

<p><b>גרועס, קלינהנדלר, חודק, הלוי גרינברג ושות' -</b>  <b>עורכי-דין</b>  מרכז עזריאלי 1, תל-אביב 67021  טל: 03-6074444, פקס: 03-6074422</p>	<p><b>כספי ושות' -</b>  <b>עורכי-דין</b>  רחוב יעבץ 33, תל אביב 65258  טל: 03-7961000, פקס: 03-7961001</p>
--	--

27 בנובמבר 2011

לכבוד  
מר חיים שני, יו"ר  
הוועדה להגברת התחרותיות במשק  
משרד האוצר  
ירושלים

לכבוד  
פרופ' יוגין קנדל  
ראש המועצה הלאומית לכלכלה  
משרד ראש הממשלה  
ירושלים

לכבוד  
פרופ' דויד גילה  
הממונה על ההגבלים העסקיים  
רשות ההגבלים העסקיים  
ירושלים

לכבוד  
מר גל הרשקוביץ  
הממונה על אגף התקציבים  
משרד האוצר  
ירושלים

לכבוד  
פרופ' עודד שריג  
הממונה על שוק ההון בטוח ותסכון  
משרד האוצר  
ירושלים

לכבוד  
פרופ' שמואל האוזר  
יו"ר רשות ניירות ערך  
רשות ניירות ערך  
ירושלים

לכבוד  
ד"ר קרנית פלוג  
המשנה לנגיד בנק ישראל  
בנק ישראל  
ירושלים

לכבוד  
מר אבי ליכט, עו"ד  
המשנה ליועץ המשפטי לממשלה  
משרד המשפטים  
ירושלים

לכבוד  
מר דוד זקן  
המפקח על הבנקים  
בנק ישראל  
ירושלים

לכבוד  
ד"ר גיתית גור-גרשגורן  
כלכלנית ראשית  
רשות ניירות ערך  
ירושלים

**בדוא"ל: [faharutiut@mof.gov.il](mailto:faharutiut@mof.gov.il)**

חברים וועדה נכבדים,

**הנדון: התייחסות מרחיבה של אי די בי לטיוטת המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק**


מרשותינו, אי די בי חברה לאחזקות בע"מ ("אי די בי"), חברת השקעות דיסקונט בע"מ וכלל תעשיות והשקעות בע"מ (יחדיו: "תאגידי אי די בי"), מילאו את ידינו להגיש לכם מסמך עמדה מרחיב בענין טיוטת המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק ("הוועדה") שפורסמה ביום 11.10.11 ("טיוטת ההמלצות" או "ההמלצות"), זאת בהמשך למסמך העמדה התמציתי והראשוני שהוגש לכם ביום 13.11.11 ("מסמך העמדה הראשוני").

מטרתו של מסמך עמדה זה, הינו להשלים ולהרחיב את טיעוניהם של תאגידי אי די בי כפי שהובאו בתמצית במסמך העמדה הראשוני, וזאת (א) בהמשך לאמור במסמך העמדה הראשוני כמו גם לעמדות מקדמיות שהוצגו בפני הוועדה הנכבדה מטעם אי די בי ולמסמכים רלבנטיים קודמים שהוגשו לה בהקשר זה, והכל תוך שתאגידי אי די בי שבים וחוזרים על טיעוניהם כאמור בעמדותיהם המקדמיות, וכן (ב) תוך שימור זכותם של תאגידי אי די בי להגיש לוועדה בנפרד מסמכים משלימים למסמך עמדה זה, ככל שיידרש (בין היתר נוכח סד הזמנים הידוע כמו גם אי קבלת מסמכים שונים שנתבקשו מהוועדה כאמור במסמך העמדה הראשוני), וכן (ג) מבלי לפגוע בזכות מזכויותיהם של תאגידי אי די בי או בטענה מטענותיהם.

למסמך העמדה מצורפים שני נספחים, האחד, חוות דעתו של פרופ' אפרים בנמלך מהמחלקה הכלכלית של אוניברסיטת Harvard, והשני, "טבלת החזקות המשורשרות" בחברות אי די בי.

בנוסף שימת הלב כי למסמך העמדה נלוות מכתבו של יו"ר אי די בי, מר נוחי זנקנר, המופנה לחברי הוועדה.

בכבוד רב,



דוד חודק, עו"ד

גרועס קלינהנדלר חודק הלוי גרינברג ושות'



רם כספי, עו"ד

כספי ושות'

## א. מבוא וכשלים בהנחות היסוד

1. עבודתה של הוועדה היא מקיפה ובוודאי ראוי לשבחה על כך. עם זאת תאגידי אי די בי חולקים מכל וכל על המסקנות אליהן היא הגיעה וממילא אף על המלצותיה. מסקנות והמלצות אלו מבוססות על מספר הנחות יסוד שעמדו בפני הוועדה. כפי שנבקש להראות במסמך זה, הנחות אלו לוקות בכשלים רבים וממילא לוקות אף המסקנות וההמלצות, הן בבסיסן הכלכלי, המשפטי והחוקתי, והן לגופן. תאגידי אי די בי סבורים, אפוא, כי לאחר שיוצגו בפני הוועדה הכשלים האמורים בהנחות היסוד שלה, כמו גם הכשלים והליקויים שנפלו בהמלצותיה, ראוי וכנון יהא לוועדה הנכבדה לחזור ולשקול מחדש את כלל המלצותיה.

2. ואכן נפלו בהמלצות הוועדה כשלים בכל המישורים האפשריים:

א. כשלים בהנחות היסוד, שכן המלצות הוועדה מבוססות על הנחות נעדרות תימוכין אמפיריים ולעיתים אף מנוגדות לממצאים אמפיריים אחרים;

ב. כשלים חוקתיים, שכן המלצות הוועדה פוגעות פגיעה קשה ובלתי מידתית בזכויות המוגנות בחוקי היסוד כמו גם בעקרונות משפט אחרים;

ג. כשלים נורמטיביים בהמלצות השונות של הוועדה זאת מטעמים רבים כפי שיפורטו, בין היתר, שכן אלה מציעות פתרונות שנוקם, הן לטווח הקצר והן לטווח הארוך, עולה לאין שיעור על תועלתם, אם בכלל יש בהן תועלת כלשהיא.

### 1.א. הכשלים בהנחת היסוד לעניין ה"סכנות" במבנה ההחזקות הפירמידאלי

1. מרבית הסכנות שמזכירה הוועדה בקשר למבנה הפירמידאלי הן סכנות "פוטנציאליות". כך עולה אף מלשון טיוטת ההמלצות גופא המרבה לעשות שימוש במילה "עלול" על נגזרותיה. אלא שבאותה מידה ברור הוא כי בצד חסרונותיו וסכנותיו הפוטנציאליים של המבנה הפירמידאלי גלומים במבנה הקונצרן גם לא מעט יתרונות פוטנציאליים.<sup>1</sup>

2. מאחר שהמבנה הפירמידאלי לכאורה מכיל הן פוטנציאל חיובי והן שלילי, ממילא הכרח הוא להציג ממצאים אמפיריים המעידים על התממשות הסכנות, מחד, או התגשמות היתרונות, מאידך. כך בוודאי יש לעשות בטרם נקיטת צעדים רגולטורים חדשים כנגד הקונצרנים; יש להראות שהחסרונות במבנה הקונצרן עולים על היתרונות שבו.

3. פרופ' אסף חמדני מהאוניברסיטה העברית, הסוקר במאמרו "ריכוזיות השליטה בישראל" את הסכנות הטמונות במבנה הקונצרני, מתייחס לממצאים האמפיריים הרבים המעידים על היתרונות הגלומים בקונצרנים ואומר (שם, בעמ' 28):

**"לפיכך, בהנחה שהמבנה הקונצרני אכן טומן בחובו יתרונות כלשהם, השאלה המכרעת עבור המשקיעים מקרב הציבור היא אם התועלת מיתרונות פוטנציאליים אלה עולה על הסכנות הכרוכות במבנה החזקות זה".**

4. נראה שאפילו פרופ' אריה בבצ'וק ("פרופ' בבצ'וק"), העומד בראש אלה המדגישים את חסרונות הקונצרן, ושעל חוות דעתו הסתמכה הוועדה, מסכים לקביעה זו. לאתר שהוא סוקר את הסכנות לכאורה הקיימות בקונצרנים, הוא מסכם את הנושא באופן הבא (עמ' 35):<sup>2</sup>

**"On one hand, the case for regulation is made if the agency costs of these structures are large and there is strong evidence of a divergence between private and social benefits in their creation. In this case the only issue is how to regulate... On the other hand, if further research shows significant constraints on the agency costs of CMS firms and important offsetting efficiencies, then it is the pressures to unravel these structures that deserve closer scrutiny".**

<sup>1</sup> לטענה זו סימוכין רבים, כך למשל: Ronald W. Masulis, Peter K. Pham, Jason Zein, Family Business Groups around the World: Costs and Benefits of Pyramids (2009), p.41 Venkat Kuppaswamy and Belén Villalonga, *Does Diversification Create Value in the Presence of External Financing Constraints? Evidence from the 2008–2009 Financial Crisis*, Harvard Business School Finance Working Paper No. 1569546 (2010) ("Villalonga"); וגם אסף חמדני "ריכוזיות השליטה בישראל" בעמ' 28; קונסטנטין קוסנקו "התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק", מחקר שנערך בבנק ישראל (2008) בעמ' 6; וראו גם ממצאי הוועדה בעמ' 77 לטיטת ההמלצות.  
<sup>2</sup> L. Bebchuk, R. Kraakman & G. Triantis "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights" (1999). Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series. Paper 249

משמע, לדידו של פרופ' בבצ'וק, אין מדובר בחסרון סתם, אלא בראיות חזקות לנזק הנשקף מן הקונצרו, וגם אז, אין לנקוט בצעדים רגולטורים חדשים בטרם בחינה קפדנית של ההשפעות שיש למבני החזקה אלו בפועל.

5. יתר על כן, גם אם הוכח קיומו של נזק מובהק במבנה הפירמידיאלי עדיין יש להוכיח מראש, במסגרת ניתוח עלות מול תועלת כי בצעדים המוצעים יש כדי לתקן את "כשל השוק", דהיינו כי התועלת גדולה באופן מובהק מהעלות, שלא לומר מהנזק. למותר לציין כי אין בדוח הוועדה רמז לניתוח חיוני ובסיסי זה של עלות מול תועלת וחזקה על הוועדה שאם הייתה עושה ניתוח כאמור המלצות אלה לא היו באות לעולם.

6. אין להתפלא אפוא כי עורכי הדין מרטין ליפטון וויליאם סאביט, מומחים מובילים בתחום דיני החברות בארה"ב, מפירמת Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, המבקרים את גישתו של פרופ' בבצ'וק, אומרים באשר לאחת מהצעותיו להעביר כוח מן הדירקטוריון לאסיפה הכללית את הדברים הבאים (עמ' 734):<sup>3</sup>

"The view here is that Bebchuk has utterly failed to carry the burden of justifying the radical reform he proposes... Bebhuk has systematically failed to account for the likely and severe negative consequences of his proposal..."

7. תמיכה נוספת לכך ניתן למצוא בעדותו של פרופ' ישי יפה מהאוניברסיטה העברית, במסגרת דיוני הוועדה:<sup>4</sup>

"יש מחשבה האם בכלל לאסור פירמידות לחתוך אותן, לבטל אותן. אני חושב שזה דבר שכמעט אין לו תקדים בעולם. יש תקדים אחד בסיטואציה מאד יוצאת דופן וגם היה לנו את השיחה הזאת פעם. זה לא שינוי בשוליים, זה לא שינוי שברור מה יקרה בעקבותיו ואני לי אינטואיציה של מה מבנה השוק שיווצר אחר כך ואני לא חושב שאני הייתי בעד לפרק לאסור זה".

8. ראוי להדגיש כי המידע האמפירי הנדרש הינו כזה המתייחס למערכת המשפטית והכלכלית הרלוונטית. בשום אופן לא ניתן "לייבא" ממצאים משווקים זרים שמאפייניהם שונים בתכלית ממאפייני השוק הישראלי. המלומדים Adams and Ferreira מציינים את ההשמטה של משתנה זה של סביבה משפטית ועסקית קונקרטי (כמו גם השמטתם של משתנים אחרים), ככשל נפוץ החוזר על עצמו ברבים מן המחקרים בנושא (עמ' 67).<sup>5</sup> יתר על כן, הצורך במידע מקומי מתחדד שבעתים שעה שהמטרה היא קביעת מדיניות ישימה ויעילה:

"Omitted variable problems may also affect the results. These eight countries have different institutional environments, which could affect both the extent to which firms can separate voting from cash flow rights and the market valuations of outside equity. If country-level investor protection is positively related to the market value of equity and also to ownership proportionality, the evidence may be driven by omitted investor protection indices. In this case, the message of Claessens et al. need not be invalid, but the policy implications might be different".

9. למרות שאין עוררין על הצורך במידע אמפירי מבוסס לפני גזירתן של מסקנות יישומיות, סקירת טיוטת ההמלצות מגלה כי הוועדה כלל לא התבססה על מידע אמפירי הנוגע לשוק הישראלי, למעט העבודות שנעשו על ידי משרד האוצר וקונסטנטין קוסנקו ממחלקת המחקר של בנק ישראל, אשר כפי שנראה בהמשך לא יכולות להוות בסיס לרגולציה. בחלק התיאורטי ("השלכות פוטנציאליות") הוועדה הסתמכה על מחקרים ממדינות שונות בעולם, כדוגמת סין, קוריאה, מלזיה, יפן וכו', המוכיחים לכאורה שלמבנה החזקה הקונצרני לא רק שקיימת השפעה שלילית על ערך החברות אלא גם על יציבות השוק.<sup>6</sup> עם זאת, אין זה המצב ביחס לישראל, ולמצער, לא הומצאו כל הוכחות של ממש לכך.

10. הנה כי כן, הוועדה קובעת כי מבנה החזקות הקונצרני טומן בחובו סיכונים עודפים. אלא שממצאיהם של החוקרים Yafeh and Khanna משנת 2005 מעלים כי יש בהשתייכות לקבוצה עסקית דווקא כדי להקטין את הסיכון ולפזרו (עמ' 303).<sup>7</sup> בנוסף, ממצאיהם האמפיריים מלמדים כי דווקא בישראל (בשונה ממדינות אחרות כפי

<sup>3</sup> Martin Lipton and William Savitt *The Many Myths of Lucian Bebchuk*, p.734

<sup>4</sup> ראו עמ' 33 בפרוטוקול הוועדה:

<sup>5</sup> [http://www.mof.gov.il/Lists/CompetitivenessCommittee/Attachments/31Renee Adams and Daniel Ferreira, One Share-One Vote: The Empirical Evidence, ECGI - Finance Working Paper No. 177/2007](http://www.mof.gov.il/Lists/CompetitivenessCommittee/Attachments/31Renee%20Adams%20and%20Daniel%20Ferreira,%20One%20Share-One%20Vote:%20The%20Empirical%20Evidence,%20ECGI-Finance%20Working%20Paper%20No.%20177/2007)

(("Adams and Ferreira"))

<sup>6</sup> ראה הערות השוליים בעמ' 75-76 לטיטת ההמלצות.

