמעותית על אחזקותיה בקבוצת הבנק הבינלאומי הראשון, אלא גם משום ששוק הדלק נתון בחלקו הגדול לפיקוח מחירים בשעה ששוק הבנקאות איננו נתון לפיקוח כזה. בנוסף, מערכת הפיקוח על בנקים בישראל היא נרחבת כבר היום, כך שהיכולת להסיט כספים מבנק לתאגיד ריאלי קשור הינה מוגבלת וכרוכה בסיכונים לסקציות משפטיות.

שנית, הוועדה מעלה שני חששות לפגיעה בתחרות בשווקים ריאליים: (א) קשרי בעלות בין בנק ותאגיד ריאלי יגרמו להדרת תאגידים ריאליים מתחרים משוק ההון (בין אם במישרין על ידי מניעת אשראי או הרעת תנאי האשראי המוצע לתאגידים אלה, ובין אם בעקיפין משום שתאגידים אלה ימנעו מלקיחת אשראי מהבנק כדי למנוע זליגה של אינפורמציה רגישה אודותיהם לתאגיד הריאלי הקשור), ו- (ב) בנק יפעיל לחצים על לקוחות וספקים של תאגיד ריאלי עימו הוא קשור בקשרי בעלות. כפי שטענתי בגוף חוות הדעת, חששות אלה סבירים, והם עלולים להביא לפגיעה משמעותית בתחרות רק אם לבנק נתח שוק משמעותי בשוק האשראי. כל עוד לבנק נתח שוק קטן בשוק האשראי, החששות אינם סבירים ולא

צפויה פגיעה משמעותית בתחרות. לפיכך, טענתי שההגדרה הראויה ל"גוף פיננסי משמעותי" חייבת להתייחס, בין השאר, גם למעמדו של הבנק בשוק האשראי (למשל, באמצעות התייחסות לנתח השוק שלו). שלישית, טענתי שהחשש לפגיעה באיתנות הבנק איננו נובע משילוב האחזקות דווקא בין בנק ותאגיד ריאלי בישראל, ולכן הדרך להתמודד עימו איננה באמצעות הפרדה מבנית. ככל שהחשש נובע מריכוזיות צרכני האשראי בישראל, הרי שהדרך הראויה להתמודד עימו היא באמצעות הידוק המגבלות על לווה יחיד, או הידוק הפיקוח על מתן הלוואות לתאגידים ריאליים קשורים. לעומת זאת, אם החשש נובע מהאפשרות שבעל השליטה יקלע לקשיים פיננסיים עקב אחזקותיו הריאליות, הרי שחשש זה מתקיים גם אם לבעל השליטה נכסים מסוכנים בישראל שאינם תאגידים ריאליים, או נכסים מסוכנים בחו"ל. לפיכך, הדרך הראויה להפיג את החשש איננה באמצעות הפרדה מבנית, כי אם באמצעות הידוק הפיקוח על בעלי השליטה בבנקים בכלל, ועל איתנותם הפיננסית בפרט, למשל באמצעות הוראות הנוגעות לרמת המינוף המותרת לעסקים של בעל שליטה בבנק, בין אם הם בגדר תאגידים ריאליים בישראל, תאגידים ריאליים בחו"ל, ובין אם הם אינם תאגידים ריאליים כלל.

בנוסף טענתי שככל שחששות הוועדה מתייחסים לרמת התחרותיות בשוק שבו פועל התאגיד הריאלי, הרי שמן הראוי היה להתייחס רק לענפים שבהם שוררת תחרות חופשית, ולא לשווקים הנתונים לפיקוח מחירים. בהתאם, מן הראוי היה להגדיר "תאגיד ריאלי משמעותי" על בסיס היקף מכירותיו בישראל, "למעט מכירות בשווקים הנתונים לפיקוח מחירים." לחלופין, ניתן לקבוע כי כאשר תאגיד ריאלי פועל בענף הנתון לפיקוח מחירים, התאגיד יוגדר כ- "משמעותי" רק על סמך גודל המאזן שלו, ולא על בסיס היקף המכירות שלו.

לבסוף, טענתי שהשימוש בקריטריונים כמותיים נוקשים לצורך איתורם של גופים פיננסיים ותאגידים ריאליים משמעותיים, איננו נותן מקום לשיקול דעת או גמישות, אשר חיוניים במקרה זה לאור ההטרוגניות הרבה של תאגידים ריאליים וגופים פיננסיים שונים, ולאור הקשת הרחבה של השפעות אפשריות של קשרי הבעלות ביניהם על רמת התחרות במשק ועל יציבותו הכלכלית. לפיכך, מן הראוי להוסיף לקריטריונים הכמותיים קריטריונים איכותיים, דוגמת הסייג שקשרי בעלות בין גוף פיננסי משמעותי לתאגיד ריאלי משמעותי אסורים אם "יש קיים חשש סביר כי קשרי בעלות אלה יפגעו באופן משמעותי בתחרות במשק או ביציבותו הכלכלית."