<sup>7</sup> Tarun Khanna, Yishay Yafeh, *Business Groups and Risk Sharing Around the World*, 78 Journal of Business 301 (2005), ("Yafeh and Khanna")

שמראה מחקרם) חברות "מסונפות" (קשורות לקבוצה עסקית) נהנות מ-ROA גבוה יותר מזה של חברות שאינן מסונפות, ומשונות נמוכה יותר - משמע תשואה גבוהה יותר וסיכון נמוך יותר (הטבלה בעמ' 309).<sup>8</sup>

11. נוסף ונדגיש כי רכישת שליטה בקבוצת חברות היוותה ומהווה נורמה עסקית מקובלת בישראל בתמיכת הרגולטורים ותוך הסתמכות של כל הגורמים הנוגעים בדבר על מבנה זה, ולפיכך שינוי הכללים בהקשר זה מחייב מידה רבה של ריסון, מידתיות וזהירות. דווקא פיזור בתחומי פעילות עסקיים שונים ומגוונים, מוסיף ליציבות הפיננסית של הקבוצה ואינו גורע ממנה.

12. הועדה ל"בחירת ההיבטים של אחזקות בנקים בתאגידים ריאליים" ("ועדת ברודטי"), מצאה לכונן אף היא להדגיש בהקשר זה, במסגרת נספח שכותרתו "התופעה הקונצרנית" אשר צורף לדו"ח הוועדה, כהאי לישנא:

**"... אין אנו גורסים כי הקונגלומרט הינו מבנה הפוגע בתחרות. אין אנו גורסים כי ראוייה התערבות מדינתית לכפיית פירוק קונגלומרטים חזקים..."**

13. דברים ברוח דומה אמר, מי שהיה חבר בוועדה הנכבדה, יו"ר רשות ניירות ערך לשעבר, פרופ' זוהר גושן, בכנס של הקריה האקדמית אונו ואוניברסיטת קולומביה, שנערך ביום 24.5.11 בנושא "רגולציה ריכוזיות ותגמול בכירים", וכך הובאו לפרסום אמירותיו במעמד זה:

**"סוגיית הריכוזיות מאפשרת גם מצב של פירמידות ... התופעה אינה ייחודית לפירמידות - דוגמאות לכך הן חברות, אמריקאיות בעיקר, המכניסות מנגנוני הגנה כמו גולות רעל, או קרנות הון פרטיות והגופים שמנהלים כספי ציבור, המנהלים מנהלים כסף ולא חשופים להשתלטויות... צריך לחשוב על הבעיה במונחים יותר כלליים, לא רק בהקשר לפירמידות. אם מביאים בחשבון שלפירמידות יש גם יתרונות, פירוק שלהן הוא אמצעי קיצוני מדי... שיפור עצמאות הדירקטוריון, ועדת הביקורת, זה תהליך שהתרחש וצריך לראות מה התוצאות שלו"**

14. סיכומו של דבר, אין די במחקרים ממדינות אחרות כדי להצביע על "סכנות" כביכול במבנה הפירמידאלי. יש הכרח להציג מידע הרלבנטי לשוק הישראלי, ומידע מסוג זה אינו בנמצא. זאת ועוד, כנגד המחקרים עליהם הסתמכה הוועדה קיימים לא מעט מחקרים סותרים, שהגיעו למסקנות הפוכות. לכל הפחות יש לומר כי ריבוי המחקרים, הדעות והממצאים מצביעים על כך שאין בשום פנים ואופן מקום לקביעה כי במבנה הפירמידאלי טמונות סכנות, ועל אחת כמה וכמה אין מקום לומר כי סכנות אלו עולות על היתרונות, ומעל לכל אין מקום להסתמך על "סכנות" אלו כבסיס לרפורמה רגולטורית מרחיקת לכת.

## **2. הכשלים בהנחת היסוד לעניין השפעתו השלילית של המבנה הפירמידאלי על ערך החברה**

15. הוועדה קבעה כי מבנה החזקות הקונצרני, המאפשר לבעל השליטה "לתעל" את משאבי החברות הבנות במעלה הפירמידה ולטובתו האישית, פוגע בהכרח בערך החברות הבנות. גם כאן בחרה הוועדה להסתמך בעיקר על מאמרים שנעשו בסביבות משפטיות ועסקיות זרות.

16. על פי מחקר אמפירי שנערך מטעם הנציבות האירופאית (וגם אומץ בהמשך על ידי ה-OECD) אשר לא נזכר בטייטת המלצות הוועדה, לא נמצא קשר סיבתי בין שיעור ההחזקה בהון ושיעור ההחזקה בזכויות ההצבעה לבין הביצועים הכלכליים של חברות ציבוריות. מחקר מקיף ויסודי זה נערך ב-19 מדינות מערביות והתייחס ל-464 חברות ציבוריות. וכך, בין היתר, נאמר בהודעה של הנציבות האירופאית ביום 4.6.07 : (<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do>)

**"The European Commission has published an external study on the question of proportionality between ownership and control in EU listed companies. The study finds that, on the basis of the academic research available, there is no conclusive evidence of a causal link between deviations from the proportionality principle and either the economic performance of listed companies or their governance. ...The study was carried out by Institutional Shareholder Services Europe (ISS Europe), the European Corporate Governance Institute (ECGI) and the law firm Shearman & Sterling LLP".**

17. הוועדה הסתמכה בהמלצותיה על מחקרו של קונסטנטין קוסנקו שהוא למעשה המחקר האמפירי היחיד שנערך בישראל בנושא, אלא שגם בקשר לכך הדעות חלוקות.

18. קוסנקו מצביע במחקרו על שני מדדים (השוואת ה-ROA של חברות שונות ומדד Tobin's Q), מהם לכאורה עולה כי ביצועיהן של חברות הנמצאות "בתחתית הפירמידה" נמוכים מביצועיהן של חברות דומות. מכאן הוא מסיק

<sup>8</sup> כמו"כ המאמרים הנוכחים הנוכחים בה"ש 1 ובעיקר מאמרם של Kuppuswamy and Villalonga המצביעים על כך שגופים אלו יציבים יותר.

שהסיבה לכך היא השתייכותם ומיקומם של החברות לרמות השליטה השונות בקונצרן. אלא שעם כל הכבוד, הן הממצאים והן המתודולוגיה שבה נעשה שימוש במחקר זה, אינם חפים מביקורת.

19. אלא שהבעיה המרכזית בהסתמכות הוועדה על מחקרו של קוסנקו טמונה בפרשנות שנותנת הוועדה לממצאיו הגולמיים. הוועדה קבעה על בסיס ממצאים אלו שהמבנה הקונצרני הוא הגורם להיווצרות הפער בערך החברות כאמור. עם כל הכבוד, קביעה זו מניחה את המבוקש ונושלת באחת הבעיות הנפוצות בהסקה לוגית - קפיצה מ"מתאם" ל"סיבתיות". מחקרו של קוסנקו מצביע לכל היותר על מתאם בין חברות בקונצרן ובין ערך חברה נמוך. הממצאים האמפיריים אינם מצביעים על כך שההשתייכות לקונצרן היא הסיבה להיווצרותו של הפער. ממילא ברור שממצאים אלה אינם מלמדים שחיסול הקונצרן יחזיר את הערך "האבוד".

20. כשל לוגי זה, המכונה בשפה המקצועית Reverse Causality, מאפיין לטענת Adams and Ferreira מחקרים רבים הממהרים לייחס את הפערים שהם מגלים בשווי החברות המסונפות למבנה השליטה, תוך השמטת משתנים נוספים וחשובים המסבירים את הפער בצורה לא פחות טובה:<sup>9</sup>

"...This is a reverse causality story because high or low market-to-book ratios may be due to (omitted) firm or industry characteristics and not to the presence of control-enhancing mechanisms. Had founder-owners not adopted control-enhancing mechanisms in firms with few investment opportunities, valuations could have been even lower (because the takeover premium would have been lower). This reverse causality story suggests that interpretations of regressions of market equity value on the degree of ownership proportionality must be made with care".

21. בחוות דעת של פרופ' אפרים בנמלך מהמחלקה הכלכלית של אוניברסיטת Harvard, מטעם תאגידי אי די בי, הוא מתייחס בהרחבה להעדר התשתית הנדרשת בטיוטת ההמלצות, בשים לב בעיקר לקשיים מהותיים בהיבטי הניתוח הכלכלי בעבודת הוועדה, לרבות סתירות פנימיות בנתונים, בעיתיות בהגדרת "קבוצת שליטה", העיוות בנתוני מדד Tobin's Q בכל הנוגע למשק הישראלי, ועוד. חוות דעת זו, אשר חברי הוועדה מופנים אליה במלואה, ניתנה בתמיכה למסמך עמדה זה, והיא מצורפת כנספח א' שלו ומהווה כחלק בלתי נפרד ממנו. בהתייחס למחקרו של קוסנקו, קובע פרופ' בנמלך קטגורית לאחר שהוא מצביע על כל הכשלים בעבודה:

"The nature of the data and the empirical design do not permit him to draw reliable conclusions on the link between business group affiliation and performance. Other than its descriptive material (to page 267), the paper does not meet the scientific standards that typically lead to a refereed publication in one of the leading economics or finance journals. As such, I recommend against making any policy recommendations based on the "findings" of this paper".

22. יש לציין כי אף קוסנקו עצמו מודה כי ממצאיו האמפיריים ניתנים לפרשנויות שונות, כאשר לעניין זה הוא אף אומר כי "העדויות האמפיריות להשפעתן של הקבוצות העסקיות על ביצועי החברות המסונפות כשלעצמם וביחס לאלו של הלא- מסונפות הן מעורבות ורחוקות מלהיות משכנעות". ממילא קשה להבין על מה מבוססת קביעת הוועדה כי המבנה הפירמידאלי הוא שאחראי לערך הנמוך, קל וחומר כאשר מסקנה זו מוצגת בצורה כה נחרצת המובילה להמלצות כה קיצוניות.

23. עוד יש לציין כי מחקר שנערך בקנדה קובע כי במבנה בעלות קונצרני גלומים יתרונות רבים לבעלי מניות המיעוט הגוברים על החיסרון הגלום בהם:<sup>10</sup>

"These results further support arguments that these ownership structures may not necessarily be to the disadvantage of shareholders either because of the importance of this asset for the family shareholders, the legal protection offered to minority shareholders or the need to maintain good relationship with the investment community to facilitate future cash raising and maintain lower cost of capital".

<sup>9</sup> Adams and Ferreira, לעיל הי"ש 5, בעמ' 68.

<sup>10</sup> W. Ben-Amar, P. Andre Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada, p.16 (2005); וראה גם DeAngelo, H. and DeAngelo, L., Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock, 14 Journal of Financial Economics 33 (1985).

**"...separation of ownership and control does not seem to have the anticipated negative impact on value creation".**

24. וכיוצא בזה - הוועדה קבעה כי "בעיית הסוכן עלולה להוביל לפגיעה באיכות ניהול החברה", אלא שמחקרים רבים דווקא מצביעים על כך שבקונצרנים אלו ישנם "שווקי ניהול" פנימיים המגלמים יתרונות רבים לחברות בקונצרן.<sup>11</sup>

25. אין זאת אלא כי בכל הנוגע להשפעה שיש לקונצרנים על החברות המשתייכות אליהם כמו גם על המשק כולו, ישנן דעות רבות וסותרות, וכמעט כנגד כל ממצא, הנחה, מסקנה או פרשנות, קיימים ממצאים, הנחות, מסקנות ופרשנויות הפוכות המנומקות לא פחות טוב. אפילו בהתחשב בבחירתה התמוהה של הוועדה להסתמך על ממצאים אמפיריים שאינם רלבנטיים דווקא לישראל, קשה להבין מדוע התעלמה מכך הוועדה.

26. יתירה מכך, חלקם הגדול של המחקרים האמפיריים בנושא, ובכללם אלו עליהם נסמכה הוועדה, שימשו מטרה לביקורת אקדמית רבה בשל מתודות המחקר שהם מיישמים כמו גם הפרשנות שהם נותנים לממצאיהם. כך למשל מצביע פרופ' בנמלך בחוות דעתו (נספח א למסמך זה)<sup>12</sup> על כשלים אקונומטריים בניתוח שביצע משרד האוצר<sup>13</sup> בנוגע לריכוזיות במשק הישראלי, לרבות חוסר הבחנה במתן משקל נאות לגודל החברות, התייחסות למשתנים אנדוגניים כמשתנים אקסוגניים, השמטת משתני מפתח וקפיצה ל"סיבתיות". עוד מבהיר פרופ' בנמלך בחוות דעתו כי ממצאי ניתוח משרד האוצר כאמור הינם ספקולטיביים, אינם מבוססים על הוכחות ולא עומדים בסטנדרטים של מחקרים אמפיריים כלכליים ועל כן אין לבסס על פיהם כל מדיניות או המלצה בנושא:

**"There are major mistakes in the specification of the econometric analysis and flaws in its interpretation... I thus recommend against making any policy recommendations based on this paper... The paper's findings are speculative, are not based on evidence, and do not adhere to scientific standards of empirical work in economics and finance".**

27. זאת ועוד, אף המלומדים Adams and Ferreira, שסקרו במאמרם את הספרות האמפירית הענפה בנושא, הגיעו לכלל מסקנה שלא ניתן להצביע על תשובה מובהקת לשאלה, מהי ההשפעה שיש להפרדת השליטה והבעלות על ערך החברה:<sup>14</sup>

**"Some of these studies document that firm value appears to fall due to dual-class recapitalizations, but at least an equal number of studies document that firm value appears to increase or remains the same".**

28. מלומדים אלה אף מציינים כי רוב המחקרים העוסקים בנושא נגועים בכשלים מחקריים רבים כגון בחירה שגויה של מדגם, שימוש במתודות סותרות המשפיעות על תוצאות המחקר, ערבוב בין משתנים אקסוגניים ואנדוגניים ובעיקר התעלמות ממשתנים אנדוגניים רבים, בעיות של הסקה לוגית הפוכה ועוד.<sup>15</sup>

29. הסתירות הרבות והכשלים אינם מפתיעים בהתחשב בכך כי גם בקרב העוסקים בתחום ישנה תמימות דעים בדבר קיומם של קשיים אמפיריים מובנים בחקר הנושא. הנחה זו ניכרת אפילו במאמריו של פרופ' בבצ'וק עצמו הקובע (עמ' 31):

**"The magnitude of CMS agency costs bears importantly on explaining the incidence of CMS structures. But estimating these costs will not be easy. In effect, we must assess the values of the identical firm in a CMS and a single owner structure".**

30. לעניין זה, נוסף כי מסמך התייחסות שהגיש פרופ' בבצ'וק לוועדה, היווה את המסד לחלק נכבד מטיוטת ההמלצות. בכל הכבוד הראוי, גישתו של פרופ' בבצ'וק, לפיה יש להעביר כוח מדירקטוריון החברה לבעלי

<sup>11</sup> כך למשל Yafeh and Khanna בעמ' 303, פרופ' חמדני במאמרו "ריכוזיות השליטה בישראל" בעמ' 28. כמו-כן ראה R. Morck & B. Yeung (2004) Policy Research Working Paper 3406, World Bank Special Issues Relating to Corporate Governance and Family Control.

<sup>12</sup> ראה בעמוד 14-18 לחוות הדעת של פרופ' בנמלך.

<sup>13</sup> עבודת מטה במשרד האוצר "ניתוח הריכוזיות במשק הישראלי", נספח ד' לטיוטת המלצות הוועדה.

<sup>14</sup> Adams and Ferreira, ה"ש 4 לעיל, בעמ' 84.

<sup>15</sup> שם בעמ' 85-86.

מניותיה (לא כל שכן לבעלי המניות המיעוט), הינה גישה אקדמית גרידא שאינה תחליף לעולם המעשה, ומכל מקום היא זכתה לביקורת רבה בארה"ב (מצד בכירים בעולם האקדמי, השיפוטי והעסקי), ולא אומצה.

31. היטיבו להבהיר את המשמעות המעשית של קביעה זו עורכי הדין המובילים מרטין ליפטון וויליאם סאביט, באומרים (שם, עמ' 741):

**"In short, and as Bebchuk conceded in prior drafts of his essay based upon equally inconclusive data, it is simply "not possible" to construct a persuasive empirical case for reform".**

32. כשל בולט בכל הקשור לאימוצה הבלתי מסוייג על ידי הוועדה של גישתו של פרופ' בבצ'וק, ניתן למצוא בחלק מהאמירות במסמך ההתייחסות שלו, אשר צורף כנספח 6א' לטיטות ההמלצות, אשר מעידות כי חלק ניכר מההמלצות של פרק "מבנה החזקות הפירמידאלי", "פותרח" על ידי פרופ' בבצ'וק "במיוחד" עבור הוועדה. הקושי ב"פיתוח" מיוחד זה, הינו בכך שלא עומד בבסיסו שום מחקר כלכלי או משפטי. אפילו חוות הדעת המלאה של פרופ' בבצ'וק, אשר אמורה הייתה להוות בסיס לאותם "פיתוחים" מיוחדים וחדשניים, עדיין לא פורסמה (וממילא נמנע מעימנו לעיין בה ולהידרש לנפקותה). לאור הכשל הרבתי במחקר האמפירי אשר תואר בהרחבה לעיל, אנו מתקשים להבין, הכיצד אימצה הוועדה פיתוח חדשני עולמי שקשה להגזים בתוצאותיו (שלא לומר בנזקיו), וכל זאת על יסוד חוות דעת שעדיין לא באה לעולם ולא ניתנה לאף אחד מן הגורמים הנפגעים ממנה אפשרות לעיין בה ולהגיב עליה.

33. למצער, עולה כי השילוב של ריבוי הדעות יחד עם כשלים מובנים וידועים בחקר הנושא, אינו עולה בקנה אחד עם הנחרצות המאפיינת את טיטות המלצות הוועדה. הוועדה התייחסה למחקרים המציגים את צידה האחד של המטבע ובד בבד בחרה להתעלם לחלוטין מעשרות מחקרים אחרים המציגים תמונה שונה לחלוטין. ביטוי חריף להעדר התשתית המתחייבת ולניסוחים העמומים והבלתי מבוססים הנכללים בה, ניתן למצוא במאמרו של סבר פלוצקר שהתפרסם במוסף "ממון שישי" של עיתון "ידיעות אחרונות" ביום 11.11.11:

**"המילה 'עלול' מופיעה בפרק הזה של דוח ועדת התחרותיות יותר מ-100 פעמים; מילים דומות הצופות פני עתיד כמו 'פוטנציאל', 'סיכון' ו'יכולת' מופיעות אף הן כמעט בכל משפט שני. נראה בעליל שהוועדה לא יכלה או לא רצתה להביא דוגמאות מוחשיות ואמפיריות להוכחת טענותיה, אף שעמד לרשותה הניסיון שהצטבר במשבר הפיננסי. היא העדיפה להתמקד בסיכונים משוערים. בכך הלכה, לדעת המומחים שראיינתי, רחוק מדי וחזק מדי".**

34. למעלה מן הצורך, ולהשלמת התמונה, העדר תשתית עובדתית מוכחת (כמסד להחלטה שלטונית עתידית), הינו בניגוד מוחלט להלכות הנוהגות בפסיקה, בין היתר, כפי שניתן ללמוד מבג"צ 5016/96 ליאור חורב נ' שר התחבורה, פ"ד נא(4), 1, 69-70 (1997):

**"הלכה פסוקה היא, כי החלטה שלטונית חייבת להתבסס על תשתית עובדתית. לשם כך על הרשות השלטונית לאסוף את הנתונים הרלבנטיים. עליה לבדוק נתונים אלה בהקפדה. עמד על כך ממלא מקום הנשיא, השופט שמגר, בציינו: 'ההחלטה חייבת להיות בכל מקרה תוצאה של בדיקה עניינית, הוגנת ושיטתית... תהליך קבלת ההחלטה על ידי מי שהוקנתה לו סמכות על פי חוק, מן הראוי שיהיה מורכב, בדרך כלל, ממספר שלבים בסיסיים חיוניים, אשר הם הביטוי המוחשי להפעלת הסמכות המשפטית תוך התייחסות לנושא מוגדר, ואלו הם: איסוף וסיכום הנתונים (לרבות חוות הדעת המקצועיות הנוגדות, אם ישנן כאלה), בדיקת המשמעויות של הנתונים (דבר הכולל, במקרה של תיזות חילופיות, גם בדיקת מעלותיהן ומגרעותיהן של התיזות הנוגדות), ולבסוף, סיכום ההחלטה המנומקת. תהליך כגון זה מבטיח, כי כל השיקולים הענייניים יובאו בחשבון, כי תיעשה בחינה הוגנת של כל טענה, וכי תגובש החלטה, אותה ניתן להעביר בשבט הביקורת המשפטית והציבורית".**

35. לסיכום חלק זה יש לומר כי המבנה הקונצרני טומן בחובו יתרונות רבים ושונים שאינם אך "פוטנציאל" ה"עלול" להתממש או "השערות", כפי שמופיע בדברי הוועדה. יתרונות אלו ניכרים וקיימים כבר כעת בשוק הישראלי והשפעתם אינה מוטלת בספק. בחירת הוועדה להתעלם מהיעדרו של בסיס אמפירי מוצק המוביל למסקנות כה נחרצות וקשות, מהווה "הימור" מסוכן ביותר על עתידו וגורלו של המשק הישראלי כולו.

36. על כל זאת יש להוסיף כי חיסול המבנה הפירמידאלי, דהיינו "השטחת" הפירמידה או שימוש בחברות אחזקה שתחתן חברות פרטיות, אין בו בהכרח כדי להעלות את ערך החברות, אין בו כדי לסייע להגברת התחרותיות, וכאמור, הוא אף עלול לגרום יותר נזק מתועלת.

**3.א הכשלים בהנחות היסוד לעניין "פרמיית השליטה" ו"חליבת" חברות הפער על ידי בעל השליטה**

37. הוועדה ביקשה להסתמך על ממצאיהם של Dyck and Zingales לעניין הטענה כביכול לפרמיית השליטה הגבוהה בישראל וזאת בהשוואה לפרמיית השליטה המקובלת במדינות אחרות. מכאן מסיקה הוועדה כי בעלי השליטה בישראל "חולבים" כביכול את "חברות הפער" ופוגעים לפיכך במיעוט בעלי המניות באותן חברות.

38. מחקרים של Dyck and Zingales מדד את הפער בין המחיר המתקבל אצל בעל השליטה בעת מיזוג ובין המחיר שמקבלים בעלי מניות המיעוט.<sup>16</sup> במחקרם מצאו Dyck and Zingales קשר שלילי בין איכות הממשל התאגידי של מדינות ובין גובה פרמיית השליטה. עם זאת, כפי שמראה פרופ' **בנמלך** בחוות דעתו **מחקר זה אינו רלבנטי לגבי ישראל**, שכן "ציון" שניתן לאיכות הממשל התאגידי בישראל, הינו דווקא מהגבוהים בעולם, באופן המצביע על כך שהנתונים לגבי ישראל מהווים חריגה מהגרסיה של Dyck and Zingales:<sup>17</sup>

**"Dyck and Zingales's finding that Israel's control premium averages 27% makes Israel an outlier relative to their analysis. Israel is therefore likely to be a deviation from their estimated regression line".**

39. יש לציין, שמחקר אחר לעניין פרמיות השליטה, שעשה שימוש במתודולוגיה שונה - מדידת הפער בין מחירי סוגי מניות בהתאם לזכויות ההצבעה שהן מקנות - **הגיע לנתונים שונים** בהתייחס למספר מדינות<sup>18</sup> כאשר בחלק מהמקרים **קיים פער משמעותי** בין הממצאים.<sup>19</sup> אף שמחקר נוסף זה לא בחן את פרמיית השליטה בישראל, יש בו בוודאי כדי ללמד כי גם לגבי חקר פרמיית השליטה, **אין מדובר בממצאים מוחלטים וחד משמעיים** ותוצאות המחקר תלויות במידה רבה במתודות המדעיות שהן מאמצות לצורך כך.

40. אלא שאף אם נקבל את הממצא האמפירי הלכאורי לפיו פרמיית השליטה בישראל גבוהה משמעותית, הרי שעדיין **אין בו** בשום פנים ואופן כדי לבסס את מסקנות הוועדה. בעמ' 73 לטיטות המלצות הוועדה נקבע כך:

**"שווי השליטה כולל הן את התשלום הלגיטימי שמקבל בעל השליטה בתמורה לפיקוח על הנהלת החברה והן רווחים עודפים שבעל השליטה מפיק על חשבון בעלי המניות מעבר לעלות שהייתה יוצרת הנהלה בלתי מפקחת אילו החברה הייתה מבוזרת".**

41. עם כל הכבוד, הנחה זו של הוועדה כי פרמיית השליטה מורכבת רק משני רכיבים, דהיינו מרכיב לגיטימי ומרכיב שאינו לגיטימי הבא על חשבון בעלי המניות מקרב הציבור, היא **חסרת כל בסיס ואף בלתי הוגנת, מגמתית ומקוממת**. יש בה משום הנחת המבוקש, דהיינו שפרמיית השליטה בישראל משולמת בעיקרו של דבר בשל היכולת להפיק תועלת על חשבון בעלי מניות המיעוט. **בהקשר זה יש לזכור כי ישראל מצטיינת מבחינה כלל עולמית בהגנה על הציבור מפני עסקאות עם בעלי שליטה**, ודיני החברות מכילים מנגנוני הגנה נרחבים ביחס לעסקאות מסוג זה. לפיכך ברור כי את הסיבה לפרמיית השליטה הגבוהה, אם וככל שאמנם היא קיימת, יש למצוא במקום אחר.

42. פרופ' **בנמלך**, לאחר שהוכיח בחוות דעתו כי ישראל הינה מקרה חריג בכל הקשור לפרמיית שליטה, קובע כי יתכן ונמצא **סיבות אחרות** לפרמיית השליטה, כגון תמחור חסר ונזילות מוגבלת אשר מאפיינים את שוק ההון הישראלי.

43. **דוגמא בולטת ומעשית לתמחור בחסר של השוק**, הינו הליך המכירה הממושך והמאומץ שניהלה עד לאחרונה אי די בי בקשר עם בחינת מכירת השליטה ב"כלל החזקות עסקי ביטוח". במסגרת הליך מכירה זה, התנהל משא ומתן מתקדם עם קרן השקעות זרה, כאשר השווי שנקבע לחברה היה **גבוה בשיעור מהותי ממחיר מניותיה בבורסה** והוא נבע מהערכת שווי עצמאית של הרוכש הפוטנציאלי עבור החברה בעתיד, על כל הנובע ונגזר מכך.

44. המודל הנהוג בדרך כלל לשם **תמחור שווי חברות**, הינו מודל ה- DCF שהשימוש בו בישראל אומץ רק לאחרונה בהלכה הפסוקה. עדיפותו של מודל זה על המחיר בשוק, מתחדדת שבעתיים מקום שמדובר בשוק קטן המתאפיין בסחירות נמוכה ובפערי מידע יחסית גדולים. וכך אומר בעניין זה המלומד **רייניר קראקמן**:<sup>20</sup>

<sup>16</sup> עמ' 73 לטיטות המלצות הוועדה וה"ש 107 שם.

<sup>17</sup> ראו עמוד 4 לחוות דעתו של פרופ' בנמלך.

<sup>18</sup> Nenova, T. (2003) The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis, *Journal of Financial Economics* 68, 325 (להלן "Nenova").

<sup>19</sup> כך למשל ביחס לדנמרק פרמיית השליטה אצל Dyck and Zingales הינה 8% בעוד אצל Nenova 1% בלבד. בצרפת מחקרה של Nenova מצביע על פרמיית שליטה של 28% בעוד מחקרים של Dyck and Zingales מצביע על 2%. בדומה לכך קיימים פערים בשיעור של מאות אחוזים בין הממצאים הנוגעים לאנגליה, פינלנד, נורווגיה, שבדיה ומדינות נוספות.

<sup>20</sup> Reinier Kraakman, *Taking Discounts Seriously: The Implications of "Discounted" Share Prices as an Acquisition Motive*, 88 Colum. L. Rev. 891 (1988).

"discounts are usually attributed either to gross market inefficiencies or to our failure to understand the true structure of investor returns on closed-end funds".

45. הסבר דומה מציעים קילסטרומ ווכטר,<sup>21</sup> המסתמכים בקביעתם על פסיקתו של ביהמ"ש העליון בדלאוור, וברי שככל שטענה זו נכונה ביחס לשוק האמריקאי קל וחומר שהיא נכונה ביחס לשוק הישראלי לאור גודלו היחסי הקטן ויתר מאפייניו:

"Applying Unocal, the chancery court reasoned that a threat to the shareholders originally existed and that Interco's board of directors could have reasonably believed that the original bid was "inadequate" (i.e., below the fundamental or intrinsic value of the corporation). In acknowledging inadequate value as a defense, the court clearly allowed for some degree of financial market pricing inefficiency. If financial markets were entirely efficient, no bid above the market price could be below the fair value of the corporation".

46. **הסבר אחר** לפרמיית השליטה נוגע לכך שמשקיעים שונים, אפילו אם מונח בפניהם אותו המידע, **חולקים אמונות שונות** ביחס להשקעה, כמו גם ביחס לאופק ההשקעה והציפיות ממנה, ולכן **מתמחרים באופן שונה לחלוטין את ההשקעה**.<sup>22</sup> **הסברים נוספים** נוגעים להטבה המשמעותית המגולמת לרוכש בכך שנחסכו ממנו עלויות הקנייה והאיסוף של צבר מניות השליטה בשוק, כמו גם בכך שיכולתו להחליט על חלוקת דיבידנדים לשם מימון רכישת המניות (וחלוקה זו מיטיבה גם עם בעלי מניות המיעוט).

47. מעבר לזאת יש לזכור כי החלטת ההשקעה של בעל השליטה מבוססת על ההנחה כי **יש ביכולתו להביא לשינוי בניצועי החברה** על ידי רה-אורגניזציה של פעילותה או החלפת הדרג הניהולי וכד'. הערכתו זו מבוססת על מידע הנוגע ליכולותיו הפיננסיות, לכישורי הניהול שברשותו ולתוכניות העתידיות שהוא רוקם עבור החברה - מידע הגורם לו להציע מחיר גבוה בעבור המניות. התשלום שמשלם בעל השליטה בשל אמונתו ביכולתו – האמיתית או המדומה - להשיא את ערך השקעתו, הוא בוודאי **תשלום "לגיטימי"**. ברכישת גרעין שליטה כרוכות גם הטבות שאינן כספיות ("non-pecuniary benefits" - Adams and Ferreira בעמ' 79), שבוודאי לא באות על חשבונם של בעלי מניות המיעוט, ובכלל זאת הנאות במישור החברתי, לרבות כאלו המיוחדות לשוק הישראלי ולאופי הישראלי.<sup>23</sup>

48. בהינתן הסברים אלטרנטיביים אלו, **קשה להבין** מדוע סבורה הוועדה כי יש לתלות את פרמיית השליטה ביתרונות בלתי לגיטימיים. באותה מידה **קשה להבין** מדוע סבורה הוועדה כי יש לתלות את פרמיית השליטה ביתרונות לא לגיטימיים הכרוכים דווקא במבנה הפירמידאלי.<sup>24</sup> על אחת כמה וכמה **קשה להבין** על שום מה סבורה הוועדה כי ראוי לקבוע מדיניות חדשה הנשענת כולה על "ממצא" (כביכול) כלשהו הנוגע לפרמיית שליטה.<sup>25</sup>

49. בכל הנוגע לאמור מוסבת תשומת לב חברי הוועדה פעם נוספת לחוות דעתו של פרופ' **בנמלך** המציגה את **הקשיים והכשלים** בניתוח מסקנות הוועדה, בין היתר, בכל הנוגע לפרמיית השליטה והקשר כביכול בינה לבין הפגיעה בבעלי מניות המיעוט. כעולה מחוות הדעת של פרופ' **בנמלך**, **הדירוגים הגבוהים להם זוכה ישראל בסקרי השוואה בינלאומיים בתחום ההגנה על המשקיעים, מלמדים כי פרמיית השליטה הגבוהה בישראל היא אנמוליה להוראות המחמירות של הדין בתחום הממשל התאגידי. על כך יש להוסיף כי מאז שנערך מחקרם של Dyck and Zingales הדירוג של ישראל בהתייחס לכמה מדדים הנוגעים להגנה על משקיעים, אף השתפר.**

<sup>21</sup> Kihlstrom, Richard E. and Wachter, Michael L., "Corporate Policy and the Coherence of Delaware Takeover Law" (2005). 21  
Scholarship at Penn Law. Paper 75. P.135  
Lynn A. Stout, *Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value, And Corporate Law*, 99 Yale L.J. 1235, <sup>22</sup>  
1295 (1990).

<sup>23</sup> להסברים נוספים לקיומה של פרמיית השליטה ראה Holmen, M. and Knopf, J. *Minority shareholder protections and the private benefits of control for Swedish mergers*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39, 167 (2004)

<sup>24</sup> Ronald W. Masulis, Peter K. Pham, Jason Zein, *Family Business Groups around the World: Costs and Benefits of Pyramids* (2009), 41

<sup>25</sup> ראה Adams and Ferreira בעמ' 81.

"many studies take the estimates of private benefits at their face value, without considering the downward bias caused by sample selection. We believe that policy implications are quite different once one takes sample selection considerations into account."

**4.א. הכשלים בהנחת היסוד לעניין היתרונות בהעברת הכוח למיעוט**

50. הוועדה מניחה כי נטילת כוח ההכרעה מבעלי השליטה והעברתו למיעוט תוביל לכאורה ליעילות ולתשואות גבוהות יותר. אלא שהדעת (והדעה הרווחת באקדמיה) נותנת שהעברת הכוח מידי הגורמים המקצועיים (דירקטוריון והנהלה) לידי בעלי המניות יוצרת קשיים לא מבוטלים, כגון חוסר יעילות וקיפאון, סחטנות, ניצול לרעה של כוח למטרות שאין בינן לבין טובת החברה דבר וחצי דבר וחוסר אפשרות לתכנון ארוך טווח של מרכיבים יסודיים בתכניות העסקיות וזאת בשל העדר וודאות לגבי אישורם באסיפה. כל אלה מובילים בסופו של יום לירידה משמעותית בערך החברה.
51. חוק החברות מטיל חובות אמון וזהירות מוגברות על דירקטורים ונושאי משרה וחובת הגינות על בעלי השליטה. בנוסף, חוק ניירות ערך מטיל אחריות נוספת על בעלי שליטה. אין כל צידוק להעביר סמכות קבלת החלטות עסקיות לבעלי המיעוט בלא להעביר עמה גם אחריות. סמכות ללא אחריות משולה להפקרות.
52. אין לבעלי מניות המיעוט ידע וניסיון הדרושים לקבלת החלטות עסקיות, שיקוליהם סמויים מהעין ואינם בהכרח לטובת החברה. לא מן הנמנע כי יהיו בקרב בעלי מניות המיעוט גורמים שיש להם ניגוד עניינים עם החברה, לרבות אלו שיש להם עסקים המתחרים עם אלה של החברה. מתן סמכות לבעלי מניות אלו היא בלתי מתקבלת על הדעת, ובעליל גם עומדת בניגוד מוחלט למטרותיה המוצהרות של הוועדה.
53. העברת הכוח לבעלי מניות המיעוט משמעה, בין היתר, העברת הסמכות לגופים המוסדיים. אלא שגופים מוסדיים נדרשים לשקול שיקולים התואמים את טובת עמיתיהם ולא שיקולים ניהוליים הקשורים בטובת החברה ובטובת בעלי המניות האחרים (אם בכלל יש להם את הידע והניסיון הנדרש לשקול שיקולים מעין אלה). יתר על כן, הענקת הסמכות מחייבת כאמור, גם הטלת אחריות על כל הנובע ומשתמע מכך. גם אם קיים, כדעת הוועדה, יתרון לנטילת הכוח מבעלי השליטה, הרי שהנזק שייגרם בשל העברת כוח זה לגופים המוסדיים עולה לאין שיעור על אותו יתרון. העברת הסמכות (והאחריות) לגופים המוסדיים עלולה לחשוף אותם לתביעות הן מצד העמיתים והן מצד החברה ובעלי מניותיה האחרים, לרבות בעלי השליטה.
54. ביסוד המלצותיה של הוועדה קיימת ההנחה כי העברת הכוח לבעלי מניות המיעוט תבטיח קבלת החלטות "לטובת החברה". הכשל בקביעה זו הינו כפול: ראשית, הקביעה כי בעלי מניות המיעוט אינם רואים לנגד עיניהם דבר מלבד טובת החברה אינו עולה בקנה אחד עם המציאות והמחקר. שנית, העברת הכוח אל אסיפת בעלי המניות בכלל, ואל בעלי מניות המיעוט המבוזרים בפרט, עלולה להוביל לקשיים בקבלת החלטות משותפות או לקבלת החלטות לא מקצועיות. בסופו של יום, מעבר לאתגר האינטלקטואלי הכרוך בתכנון ועיצוב "על הנייר" של מבני ממשל תאגידי, יש צורך לנהל את החברות הללו בשוק תחרותי ולצלוח איתן סערות פיננסיות מקומיות וגלובליות, תנאים המחייבים קבלת החלטות קשות בלוחות זמנים קצרים על בסיס הבנה ידע ומקצועיות.
55. בנוסף, בפני בעלי המניות לא מונח כל המידע הרלבנטי לקבלת החלטה. ברור כי העברת כל המידע הרלבנטי אינה ריאלית ממספר טעמים ובין היתר: לא תמיד יכולים בעלי המניות להבין את החומר בשל היעדר כשירות מקצועית ובשל מגבלות זמן; לעיתים מדובר בחומר שאין הכרח לפרסמו ופרסומו עלול לפגוע בטובתה של החברה.
56. המלומדים היידן ובודי קובעים כי התפיסה המסורתית לפיה אסיפת בעלי המניות הינה גוף הומוגני אינה עולה בקנה אחד עם המציאות המלמדת על אינטרסים נוגדים ועל הטרוגניות נרחבת המתאפיינת במגוון אינטרסים, לגיטימיים ולא לגיטימיים, שאינם מאפשרים קבלת החלטות קבוצתית:<sup>26</sup>

**"Shareholders' inability to exercise their control rights results in a power vacuum at the center of the firm. The incumbent board and management are well-placed to occupy that vacuum. The shareholder primacy norm acts as a counterweight on behalf of the shareholders—a... Because shareholder preferences are irrelevant to shareholder primacy, true shareholder democracy is actually a threat to the shareholder wealth maximization norm. If let loose to express their actual preferences, shareholders might express their preferences for a variety of interests beyond shareholder wealth maximization".**

Grant M. Hayden and Matthew T. Bodie, *One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity*, 30 <sup>26</sup> Cardozo L. Rev. 445, 501 (2008). חיזוק לכך אף במאמרם של ליפטון וסאביט בעמ' 756.

57. יצוין כי המלצות הוועדה אשר מבקשות למעשה להביא "להשטחת המבנים הפירמידאליים", לא עולות בקנה אחד עם מלומדים וקובעי מדיניות בישראל, אשר נדרשו לבחון את האלטרנטיבות למבנה בעלות של "בעלי שליטה", והודו כי אי אפשר לזהות מבנה בעלות העדיף קטגורית על האחר. כך גרס פרופ' אסף חמדני מהאוניברסיטה העברית, במאמרו משנת 2009 עבור המכון הישראלי לדמוקרטיה "ריכוזיות השליטה בישראל - היבטים משפטיים":

"העמדה המקובלת כיום היא שמבנה בעלות מסוים אינו בהכרח עדיף. קיומו של בעל שליטה שלו אינטרס כלכלי ניכר בשגשוג החברה פותר את מרבית בעיות הפיקוח על ההנהלה המאפיינות תאגידים עם בעלות מבוזרת. לדוגמה, מחקר שנערך בארצות הברית מצא כי לתאגידים מסוימים עם בעל שליטה ביצועים עדיפים מאלה של תאגידים דומים ללא בעל שליטה ... אי אפשר לזהות מבנה בעלות העדיף קטגורית על האחר. בהיעדר העדפה ברורה, מטרת מערכת המשפט היא לעצב מערך של תמריצים שוקיים ומשפטיים שיביא לפיקוח נאות על בעלי הכוח - בין שהם מנהלים ובין שהם בעלי שליטה. במילים אחרות, על דיני התאגידים לפתח מנגנוני בקרה שיתאימו לכל סוג של תאגיד, בהתאם למבנה הבעלות שלו."

58. דברים נכוחים בעניין זה השמיע, מי שהיה חבר הוועדה הנכבדה, יו"ר רשות ניירות ערך לשעבר, פרופ' זוהר גושן, בשתי הזדמנויות, תחילה בראיון לסבר פלוצקר במוסף "7 ימים" של "ידיעות אחרונות" מיום 6.5.2011:

"ש. ומה יותר גרוע, כשהמנהלים שולטים בעסק או כששולטים בו אנשים המחזיקים ברוב המניות?

ת. "אין הכרעה חד משמעית בשאלה מה יותר בעייתי. זה תלוי בגורמים רבים".

ש. תשובתך מפתיעה. בישראל 2011 רווחת הדעה שפיזור השליטה בחברה בורסאית עדיף על ריכוזה. חברת אחזקה השולטת בחברות בנות ובחברות נכדות מרובות אמורה להיות אם כל חטאת.

ת. "זו טענה לא נכונה ... בחברה בורסאית אמריקאית, שמניותיה מפוזרות בין גופי השקעה שונים, די להחזיק באחוז עד שני אחוזים מההון כדי לשלוט. לשלוט לנצח, אם הדירקטוריון מאשר הסדרים המונעים הלכה למעשה השתלטות עוינת. אם יש חברות שקיים בהן פער בין השקעה בהון לבין שליטה כמו ב'חברות פירמידה' – מונח לא ברור שנכנס לאחרונה לשיח שלנו - אמריקה היא ביתן. כשרשויות הפיקוח והרגולציה פועלות נכון, החליבה לא אפשרית, לא על ידי בעלי השליטה ולא על ידי המנהלים..."

ובהמשך הוסיף פרופ' גושן בעניין זה, במסגרת כנס של הקריה האקדמית אונו ואוניברסיטת קולומביה שנערך ביום 24.5.2011 תחת הכותרת "רגולציה ריכוזיות ותגמול בכירים":

"יש אופנה שאומרת שזה שיש לנו בעל שליטה זה דבר רע... אבל צריך לזכור שכשאינו בעל שליטה, מי ששולט הוא המנהלים - 'שלטון המנהלים' קוראים לזה. לא טריוויאלי לומר שעדיף שהמנהלים ישלטו ולא גרעין שליטה. המחקרים מראים דווקא שמנהלים שעבדו תחת בעל שליטה לקחו פחות סיכונים."

59. יש לציין כי למרות השיח הציבורי בארצות הברית הנוגע להחלשת שלטון המנהלים הרי שבדאי אין בשום מקרה להשוות את המצב הנוהג שם (בו בשל פיזור המניות בציבור שלטונם של המנהלים הוא כמעט מוחלט), לבין המצב הקיים בישראל. יתר על כן, גם שם המדובר לכל היותר בהגברה מאוזנת מוגבלת ומרוסנת של כוח בעלי המניות. ואמנם, הותקנה לאחרונה בארצות הברית תקנה המאפשרת לבעלי המניות להעלות להצבעה ב-proxy statements של החברה תיקון מסמכי ההתאגדות באופן שיאפשר להם להציע את מועמדיהם לדירקטוריון. עם זאת, חקיקה נוספת שביקשה לקבוע כי לא יהא צורך לתקן את מסמכי ההתאגדות לשם הצעת מועמדים לדירקטוריון, לא עמדה במבחן בית המשפט ונפסלה. יתר על כן, ועיקר: הזכות לבעלי מניות להציע מועמדים לדירקטוריון קיימת כבר בדין הישראלי, הקובע שכל בעל מניות המחזיק מעל 1% מזכויות ההצבעה בחברה יכול להעלות נושאים לסדר יומה של האסיפה הכללית<sup>27</sup>, לרבות מינוי דירקטורים. האמור מהווה רק דוגמא אחת מיני רבות לעובדה כי הרגולציה והמשל התאגידי בישראל הם מהטובים, הקפדניים, המפותחים והמחמירים בעולם.

60. רואים אנו אפוא, כי באין אפשרות לזהות מבנה בעלות העדיף קטגורית על האחר (קל וחומר בשעה שרבים מוצאים אף יתרונות במבנה בעלות של "בעלי שליטה" על פני מבנה "בעלות מבוזרת"), ברי כי אין מקום להעברת מוטת השליטה למיעוט ויצירתה שיטת שליטה חדשה בדבר "שלטון המיעוט", שעלול לקום נוכח טיטוט ההמלצות, ואשר תהא בבחינת "ניסוי מעבדה".

<sup>27</sup> חוק החברות, תשנ"ט-1999, סעיף 66(ב).

#### 5.א הכשלים בהנחות היסוד לעניין "הריכוזיות" ו"הפגיעה בתחרותיות"

61. הוועדה מניחה כי קיימת לכאורה בעיית ריכוזיות שגורמת לפגיעה בתחרותיות במשק הישראלי. אין למסקנה זו כל יסוד או בסיס אמפירי מוצק. מהנתונים של פרופ' לה פורטה ועמיתיו<sup>28</sup> עולה כי רמת הריכוזיות בישראל אינה חריגה יחסית לגודלה והיקף התוצר שלה, ואף נמוכה במקצת מהרמת המתאימה למשק. אף ההשוואה שערך קונסטנטין קוסנקו מבנק ישראל<sup>29</sup> (עפ"י נתוני פאסיו ולאנג)<sup>30</sup> מראה כי הריכוזיות בישראל אינה חריגה יחסית לגודל אוכלוסייתה.

62. זאת ועוד, על פי דוח ה- World Economic Forum<sup>31</sup> ("דו"ח התחרותיות") ישראל במקום ה-22 (מתוך 142) ברמת התחרותיות (כאשר עלתה שני שלבים ממקום 24 בשנה הקודמת). נתונים ברורים אלו מחזקים את המסקנה שאין בישראל ריכוזיות עודפת (יחסית לגודלה) במובן של פגיעה בתחרותיות, אלא להיפך, מעידים כי המשק הישראלי בולט לטובה בנושא התחרותיות. חשוב להדגיש כי מדובר בדו"ח חשוב ומקיף מן המעלה הראשונה, כפי שנכתב אודותיו באתר האינטרנט של משרד האוצר<sup>32</sup>:

**"It is considered the most comprehensive and authoritative assessment of the comparative strengths and weaknesses of national economies, used by governments, academics and business leaders".**

63. גם אם נניח שקיימת בעיה בתחום התחרותיות בישראל, כהנחת הוועדה (ואין הדבר כך), הרי ברור כי הבעיה איננה נובעת מתחומי הממשל התאגידי בהם ישראל על פי דו"ח התחרותיות, מדורגת במקום ה-17 בכל הנוגע להגנה על זכויות המיעוט, במקום ה-5 בעוצמת ההגנה על משקיעים, במקום ה-11 באיכות הכללים החשבונאיים ותקני הדיווח, במקום ה-14 בפיקוח על הבורסה ובמקום ה-8 בזכויות משפטיות, על כל הנובע ונגזר מכך.

64. רואים אנו איפוא, כי בכל הקשור לבחינה אמפירית של סוגיית התחרותיות, לא רק שאין קושי בשוק הישראלי, אלא שהמשק מקבל ציונים גבוהים בפרמטרים הבולטים בתחום זה, תוך המשך מגמת השיפור המשמעותית שלו בשנים האחרונות, ועל כך מגיעים שבחים למגור העסקי ובוודאי שלא ביקורת בלתי מוצדקת, כפי שעולה מטיוטת ההמלצות.

65. היטיב לסכם את הנושא, בהתייחסו בדבריו המאלפים בין היתר לצורך בבחינה זהירה של הנושא ובשימת לב למאפייניו הייחודיים של השוק המקומי, הממונה על שוק ההון ביטוח וחסכון, פרופ' עודד שריג, בישיבה מיום 13.7.10 של ועדת המשנה של ועדת הכספים לביטוח של הכנסת:

**"אני חושב שצריך את הדברים האלה לעשות מאוד מאוד בזהירות ... ריכוזיות היא קודם כל וראשית כל תולדה של גודל המשק ... אני מגיע מרקע אקדמי ואני יכול לומר שיש מעט ספרות בנושאים של הקבוצות והריכוזיות במשק. מעט מאוד נחקר בנושא הזה וככל שיש מחקר, המחקר הזה הוא מחקר יחסית ישן והממצאים שלו הם לא מובהקים... יש לנו מחלקת מחקר באגף שוק ההון באוצר ובמסגרת הבדיקות שלנו המחלקה בדקה מה מנסים לעשות בעניין של פיקוח על קבוצות מעורבות פיננסיות וריאליות. אני אסכם לכם את מה שאומר מנהל מחלקת המחקר: 'לצערי לא מצאנו עד עכשיו מדינה שמתכוונת לנהוג כפי שמוצע בישראל'."**

66. על כך יש להוסיף כי לאמיתו של דבר, דווקא בהמלצות הוועדה יש משום פגיעה בתחרותיות, שהרי היא מערימה קשיים על רכישה באשראי, אם במישור המיסוי ואם במישורים נוספים לרבות הטלת מגבלות על מתן אשראים על ידי הגופים המוסדיים. למותר לציין כי הערמת קשיים על אפשרויות המימון, תפגע בהכרח בצמיחה של המשק בישראל בשל המתאם הקיים בין זמינות המימון לבין הצמיחה. בכל מקרה, גם אם קיימת פגיעה כלשהי בתחרות בקבוצות עסקיות אלה או אחרות, יש לטפל בה באמצעות הכלים המשפטיים המתאימים לכך, קרי הממונה על הגבלים עסקיים.

#### 6.א כשלים הנוגעים לאי מתן משקל ראוי לעקרונות "עלות מול תועלת" ו"תמריצים חיוביים"

67. עיון בטיוטת המלצות הוועדה מעלה כשלים בולטים נוספים ובהם כי הוועדה לא נתנה את המשקל הראוי לשני עקרונות יסוד של הסדרה רגולטורית: העקרון האחד, כי לאחר זיהוי ודאי של כשל שוק והצגת הכללים אשר

<sup>28</sup> La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes et al. (1998). "Law and Finance". Journal of Political Economy\_106(6):1113-1155.

<sup>29</sup> ראה קוסנקו, לעיל ה"ש 1, עמ' 22.

<sup>30</sup> Faccio, M. and L. Lang (2002). "The ultimate ownership of Western European corporations\* 1." Journal of Financial Economics 65(3):365-395.

<sup>31</sup> ראה אתר הוועדה: <http://www.weforum.org/news/us-competitiveness-ranking-continues-fall-emerging-markets-are-closing-gap>

<sup>32</sup> [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GCR\\_CompetitivenessIndexRanking\\_2011-12.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GCR_CompetitivenessIndexRanking_2011-12.pdf); 2011-2012 לשנת העולם לשנת

<http://www.financeisrael.mof.gov.il/FinanceIsrael/Pages/En/News/20110907>

נועדו לפתור אותו, יש לבצע ניתוח מעמיק של "עלות מול תועלת" כדי לוודא שעלות יישום הכללים המוצעים איננה גבוהה מן התועלת תוך השוואה לתפקוד השוק לפני יישום הכללים. והעקרון השני, כי תמריצים חיוביים ("גזרים") עדיפים על תמריצים שליליים ("מקלות"), על כל הנובע ונגזר מכך.

68. גם אם נניח, כעמדת הוועדה (ואין הדבר כך), כי במשק הישראלי ישנה תופעה של ריכוזיות יתר הנובעת מפער בין שליטה להון, עדיין אין הדבר אומר שיש לבצע רגולציה חדשה וכי הרגולציה שהוועדה מציעה לאמץ הינה יעילה ומועילה (קל וחומר שעה מדובר ברגולציה מהפכנית כמוצעת). כאמור, הוועדה לא ביצעה ניתוח של "עלות מול תועלת", ואילו היתה עושה כן, היא היתה מגלה שהעלות במקרה דנן למשק כולו תעלה עשרת מונים על התועלת (ככל שתהא כזו).

69. מחקר שערך ארגון ה-OECD (שאוזכר בפרק א.2 לעיל), קבע כי לאור עקרונות "עלות מול תועלת", ולאור ממצאי בדיקתו, אין מקום לבצע רגולציה בהתייחס לתופעת "פער בין שליטה להון", ואם כן אז רק במדינות שבהן כללי הממשל התאגידי המגנים על בעלי מניות המיעוט מפני עסקאות בעלי שליטה חלשים ולפיכך יש לחזקם. (ראה: Lack of Proportionality between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion, Available at: <http://www.oecd.org/dataoecd/21/32/40038351>).

70. ובהתייחס למתן "תמריצים חיוביים על שליליים", הרי שמן הראוי כי חלף פיתוח כללים אשר תכליתם, לשיטת הוועדה, "מניעת אפשרות חליבת החברות בפירמידה על ידי בעלי שליטה (ותוצאתם הכבדה בלתי אפשרית על ניהול החברה והעברת השליטה באופן מעשי בחברה לבעלי מניות המיעוט), תפעל הוועדה לבחון אמצעים שונים על מנת לעודד את בעלי השליטה והחברות באופן פוזיטיבי תוך מתן תמריצים אשר יביאו בסופו של דבר לפיתוח המשק, עידוד הצמיחה בו וכפועל יוצא גם להגברת התחרותיות.

### ב. התייחסות מרחיבה להמלצות הרלבנטיות של הוועדה

71. בחלק זה נתייחס להמלצות הרלבנטיות הנכללות בטיטת המלצות הוועדה, זאת כהרחבה והשלמה לאמור בהקשר זה במסמך העמדה הראשוני, בין היתר, בדרך של הבאת אסמכתאות מלומדים ופסיקה, עיגון בממצאים רלבנטיים תומכים והצגת אמירות של קובעי מדיניות, אשר יש בהם עוד לחזק ולבסס את עמדותיהם של תאגידי אי די בי בנושא זה.

#### 1. המלצות הוועדה פוגעות באופן אסור בזכויות יסוד חוקתיות כמו גם בעקרונות משפט אחרים

72. טיטת ההמלצות בהתייחס לפרק "אחזקות ריאליות ופיננסיות" כמו גם בהתייחס לפרק "שליטה באמצעות מבנה אחזקות פירמידאלי", הינן בניגוד מובהק לחוק יסוד: כבוד האדם וחירותו ולחוק יסוד: חופש העיסוק והן פוגעות באופן בוטה וחמור בזכויות יסוד מוקנות של תאגידי אי די בי, ובהן זכות הקניין והזכות לחופש העיסוק והן אינן עומדות מבחינה פסקות ההגבלה שבחוקים יסוד אלה. בנוסף, בהמלצות אלה יש גם משום פגיעה בעקרונות משפט אחרים. ונרחיב את דברינו.

73. הפגיעה בקניינו של אדם (ובכלל זה תאגידי) כמו גם הפגיעה בזכותו לחופש עיסוק, כפופה לתנאיהן של פסקות ההגבלה הקבועות בסעיף 8 לחוק יסוד: כבוד האדם וחירותו ובסעיף 4 לחוק יסוד: חופש העיסוק, בהתאמה, ובזו הלשון: "אין פוגעים בזכויות שלפי חוק-יסוד זה אלא בחוק ההולם את ערכיה של מדינת ישראל, שנועד לתכלית ראויה, ובמידה שאינה עולה על הנדרש או לפי חוק כאמור מכוח הסמכה מפורשת בו". נתייחס עתה לארבעת המבחנים שבפסקות ההגבלה:

73.1 המבחן הראשון - הפגיעה אינה בחוק או לפי חוק: כל דבר חקיקה יתקשה לעמוד בדרישת "הכלליות", היינו, להוות נורמה כללית המופנית אל ציבור בלתי ידוע ובלתי מסוים של פרטים, וזאת לאור העובדה כי חלק ניכר מטיטת המלצות הוועדה לוקות בהעדר אלמנט "הכלליות" הנדרש. בהקשר זה נאמר בע"פ 213/56 היועץ המשפטי לממשלה נ' ישעיהו ו-גניה אלכסנדרוביץ, פ"ד יא(1), 695, 700-701 (1957) כי: "תפקיד המחוקק הוא לקבוע נורמות כלליות, ולא לעסוק במקרים בודדים ומסוימים אשר הטיפול בהם מסור לרשות המבצעת". יוצא מכך, כי חקיקה עתידית, ככל שתהיה כזאת, שתבוא לענן את טיטת ההמלצות, לא תהא אלא נורמה אינדיבידואלית המופנית כנגד קבוצה מצומצמת ומוגדרת של גורמים ספציפיים בכוונה לפגוע בזכויותיהם הקיימות, אשר נעשית באצטלה של חוק כללי, וככזו היא לא תעמוד בדרישה הראשונה של פסקות ההגבלה.

73.2 המבחנים השני והשלישי - הפגיעה אינה הולמת את ערכי המדינה ואינה לתכלית ראויה: אומנם התכלית המוצהרת של הוועדה ל"הגברתה של התחרותיות במשק" הינה כשלעצמה יעד הולם וראוי, אולם כפי שעולה ממסמך זה (כמו גם ממסמך העמדה הראשוני והמסמכים הקודמים לו מטעם מרכיבי אי די בי), אין כל זיקה בין טיטת המלצות הוועדה ובין קידום התחרותיות. ההיפך הוא הנכון. ביישומן של

המלצות חסרות תקדים אלה, שטרם נוסו וטרם נבחנו במדינות אחרות, היא משום הימור מיותר, מסוכן ואף בלתי הפיך על הכלכלה המקומית, אשר יביא בהכרח להחטאת היעד האמור ואף לסיכולו.

73.3 **המבחן הרביעי - הפגיעה אינה עומדת במבחן המידתיות:** למבחן מידתיות שלושה מבחני משנה שאינם מתקיימים בענייננו (א) אי עמידה במבחן המשנה הראשון של המידתיות (קשר רציונאלי בין מטרת החקיקה לבין האמצעי שנבחר) - על מבחן משנה זה כתב הנשיא (בדימוס) אהרון ברק בספרו פרשנות במשפט, כרך שלישי - פרשנות חוקתית (ירושלים, 1994-תשנ"ד), עמ' 536, כי: **"הפגיעה אינה נדרשת אם האמצעי שבחר המחוקק אינו מתאים להשגת המטרה. נדרש קשר של התאמה (fit) בין המטרה לבין האמצעי. האמצעי צריך להיות גזור להשגת המטרה. האמצעי צריך להוביל, באופן רציונלי, להגשמתה של המטרה (מבחן האמצעי המתאים או האמצעי הרציונלי)".** ברי, כי לאור התוצאות הקיצוניות והמסוכנות העלולות לקום אם תאומץ טיוטת המלצות הוועדה, **ספק רב** (לשון המעטה) **אם קיים קשר רציונלי בין מטרת הוועדה** (כפי שהוגדרו בכתב המינוי שלה, ובהן, שיפור בהבטחת נכסי הציבור והגנה על כספיו ושיפור ושמירה על יציבות המערכת הפיננסית והגברת התחרותיות והיעילות במשק), **לבין האמצעים הדרסטיים בהם בחרה הוועדה**, על כל הנובע ונגזר מכך; (ב) אי עמידה במבחן המשנה השני של המידתיות (השגת המטרה באמצעות אמצעי אחר שפגיעתו פחותה) - על מבחן משנה זה כתב הנשיא (בדימוס) אהרון ברק בספרו פרשנות במשפט, כרך שלישי - פרשנות חוקתית (ירושלים, 1994-תשנ"ד), עמ' 536, כי: **"הפגיעה אינה נדרשת אם האמצעי בו בחר המחוקק מתאים אמנם להשגת המטרה, אך ניתן להשיג את המטרה על ידי אמצעים אחרים, מתאימים גם הם, אשר פגיעתם בזכות האדם המוגנת קטנה יותר (מבחן האמצעי שבפגיעתו פחותה)".** ובענייננו, חלק ניכר מהמלצות הוועדה הינן **"פתרונות קצה" מובהקים**, וככאלה מדובר באמצעים הפוגעניים ביותר בהם ניתן היה לנקוט. יצוין עוד כי על הוועדה הוטל לקדם יעדים כלליים בעלי רמת הפשטה גבוהה ולא יעדים קונקרטיים מוגדרים ובהקשר זה ציין הנשיא (בדימוס) אהרון ברק בספרו מידתיות במשפט - הפגיעה בזכות החוקתית והגבלותיה (תש"ע-2010), עמ' 410, כי: **"ככל שרמת הפשטה של המטרה הראויה היא גבוהה יותר, כן קל יותר להצביע על אמצעים חלופיים הפוגעים בזכות החוקתית פחות משעושה זאת החוק, ובכוחם להגשים את המטרה באותה מידה של יעילות. זהו מבחן של איזון".** לשון אחר, מקום שבענייננו הוצבו בפני הוועדה יעדים על כלליים ובלתי קונקרטיים, תזקה עליה שהיה בכוחה להמליץ על המלצות פחותות בהרבה בפוגעניותן תוך עמידה ביסוד מטרות כינונה; (ג) אי עמידה במבחן המשנה השלישי של המידתיות (יחס ראוי לתועלת הצפויה) - על מבחן משנה זה כתב הנשיא (בדימוס) אהרון ברק בספרו מידתיות במשפט - הפגיעה בזכות החוקתית והגבלותיה (תש"ע-2010), עמ' 423-424, כי: **"ביסודו של מבחן המשנה השלישי עומדת הדרישה כי יתקיים "יחס ראוי" או "מתאם ראוי" בין תועלתו של החוק הפוגע בזכות האדם לבין נזקו... הפגיעה בזכות החוקתית תהא מידתית (במובן הצר) אם התועלת המתקבלת עולה על הנזק הנגרם לזכות החוקתית. הפגיעה בזכות החוקתית אינה מידתית אם היא עולה על התועלת הנובעת ממנה".** ובענייננו, ברי כי התועלת שתצמח (אם תצמח) כתוצאה מאימוץ טיוטת המלצות בטלה בשישים אל מול הנזקים שעלולים להגרם לזכויות החוקתיות של כל הגורמים הנוגעים בדבר ובכללם החברות ובעלי מניותיהן.

74. **ועוד נדגיש בהקשר זה:** (א) הפגיעה הקשה בזכות הקניין לכל אורך המלצות הוועדה מיוחסת בהלכה הפסוקה גם לקניין **"כל אינטרס בעל ערך כלכלי"**<sup>33</sup>, על הנובע ונגזר מכך לענייננו, וכן (ב) הפגיעה בחברות המחזיקות ב"חברות הפער" היא פגיעה ב"שליטה" של בעלי השליטה, שאף היא נכס בר הגנה. אלא שהפגיעה באותן חברות היא גם פגיעה בבעלי המיעוט מקרב הציבור, המחזיקים במניותיהן של החברות המחזיקות ב"חברות הפער", וכן (ג) זכות הקניין של בעלי המניות ידועה זה מכבר.<sup>34</sup> בתי המשפט בוחנים את זכותם של בעלי המניות לעשות שימוש בבעלותם במניות, תוך ביצוע איזון בין זכות הקניין שלהם לבין חובותיהם לשמור על האינטרס של החברה כישות נפרדת ועל בעלי העניין האחרים שבה.<sup>35</sup> **בוודאי שאין מקום למסקנה גורפת כנטען בדבר ניצול לרעה ופגיעה כביכול בחברה או בבעלי מניותיה האחרים, וכן (ד) אף אם הוועדה ביקשה לקדם אינטרס כלכלי חברתי, נדרש איזון בין זכות הקניין של התאגיד ובעלי המניות, לבין התועלת מיישום המלצות על המשק.** כשתועלת זו עצמה מוטלת בספק, הפגיעה בזכות הקניין, אם בכלל יש מקום לאיזו פגיעה, צריכה להיעשות בזהירות רבה ומתוך ריסון. אין מקום לערוך ניסויים כשמדובר בפגיעה בזכות יסוד<sup>36</sup>, וכן (ה) אי עמידה במבחן המידתיות נובעת, בין היתר, מכך שהמלצות הוועדה לוקות כאמור במרבית הנחות היסוד שלהן, לרבות בהעדר בסיס אמפירי להן, וגם מטעם זה הפגיעה בזכויות היסוד אינה מוצדקת.

<sup>33</sup> ע"א 6821/93 בנק המזרחי המאוחד בע"מ נ' מגדל כפר שיתופי, פ"ד מט(4) 221 (1995)

<sup>34</sup> ע"א 817/79 קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ

<sup>35</sup> דיני תאגידים, הדרה בר מור, כרך ג', אוניברסיטה פתוחה, עמ' 248-224

<sup>36</sup> בג"ץ 2605/05 המרכז האקדמי למשפט ולעסקים נ' שר האוצר, 51

75. על יסוד כל אחד מטעמים אלה, קל וחומר משקלם המצטבר, רואים אנו איפוא כי **המלצות הוועדה** (נשוא טיוטת ההמלצות), הן בהתייחס לפרק "אחזקות ריאליות ופיננסיות" והן בהתייחס לפרק "שליטה באמצעות מבנה אחזקות פירמידאלי", **אינן עומדות במבחני פסקות ההגבלה** שבחוקי יסוד אלה (על מבחני המשנה שלהם), **וכפועל יוצא מכך הן פוגעות באופן אסור בזכויות יסוד מוקנות של תאגידי אי די בי, ובהן זכות הקניין והזכות לחופש העיסוק, על כל הנובע ונגזר מכך.**

76. לצד פגיעות אסורות אלה בזכויות יסוד חוקתיות של תאגידי אי די בי, יש **בטיטת ההמלצות משום פגיעות נוספות בעקרונות משפט מוכרים, ונביא אותן בקליפת אגוז:**

76.1 **פגיעה בעקרון הוודאות** - תכליתו של כל דבר חקיקה הוא לקיים ולקדם **ביטחון וודאות והרמוניה נורמטיבית**, וכך נאמר על ידי הנשיא (בדימוס) אהרן ברק, **בספרו פרשנות במשפט**, כרך שני - פרשנות החקיקה (ירושלים, 1993-תשנ"ג), עמ' 583: **"הרצון להבטיח הרמוניה נורמטיבית והרצון להשיג ביטחון וודאות מקובלים על כל יוצרי המשפט. אכן, כל העוסק ביצירת משפט עוסק בהכרח בשיטת המשפט ובהשתלבות המשפט הנוצר במסגרת השיטה"**. ואולם, טיוטת ההמלצות לא רק שאינה מקדמות עקרונות אלה, אלא שהיא עלולה בהכרח לפגוע בוודאות העסקית, ליצור אנדרלמוסיה בכללי המשפט ואף להביא לשינוי סדרים מהותי בהתנהלות הכלכלית במשק.

76.2 **פגיעה בעקרון ההגינות והצדק** - שינוי כללי המשחק באופן כה גורף ובצורה כה דרסטית, כפי שעלול להיות באם יאומצו המלצות הוועדה, מביא לתחושה קשה של אי צדק הנובע מהפעלה שרירותית של כוח שלטוני כנגד תאגידיים ופרטים כאחד. בהקשר זה, רלוונטיים לענייננו דברים שנאמרו מפי כב' השופט אליקים רובינשטיין ברע"א 470/08 כרמל התפלה בע"מ נ' מדינת ישראל - משרד האוצר, תק-על 2010(1), 9579, 9601 (2010): **"חובת המדינה להגינות יתרה בהתנהגותה בכל דרכיה ברורה לדידי כשמש בצהרי היום, עד כי אינה טעונה אסמכתאות"**.

76.3 **פגיעה באמון המשקיעים** - הפן המשלים של עקרון הוודאות, הוא הצורך להבטיח את אמון המשקיעים בהתנהלות הממשלה ורשויותיה וכפועל יוצא לשמור על היציבות העסקית, שהם מנשמת אפה של כלכלה מודרנית ומפותחת. אין ספק שגזירות קיצוניות ודרקוניות ש"מונחתות" על המגזר העסקי חדשות לבקרים, ללא שקילה, שמיעה ובקרה ולעיתים אף באופן שרירותי ובעלמא, הם בבחינת הרות אסון לכלכלה הישראלית ופוגעות קשות באמון המשקיעים, על כל הנובע ונגזר מכך. קולעים לענין זה, דבריו של ראש הממשלה (שר האוצר בתוארו אז), מר בנימין נתניהו, בסיכום ישיבה מיום 6.6.2005 של ועדת הכספים של הכנסת בנושא "חקיקת בכר" (זאת בתגובה לדבריו של מר שלמה חזן בנוגע לאובדן אמון המשקיעים והציבור נוכח השינוי המתמיד של הכללים הנהוגים בסביבה הכלכלית בישראל), וכך אמר: **"אני רוצה דווקא להתייחס ספציפית למה שאמר מר חזן. אתה אמרת דבר אחד מאוד חשוב בעיניי, וזה שתהיה איזה שהיא ודאות לגבי כללי המשחק... אבל הכוונה היא לא להתערב עכשיו ובעוד שנה עוד פעם ובעוד שנה עוד פעם... אבל הכוונה היא לעשות את הדבר הזה, הייתי אומר, באופן כזה שנדע מהם הכללים החדשים ל-20-15 השנה הבאות, זאת הכוונה. ולכן חשוב להדגיש את זה שאני לא צופה שנשב בוועדת הכספים כל שנה או כל שנתיים ונשנה את הכללים מחדש, זאת לא הכוונה, לא עשינו את זה וגם לא נעשה את זה"**. ודומה כי כל מילה נוספת מיותרת!

### 2.3. אחזקות ריאליות ופיננסיות

77. המלצה מרכזית בטיטת ההמלצות מתייחסת לאיסור שליטה או החזקה בתאגיד פיננסי משמעותי על ידי תאגיד ריאלי משמעותי או על ידי מי ששולט בו. אי די בי שבה ומתנגדת **בנחרצות להמלצה קיצונית ובלתי סבירה זו שלא נהיר כלל מהו המסד עליה היא קמה**, והיא הביאה במסגרת מסמכיה המקדמיים שהוגשו לוועדה טעמים רבים ומגוונים **השומטים את היסוד תחת המלצה זו** ובהם (א) העובדה שהרגולציה האירופאית מאפשרת החזקות של תאגידיים ריאליים בתאגידיים בנקאים ללא כל מגבלה וכי הרגולציה בארה"ב אינה אוסרת על יחיד להחזיק בו זמנית באמצעי שליטה בתאגיד ריאלי ובתאגיד בנקאי, וכן (ב) עמדתה של "ועדת בכר" לפיה חברות ביטוח חזקות **תורמות** להגברת התחרותיות במערכת הפיננסית בישראל, וכן (ג) קיומו של פיקוח הדוק ויעיל של המערכת הפיננסית בישראל על ידי הרגולטורים האמונים עליה, וכן (ד) **התרומה לחוסנו וליציבותו של תאגיד פיננסי נוכח היותו חלק מקבוצה המחזיקה בנכסים ריאליים מגוונים ומפוזרים**, וכן (ה) העובדה כי לא קיים קשר בין המלצה זו לבין הגברת התחרותיות במשק.

78. ביטוי לכך כי קיים פיקוח הדוק ויעיל של המערכת הפיננסית בישראל על ידי הרגולטורים האמונים עליה וכי במסגרת אמצעי החקיקה הקיימים מצויים בידיהם הכלים המתאימים, אנו מוצאים למשל בהוראות חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981, בהתייחס לשיקולי המפקח על הביטוח **במתן היתר**

**לרכישת שליטה במבטח** (כאשר הוראות דומות קיימות בחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981 בהתייחס לשיקולי המפקח על הבנקים במתן היתר לרכישת שליטה בתאגיד בנקאי), וכך נאמר (בהוראת סעיף 32(ב1)):

**"במתן היתר לפי סעיף זה יובאו בחשבון השיקולים המפורטים בסעיף 17, בשינויים המחויבים, לרבות התאמתו של המבקש לשלוט או להחזיק כמות אמצעי שליטה כמבוקש, ובכלל זה ניסיונו העסקי, עיסוקיו ועסקיו האחרים, חוסנו הכלכלי, מהימנותו, וכן ההשלכות האפשריות של מתן ההיתר על השליטה, הקיימת או העתידית, במבטח או בסוכן התאגיד".**

79. צא ולמד, רק מכוח דוגמא זו, כי קיימים בידי הרגולטורים בבואם לשקול מתן היתר לשליטה בתאגיד פיננסי (בין מבטח ובין תאגיד בנקאי), מכלול הכלים לעניין אישור זהות השולט העתידי מאפייניו ויכולותיו, לרבות שיקולים הקשורים בעיסוקיו האחרים של מבקש ההיתר ובהשלכות האפשריות של מתן ההיתר, על כל הנובע ונגזר מכך.
80. על מנת להמחיש את הצורך להותיר בידי הרגולטורים הרלבנטיים, לבחון את מכלול השיקולים העומדים בפניהם בקשר עם מתן היתר לשליטה בתאגיד פיננסי, מכוח הכלים העומדים לרשותם במסגרת החקיקה הקיימת ותוך הבאה בחשבון של הצרכים והנסיבות הלכה למעשה, נבקש להפנות בהקשר זה לדבריו של פרופ' מאיר חת, המפקח על הבנקים לשעבר, במאמרו "מי מופקד על קידום מדיניות של תחרות בשווקים הפיננסיים", המשפט, גיליון 10 (ינואר 2000), עמ' 50:

**"המועמדים לרכישת גרעין שליטה בבנק גדול הם בהכרח יחידים או חברות בעלי אמצעים רבים ובעלי עוצמה כלכלית. שיקולי הבטחת יציבותה של מערכת הבנקאות ורצונה של הממשלה לממש את החזקותיה הגדולות במניות הבנקים עלולים שלא לעלות בקנה אחד עם המגמות של עידוד התחרות והפחתת הריכוזיות במשק..."**

81. בטיוטת ההמלצות לא ניתנה הדעת, לקשיים האובייקטיביים העצומים הכרוכים במכירת שליטה בתאגידים פיננסיים בישראל (קרי, תאגידים בנקאיים ומבטחים), קל וחומר תאגידים פיננסיים משמעותיים. בהקשר זה לא למותר לשוב ולציין את הליך המכירה שניהלה עד לאחרונה אי די בי בקשר עם בחינת מכירת השליטה במבטח שבהחזקתה ("כלל החזקות עסקי ביטוח"), אשר מהווה דוגמא מייצגת לכך. במסגרת הליך מכירה זה, שהתנהל במשך תקופה ממושכת והושקעו בו מאמצים ומשאבים ניכרים, הומחשו ביתר שאת הקשיים והמורכבויות המרובים הכרוכים ביישום מכירה של מבטח, קל וחומר שהינו תאגיד פיננסי משמעותי כבענייננו, זאת, בין היתר, לאור מצב השווקים השורר, מיעוט הגורמים המעוניינים ברכישת תאגיד פיננסי בישראל (הן בזירה המקומית המוגבלת ממילא והן בזירה העולמית), הדרישות הרגולטוריות המכבידות בהקשר זה ועוד.
82. רואים אנו איפוא כי ההמלצה המוצעת להפרדה בין תאגידים ריאליים לבין תאגידים פיננסיים (שכאמור אין לה מקום ולא קיימת לה כל הצדקה) תהא כרוכה בקשיים אובייקטיביים משמעותיים ביותר בכל הקשור ליישומה. מכל מקום יודגש כי הרגולציה והממשל התאגידי בישראל הם מהטובים, הקפדניים, המפותחים והמחמירים בעולם, ואף באחרונה נעשתה בעניינם קפיצת מדרגה משמעותית בדרך של תיקוני חקיקה מהותיים (בין היתר כפי שיפורט בהמשך מסמך זה) אשר יש בהם כדי להקנות כלים אפקטיביים, יעילים ומספקים לרגולטורים השונים גם בכל הקשור לטיפול ב"אחזקות ריאליות ופיננסיות". ככל שעולה הצורך להוסיף ולשפר בענין זה, ניתן לטפל בכך באופן נקודתי באמצעות חיזוק הרגולציה הקיימת, ולא בדרך של נקיטת באמצעים דרסטיים וקיצוניים (על ידי הפרדה מוחלטת בין "אחזקות ריאליות ופיננסיות" כאמור בטיוטת ההמלצות), אשר הם בבחינת פתרון של "שפיכת המים יחד עם התינוק". והדברים ברורים.

83. עוד נוסיף בהקשר זה, כי מבלי לגרוע מהתנגדותה של אי די בי להמלצה זו, יצויין בהתייחס לתקופת המעבר בת ארבע (4) שנים המוצעת ליישום ההמלצה, כי תקופת מעבר זו הינה קצרה ביותר, בין היתר, נוכח (א) העדר רוכשים פוטנציאליים שיהיו נכונים לרכוש את השליטה בתאגיד פיננסי משמעותי, וכן (ב) התהפוכות המשבריות הפוקדות את שוקי ההון בעולם כמו גם בישראל - ומוצע לכן כי תקופת המעבר לא תפחת משבע (7) שנים.

### **3.2 שליטה באמצעות מבנה אחזקות פירמידאלי**

#### **3.2 (א) כללי - החקיקה הקיימת בתחום הממשל התאגידי מספקת ואינה מצריכה את המהפכה המוצעת**

84. עוד בטרם נביא את התייחסותנו המרחיבה לגבי ההמלצות הרלבנטיות הנוגעות לפרק "שליטה באמצעות מבנה פירמידאלי" שבטיוטת ההמלצות, בחלק זה נבקש להתמקד בכך כי בטיוטת המלצות הוועדה לא ניתן המשקל הראוי והנכון לחקיקה הקיימת בתחום הממשל התאגידי בישראל (ובפרט לאחר תיקון מס' 16 לחוק החברות, שהיה הליך ממושך, יסודי, שקול וקפדני), ושאליו הייתה הוועדה עושה כן, לא היה כל צורך ב"מהפכה" המוצעת בטיוטת ההמלצות לגבי "השליטה באמצעות מבנה פירמידאלי". ונרחיב דברינו.
85. הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (corporate governance) בישראל, אשר בראשה עמד פרופ' זוהר גושן ("ועדת גושן") ואשר ממצאיה היוו את הבסיס לתיקון מס' 16 לחוק החברות, ישבה על המדוכה למעלה משנתיים עד להגשת הדו"ח הסופי שלה תוך ניהול הליך חקיקה יסודי וממושך שאושר לבסוף בכנסת, ובעבודתה טופל באופן

מקיף נושא פוטנציאל ניגוד עניינים בין בעל השליטה בחברה ציבורית לבין בעלי מניות המיעוט מהציבור. יצויין כי ועדת גושן בחרה ללכת בדרך מתונה אשר ביקשה לאזן בין הגנה על ענייני המיעוט מחד ובין מתן המשקל הראוי לזכותו של בעל השליטה לנהל את עסקי החברה שבשליטתו מאידך (עמ' 9-7 לדו"ח ועדת גושן):

"נקודת האיזון חייבת להתייחס לעובדה שבחברות בהן יש בעל שליטה הנושא במרבית הסיכון והסיכוי של ההחלטות העסקיות, לבעל השליטה כמו גם לציבור המשקיעים יש עניין לאפשר לבעל השליטה להגשים את מדיניותו העסקית... מן הראוי לדעת הוועדה להתמקד בעצמאות הדירקטוריון ביחס לבעל השליטה ובעיקר בכל הקשור לאישור עסקאות תוך ניגוד עניינים, מבלי לפגוע ביכולת של בעלי השליטה לנהל את עסקי התאגיד בהתאם לשיקולים עסקיים של טובת החברה כאשר אין מדובר בעסקאות בהן יש ניגוד עניינים. כדי לשמור על האיזון האמור, החליטה הוועדה לקבוע את החובה למינוי רוב דירקטורים עצמאיים רק היכן שאין בחברה בעל "דבוקת שליטה" כהגדרת המונח בחוק החברות. ביחס לחברות בהן קיים בעל דבוקת שליטה בחרה הוועדה לאזן בדרך שונה בין הזכות של בעל השליטה לנהל את עסקי החברה, לבין השמירה על קיומו של דירקטוריון אובייקטיבי ומקצועי הפועל לטובת החברה בכללותה. בחברות כאמור, עצמאותו של הדירקטוריון תחזק שלא על ידי קביעה כי מרבית הדירקטורים יהיו בלתי קשורים לבעל השליטה, אלא על ידי התמקדות במקצועיות ועצמאות ועדת הביקורת, מאחר שעל פי חוק החברות על ועדת הביקורת לאשר את התקשרויות החברה בהן יש לבעל עניין ניגוד עניינים".

86. תימוכין לכך כי המלצות ועדת גושן, אשר מרביתן עוגנו לאחר מכן במסגרת תיקון מס' 16 לחוק החברות, סיפקו ומספקות מענה ראוי והולם בתחום הממשל התאגידי בישראל (באופן שלעמדת תאגידי אי די בי מיתר את המלצות הוועדה הנכבדה בתחום זה), ניתן למצוא בדבריו של פרופ' זוהר גושן (מי שהיה חבר גם בוועדה נשוא טיוטת ההמלצות), בישיבה מיום 2.11.2010 של ועדת החוקה חוק ומשפט של הכנסת:

"כאן חשוב להבהיר שלנושא של ממשל תאגידי יש מאפיינים מאוד ייחודיים לשוק הישראלי. בשוק הישראלי ל-90% מהחברות הציבוריות יש בעל שליטה. זאת בעלות ריכוזיות להבדיל מהבעלות המפוזרת שקיימת בארצות-הברית ובאנגליה... ההתמודדות עם מכלול השיקולים שצריך לאזן - מצד אחד למנוע מבעל השליטה את האפשרות לעשוק את המיעוט ומצד שני לאפשר לחברה להתנהל בצורה תקינה ולאפשר לבעל השליטה שמחזיק את רוב המניות בחברה, לקבל את ההחלטות שהוא מוצא לנכון. האיזון הזה נעשה בעבודת הוועדה, והחלק החשוב ביותר הוא חיזוק - מצד אחד תפקידה של ועדת הביקורת ופיקוח על עסקות עם בעלי השליטה - ומצד שני חיזוק מעמדם של בעלי המניות מקרב המיעוט... לכן ההצעה העיקרית בהגנה על זכויות המיעוט ובהגנה על בעלי המניות מקרב הציבור מול עסקאות עם בעלי שליטה זה העלאת הדרישה לתמיכת הציבור משליש לחצי. התפקידים העיקריים של יתר ההוראות נוגעים להתנהלות תקינה של החברות ולהבטחת שקיפות בפעילות של החברות בכל מה שנוגע לגילוי ולדיווח. ההצעה הזאת מאזנת בצורה טובה בין האינטרסים של בעלי השליטה לבין האינטרסים של המיעוט".

87. וברוח זו, ראו גם את דבריו של עו"ד אבי ליכט, המשנה ליועץ המשפט לממשלה, בישיבה מיום 7.12.2010 של ועדת החוקה חוק ומשפט של הכנסת בנושא תיקון מס' 16 לחוק החברות, ובמסגרתה אמר:

"אנחנו ניסינו לבנות פה מנגנון מאוזן שלא פוגע ביכולת של בעל השליטה להמשיך ולנהל. עדיין אנחנו רואים חשיבות ביכולת של בעל השליטה למנות חלק גדול מהדירקטורים, להשפיע על הניהול של החברה, לפקח על מה שקורה. ניסינו למצוא איזה שהוא מנגנון שייתן איזון לכוח הגדול מאוד של בעלי השליטה, על מנת למנוע מהם לפגוע בבעלי מניות המיעוט ובאינטרסים שלהם".

88. היטב לסכם נושא זה, פרופ' עמיר ליכט במאמרו "עצת אחיתופל" באתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת ת"א (<http://www7.tau.ac.il/blogs/law/2011/11/21/574>), על רקע המלצות הוועדה בתחום הממשל התאגידי, באומרו:

"התשתית המשפטית בישראל להתמודדות עם שימוש לרעה בכוח של בעלי שליטה נמצאת ביום במצב טוב, ואפילו טוב מאד בהשוואה בינלאומית, בפרט לאחר תיקון 16 לחוק החברות. לא ברור, לפיכך, אם ההמלצות במישור הממשל התאגידי נועדו לתקן ליקויים של ממש - שאז ועדת הריכוזיות איננה המסגרת המתאימה לדון בהם - או שתכליתן היא פשוט להכביד על הפירמידות במשק ולהמאיס את המשך קיומן על בעלי השליטה בהן (מה שמכונה regulate to death)".

89. רואים אנו איפוא כי בעבודת הוועדה לא ניתן המשקל הראוי והנכון לחקיקה הקיימת בתחום הממשל התאגידי בישראל, אשר רק לאחרונה קיבלה חיזוק משמעותי ומהותי בדמות תיקון יסודי ומקיף לחוק החברות (שהביא בחשבון את מכלול השיקולים והאיזונים המתחייבים), ואשר יש בה כדי ליתן מענה הולם למכלול הסוגיות

בתחום זה, וברי כי אילו הייתה הוועדה עושה כן, לא היה עולה הצורך בהצעות המהפכניות נשוא טיוטת ההמלצות. ועתה נדרש ביתר הרחבה להמלצות הרלבנטיות שבפרק "שליטה באמצעות מבנה פירמידאלי".

### 3.3(ב) חברת פער (המלצה מס' 1)

90. לא ברור מקור פשרו של **הרעיון הדורסני** וחסר התקדים של המושג "חברות פער", הפוגע בזכויות הקניין של בעלי השליטה כמו גם בזכויות הקניין של בעלי מניות המיעוט בחברת האם של "חברת הפער" ("חברת האם"). לפי רעיון זה, שיעור אחזקותיו של בעל השליטה בהון "חברת הפער", ייקבע לפי חלקו היחסי ה"משורשר" בהון. ומה דין הזכויות של בעלי מניות המיעוט בחברת האם של "חברת הפער"? מדוע "נענשים" בעלי מניות המיעוט כתוצאה מקיום בעלי שליטה בחברת האם? לפי ההגדרה המוצעת של "חברת פער" ולפי מבחן ה"שרשור" המוצע, גם אם לבעלי השליטה בחברת האם יש 80% בזכויות ההון (המהווה אחזקה הונית משמעותית ביותר) וגם אם לחברת האם יש 60% בזכויות ההון של החברה הבת שלה ("חברת הבת") (שאף היא מהווה אחזקה הונית משמעותית ביותר), עדיין לפי טיוטת ההמלצות, חברת הבת תהא ל"חברת פער" ולפי נוסחת השרשור המתייחסת לבעל השליטה, ההחזקות בהון יהיו רק  $80\% * 60\% = 48\%$  ועליה יתולו המגבלות המתייחסות ל"חברת פער" (והמצב עוד מחמיר אם נתייחס לחברות נכדות). זהו **אבסורד קיצוני ופגיעה מהותית וקשה בזכויות הקניין של בעלי השליטה**, של חברת האם עצמה כמו גם של בעלי מניות המיעוט שלה ובמקרה של חברה נכדה גם פגיעה בחברת הבת כמו גם בבעלי מניות המיעוט שלה. לשם המחשה נוספת של האבסורד, נניח שבחברת האם אין בעלי שליטה, אזי במקרה כזה (לפי טיוטת ההמלצות), חברת האם לא תהא ל"חברת פער" (בהעדר בעלי שליטה) וכפועל נגזר מכך חברת הבת לא תהא ל"חברת פער" ורק החברה הנכדה (המוחזקת על ידי חברת הבת) תהא ל"חברת פער". **ברי כי אין כל ההיגיון בכך**. האם כדי להימנע מסיווג של "חברת פער" יש לרסק את גרעיני השליטה!! או הפוך: יש להגדיל ולהרחיב את גרעיני השליטה!! האם זו כוונת הוועדה הנכבדה? ומה לכל אלה ולעידוד התחרות במשק? יובהר כי הפגיעה בבעלי השליטה כמו גם בבעלי מניות המיעוט בחברת האם, תוחמר אם המלצה מס' 16 (כפי שיפורט בהמשך) שהושארה במכוון על ידי הוועדה ב"צריך עיון", תאומץ ותיושם.

91. בהתייחס להיבט התקדימי של טיוטת ההמלצות בהקשר זה ולהיותן חדשניות וניסיוניות, ראו דברים שאמר פרופ' אסף חמדני מהאוניברסיטה העברית, בראיון שערך עמו סבר פלוצקר במוסף "ממון שישי" של עיתון "ידיעות אחרונות" מיום 11.11.11:

**"ועדת התחרותיות מציעה מהלך משפטי חדשני וניסיוני. אני איש האמצע... הייתי מחפש פתרונות למצבים מיוחדים בהסתמך על המנגנון המשפטי הקיים; איך באמת להגן על המשקיעים הקטנים באמצעות הרשות לניירות ערך."**

92. מעבר לפגיעה הקשה בזכויות הקניין, יש תמיד לזכור שהמדובר בשוק חופשי. לשון אחר, אם בעל מניות כלשהו מקרב הציבור ב"חברת פער" (והדבר נכון ביתר שאת לגבי גוף מוסדי), היה סבור שבעלי השליטה בה "חולבים" אותה כביכול או פועלים שלא כדין בדרך אחרת, איש לא מחייב אותו לרכוש או להחזיק במניות והוא חופשי למכור או להשקיע את כספו בחברות אחרות שאינן "חברות פער". למה הדבר דומה: לכך שהארגונים הירוקים בארה"ב רצו בשעתו להטיל "סנקציות" על חברות ציבוריות שפגעו באיכות הסביבה והם קראו לכל חבריהם שלא להשקיע במניותיהן של אותן חברות. "סנקציות" חברתיות אלה היו אפקטיביות ללא כל התערבות רגולטורית.

93. שימת לב הוועדה הנכבדה מופנית פעם נוספת גם לסתירה פנימית בהגדרה המוצעת של "חברת פער", בעוד שהמבחן לשליטה בחברה ציבורית הוא "מבחן השליטה האפקטיבית" כהגדרת המונח "שליטה" לפי חוק ניירות ערך, הרי מבחן השליטה אשר מוציא את החברה הציבורית הרלבנטית מהגדרת המונח "חברת פער", הינו "מבחן פורמלי" של אחזקת 50% ומעלה מהון מניותיה. תאגידי אי די בי סבורים כי נכון יותר לקבוע שחברה ציבורית תהא ל"חברת פער", רק אם חישוב זכויות ההצבעה בשרשור יביא לאובדן שליטה אפקטיבית כהגדרת המונח "שליטה" בחוק ניירות ערך.

94. כתימוכין מובהק לעמדה זו של תאגידי אי די בי, נבקש להפנות לדבריו הקולעים של פרופ' עמרי ידלין מאוניברסיטת ת"א, מתוך ראיון שערך עמו סבר פלוצקר במוסף "ממון שישי" של עיתון "ידיעות אחרונות" מיום 11.11.11:

**"הרף שקבעה הוועדה להצרת צעדיו של בעל השליטה - אחזקה של פחות מ-50% מהון החברה - לא נכון ולא מציאותי. הוא יכניס הרבה חברות טובות למערבולת ניהולית ותאגידי מיותרת... גם מי שמחזיק בשרשור ב-30% מההון זכאי, לדעתי, לנהוג בחברה "שלו" מנהג של בעל שליטה. לא סביר ולא נכון להטיל עליו מגבלות מיוחדות ולהכפיף אותו, כמו שמציעה וועדת התחרותיות, לשיקול דעתם של בעלי מניות המיעוט המפוזרות... אם כבר רוצים לאמץ בתקינה את הפטנט של "חברת פער" רצוי להגדירה כחברה בורסאית שבה בעל השליטה מחזיק, ישירות ובעקיפין, פחות מ-20% מהון המניות. לא פחות מ-50%. זו הגזמה."**

95. **תימוכין נוסף** לכך ניתן למצוא בדברי פרופ' אהוד קמר ופרופ' שרון חנס מאוניברסיטת ת"א, במאמרם "הערות על המלצות הביניים של ועדת הריכוזיות" (<http://www7.tau.ac.il/blogs/law/>), בו נאמר, בין היתר, כי:
- "ראשית, אנו מציעים להחיל את ההגדרה [של חברת פער] גם על חברה שבעל השליטה בה מחזיק פחות ממחצית מזכויות ההצבעה ולקבוע מבחן מספרי חד משמעי. לרוב אין הבדל מעשי, למשל, בין החזקת מחצית מזכויות ההצבעה לבין החזקת 45% מזכויות אלה, וניתן לשלוט בחברה גם עם הרבה פחות מכך. בהתאם למחקרים אקדמיים שמצביעים על החזקת רבע מזכויות ההצבעה בחברה כמקנה שליטה, אנו מציעים לקבוע שיעור זה כשיעור זכויות הצבעה מזערי של בעל השליטה לצורך הגדרת חברת פער. שנית, אנו מציעים לקבוע פער מזערי בין זכויות הצבעה לבין זכויות הוניה, אשר מתחתיו לא תיחשב חברה לחברת פער... סביר בעינינו לקבוע את הפער המזערי על 15%. אנו מציעים אפוא להגדיר חברת פער כחברה שבה בעל השליטה מחזיק ברבע או יותר מזכויות ההצבעה ויש פער של 15% או יותר בין חלקו של בעל השליטה בזכויות ההוניה לבין הנמוך מבין (1) חלקו בזכויות ההצבעה או (2) מחצית מזכויות ההצבעה".**
- והדברים ברורים!
96. עוד יצויין בהקשר זה כי לצורך שליטה בחברה ציבורית שמניותיה מפוזרות בציבור, אין צורך בהחזקה של למעלה מ-50%. על רקע זה נקבעה הגדרת המונח "שליטה" בחוק ניירות ערך, קרי, היכולת לכוון את פעילותו של התאגיד. לא עולה על הדעת כי יש להפלות לרעה חברות שהשליטה המשורשרת בהן זהה יחסית לחברות שבהן השליטה היא על ידי אחזקה ישירה של פחות מ-50% מהון מניותיהן. עוד יודגש בהקשר של ה"סיכון המוסרי", כי השוואה בין האינטרס של המנהלים, לבין האינטרס בעל השליטה אשר "בשרשור" מחזיק בחלק משמעותי מהון מניות החברה לבין אינטרס של הגופים המוסדיים אשר מחזיקים בדרך כלל בשיעור מזערי בהון מניות בחברה, מביאה למסקנה כי למרות כל "התמריצים השליליים" שייחסה הועדה לבעל השליטה "המשורשר", האינטרס שלו הוא המשמעותי ביותר והוא מזהה עם טובת החברה יותר מאשר המנהלים ובוודאי שיותר מהגופים המוסדיים.
97. נוסף עוד בענין זה כי לשם המחשת מצבת האחזקות של אי די בי בחברות בנות ובחברות נכדות תוך התייחסות למה שמכונה "האחזקה המשורשרת" של בעלי השליטה באי די בי, הנכם מופנים פעם נוספת לטבלה המצורפת כנספח ב' של מסמך זה, ואשר תוכנה דובר בעד עצמה (בהתייחס להחזקה על ידי בעלי השליטה באי די בי, שימת לבכם מופנית להגדרת המונח "החזקת ניירות ערך או רכישתם יחד עם אחרים" בחוק ניירות ערך ובחוק הבנקאות-רישוי). אנו סבורים כי הוועדה הנכבדה חייבת להבהיר סוגיה זו בברור ולאמץ הגדרות אלה למטרת הזיהוי של בעלי שליטה. כך לדוגמא: בספירת מרכיבי גרעין השליטה באי די בי, יש לכלול את כל אלה שהינם במישרין או בעקיפין צד להסכם השליטה וכן את כל קרוביהם. עיון קל בטבלת "האחזקה המשורשרת" יצביע על כך שלבעלי השליטה באי די בי, אחזקה משורשרת משמעותית ביותר בהון של החברות הבנות ובהון של החברות הנכדות, על כל הנובע ונגזר מכך.
98. תאגידי אי די בי שבים ומבקשים מהוועדה לבטל מעיקרו את המוסד החדש המכונה "חברת פער". ככל שבקשה זו לא תתקבל, אזי מוצע לקבוע הגדרה חדשה, אשר גם נתמכת על ידי מומחים באקדמיה, לפיה, חברה בת וחברה נכדה תהיינה "חברות פער", רק אם קיים פער משמעותי בין הזכויות בהון לבין זכויות ההצבעה, באופן שבעלי השליטה, מחזיקים במישרין או בעקיפין, זכויות הוניה משורשרות בשיעור נמוך מ-25% וכי הכניסה לתוקף תהא רק בתום תקופת מעבר בת שבע (7) שנים.
- 3.3(ג) מכירת שליטה בחברה ושבעקבותיה תהא לחברת פער תחייב הצעת רכש מלאה (המלצה מס' 4)**
99. אימוץ המלצה זו תטיל נטל מימוני כבד על הרוכש וכך תמנע שינויים בשוק ההון, תקטין את הניידות ואת תחלופת בעלי השליטה ובעצם תהפוך את החברה הציבורית לחברה פרטית תוך מחיקתה ממסחר בבורסה וזאת בהיפוך מוחלט למדיניות הקיימת בדבר עידוד חברות פרטיות להפוך לחברות ציבוריות, על כל הנגזר מכך. למותר לציין כי יהא קושי רב ליישם המלצה זו, כאשר קיימים גופים המחזיקים באג"ח ובניירות ערך המיירים. יתר על כן, לעיתים חברה המנפיקה אג"ח מתחייבת שהיא לא תימחק ממסחר בבורסה, ובנוסף: אם צדדים שלישיים מחזיקים באג"ח ובניירות ערך המיירים, יהא צורך לרכוש את ניירות הערך וגם את האג"ח, דבר שיקשה עוד יותר על ביצוע הצעת רכש מלאה.
100. יפים לענין זה דבריו של פרופ' אוריאל פרוקצ'יה מהאוניברסיטה העברית, בהרצאה שנשא תחת הכותרת "הפילוסופיה הבסיסית של דיני הרכישות בישראל", במסגרת הכנס השנתי של כתב העת משפט ועסקים בנושא "מיזוגים ורכישות" מיום 8.5.2007, בהתייחסו לרגולציה ששררה בהקשר זה בעבר ואשר הוסרה מספר החוקים, בזו הלשון:

"מה דינו של אדם החפץ לרכוש מבעל השליטה בחברה את שליטתו? העמדה הליברטריאנית היא כי יש להניח לאותו אדם לממש את רצונו ללא התערבות רגולטורית. עם זאת, שררה בעבר רגולציה על סוג זה של עסקה. הרגולציה ששררה באותם ימים כפתה על הרוכש להציע הצעת רכש לבעלי מניות המיעוט, שאיפשרה להם למכור לו (לרוכש) את מניותיהם במחיר למנייה השווה למחיר ששילם בעד מניות השליטה ... רגולציה זו הוסרה מעל ספר החוקים. סיבת הסרתה של רגולציה זו הייתה בתובנה כי הצעת הרכש הכפויה היא מעין "מס" המושת על הרכישה, ולכן מספרן של הרכישות הצפויות תחת המשטר הרגולטורי צפוי להיות נמוך יותר, בשיווי משקל, ממספרן של הרכישות הצפויות ללא רגולציה... לכן הכלל האופטימאלי אקס אנטה הוא הכלל המסיר את הרגולציה, ועמה את "המס" על הרכישה, ובדרך כזו משיא את מספרן של הרכישות הצפויות בשיווי משקל".

101. תימוכין נוסף לבעייתיות הרבה שבהמלצה זו של הוועדה, ניתן למצוא בדברי פרופ' אהוד קמר ופרופ' שרון חנס, במאמרם "הערות על המלצות הביניים של ועדת הריכוזיות" (<http://www7.tau.ac.il/blogs/law>), באומרם:

"הסתייגותנו מדרישת אישור בעלי מניות המיעוט לרכישה תקפה גם לרכישת גרעין שליטה בחברה ציבורית אחרת. הנפגעים בכוח המרכזיים כאן הם בעלי המניות של חברת המטרה... הכלל שהוצע על ידי הוועדה כדי להגן על בעלי מניות המיעוט עלול לסכל עסקות יעילות שכן הוא מחייב תשלום זהה לבעלי מניות המיעוט ולבעל השליטה של החברה הנרכשת".

102. עוד ביטוי לכשל הגלום בהמלצה ניתן למצוא במאמר אחר של פרופ' שרון חנס, "בזהירות עם הפירמידה", עורך דין, כתב העת של לשכת עורכי הדין, גיליון מס' 13, אוקטובר 2011, שם קבע:

"רכישה כפויה שכזאת מורידה את האינטרס לבצע גם עסקאות יעילות (והספרות המשפטית דנה בכך; את המאמר המרכזי בתחום כתב מורי ורבי, פרופ' בבצ'וק מהרווארד, אשר שימש גם יועץ משפטי לוועדה להגברת התחרותיות). משמעות הדבר היא כי להמלצה החדשה יהיה גם מחיר ועלות בהכשלת עסקות טובות, שבהן אמורים לעבור נכסים כלכליים לידי מי שיוכלו לנצל אותם טוב יותר".

אכן דברים כדורבנות!

103. רואים אנו איפוא, כי ההתנגדות להמלצה זו, נוכח הטעמים הברורים שהוצגו, זוכה לתמיכה נרחבת וחד משמעית גם מצד המומחים לדיני החברות באקדמיה, ועל רקע כל אלה, ברי כי אין מקום להמלצה בענין זה ומוטב יהא אילו הוועדה תגנוז אותה.

### ב.3(ד) כפיית הצעת רכש מלאה לחברה ציבורית שהינה חברת פער (המלצה מס' 5)

104. אימוץ המלצה זו יפגע באופן בוטה בזכויות הקניין של בעלי השליטה כמו גם בזכויות הקניין של חברת האם ובעלי מניות המיעוט שלה, במובן זה שכופים על חברת האם לרכוש את בעלי מניות המיעוט ב"חברת הפער" וזאת בהתקיים שלושת התנאים המצטברים שנקבעו בטיטות ההמלצות. ההמלצה מטילה על בעלי השליטה ועל חברת האם (של "חברת הפער"), לפי העניין, את החובה לרכוש את האחזקות של בעלי מניות המיעוט (ב"חברת הפער") במחיר למניה נשוא ההצעה וזאת ללא כל קשר לשווי הכלכלי האמיתי של החברה (ושימת לב להלכה הפסוקה הקיימת בהקשר זה, לפיה מחיר השוק איננו הפרמטר הנכון לקביעת השווי הכלכלי האמיתי של החברה וכי יש לבצע הערכת שווי לפי שיטת ה-DCF).

105. יתר על כן, לרוב החברות הציבוריות יש הסכמי אשראי עם בנקים, בהם נקבע כי העברת שליטה (ללא הסכמתם) מהווה עילה להעמדת האשראים לפירעון מידי, שלא לדבר על שיעבוד של מניות לצורך קבלת אשראים, מצאיאות אשר מעלה סימני סאלה רבים באשר לשיממות ההמלצה. ליקוי מאורות נוסף שחל בהקשר זה מתייחס למקרה בו מניותיו של בעל השליטה משועבדות לבנק מממן וסכום החוב המובטח עולה על המחיר הנגזר מהצעת הרכש. האם במקרה כזה הבנק המממן מחוייב לספוג את ההפסד?! האם ניתן לכפות על הבנק המממן לוותר על השעבוד הקנייני שיש לו על המניות?! התשובה ברורה לשתי שאלות רטוריות אלה הינה - לאו רבתי! והדבר נכון ביתר שאת מקום שהבנק המממן מחזיק בערבות אישית של בעל השליטה - האם הוועדה סבורה שהוא ייחשף לתביעה אישית וכתוצאה ממנה יפשוט את הרגלו?! אנו בטוחים שלא לכך התכוונה הוועדה הנכבדה. זאת ועוד, ההוראה תיצור קושי בקבלת מימון לצורך רכישה, כיוון שאיזה גוף יהא מוכן להעניק מימון לרכישה כאשר הרוכש יכול לאבד את השליטה בתנאי אי הוודאות המוצעים.

106. ביטוי לזכות הקניין המוקנית לבעל מניות ולהגינות הבסיסית בקבלת תמורה הולמת עבור קניינו, שמשמעה העדר כפייה למכור את מניותיו, ניתן למצוא בע"א 2773/04 נצבא חברה להתנחלות בע"מ נ' מאיר עטר, תק-על 2006(4), 4137, 4155 (2006), מפי כב' הנשיא (בדימוס) אהרון ברק:

**"ההגנות מחייבת, בין השאר, מתן תמורה הולמת לבעל המניה בעד מניותיו ושוויין בין בעלי המניות. המנייה היא קניינו של בעל המניה וציפייתו הלגיטימית היא כי קניין זה יכובד. כיבוד קניין בעל המניה משמעותו אי כפיית מכר המנייה ואי הגבלת עבירותה".**

107. וראו בהקשר זה את דבריו המאלפים של כב' השופט עמירם בנימיני בת"א 1720/04 (מחוזי ת"א) אטינג יונתן נ' ספקטור אבנר, תק-מח 2008(2), 4355, 4384 (2008), הקולעים במישרין לענייננו:

**"...חיוב בעל מניות הרוב לרכוש את מניות בעל המיעוט מהווה פגיעה בזכות הקניין שלו, שהיא זכות יסוד המוגנת בסעיף 3 לחוק-יסוד: כבוד האדם וחירותו, והמידתיות הנדרשת נובעת מפסקת ההגבלה שבסעיף 8 לחוק... הסעד של חיוב בעל מניות לרכוש את מניותיו של בעל מניות אחר מהווה התערבות של ממש בענייני החברה המוסדרים על-פי תקנותיה, והוא יהיה לעולם "המפלט האחרון", אליו יש לפנות רק כאשר "כלו כל הקיצין", ואין דרך להסיר את הקיפוח בדרך מתונה יותר (ראה: ה"פ (נצי) 319/05 טאיב נ' פגירי, תק-מח 2006(3) 2412, פסקאות 21-2 לפסק דינו של כב' השופט א' אברהם)".**

108. ועוד יפים לענין זה דבריו של כב' השופט איתן אורנשטיין בפר"ק (מחוזי ת"א) 35560-08-10 סלע קפיטל נדל"ן בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי, תק-מח 2010(4), 9368, 9375 (2010):

**"שומה עלינו להיות ערים לסכנות הטמונות בקבלת עמדת אספן, והשלכת הרוחב החמורה העולה להיגרם כתוצאה מקבלת הגישה הנטענת שכן משמעותה היא שניתן יהיה בקלות יחסית להשתלט על תאגידים, בניגוד לרצון בעלי השליטה, תוך הפקעת קניינם... טעם נוסף למסקנתי הינו שיש בדרך זו, משום פגיעה בקניין של בעלי המניות, בניגוד לסעיף 3 לחוק יסוד: כבוד האדם וחירותו ... מתן גושפנקא לאחר, להשתלט על הקניין האמור, שלא באמצעות המנגנון הקבוע בדין, תהווה פגיעה בלתי מידתית בקניין של בעל המניות, בניגוד לחוק היסוד שאין להתירה".**

109. יש כמובן לזכור כי תמיד קיימת אפשרות של משבר בשוק ההון שינוצל על ידי צדדים שלישיים אינטרסנטים למטרת השתלטות וכל זאת בהתעלם ממצבם הכלכלי של בעלי השליטה וחברת האם, לפי העניין, שלא בהכרח יתאפשר להם לבצע את הרכישה הנכפית עליהם שלא ברצונם. **תימוכין לכך ניתן למצוא בדברי פרופ' אהוד קמר ופרופ' שרון חנס במאמרם "הערות על המלצות הביניים של ועדת הריכוזיות" (<http://www7.tau.ac.il/blogs/law/2011/11/08/433/>), שם נאמר, בין היתר, בהתייחס להמלצה זו:**

**"אנו מציעים להוסיף שסתום הגנה מפני רכישות המנצלות לרעה מצוקה זמנית של החברה או חולשה של שוק ההון כשבעל השליטה נעדר אמצעים לרכוש את מניות המיעוט. נסיבות כאלה עלולות לאלץ את בעל השליטה למכור את מניותיו במחיר נמוך...".**

110. בשולי הדברים יצויין כי על הוועדה לבחון ולהעריך, לנוכח הביקורת והקשיים הצפויים שעלו בכל הקשור ליישום מעשי של המלצה זו, מה יהא להשקפתה "הפרופיל העתידי" של רוכשים פוטנציאליים של חברות ציבוריות, האם יהיו אלה משקיעים ויזמים בעלי יכולת ורקורד מוכחים אשר יזכו לאמון גופי המימון לצורך השבחה ארוכת טווח של החברה ולטובתה, או שמא יהיו אלה קרנות הון (או שמא קרנות הון סיכון) ו/או קרנות גידור אשר יבצעו רכישות ספקולטיביות לצורכי מימוש מהיר על חשבון טובתה של החברה וכל הקשורים בה.

111. צא ולמד כי מעבר לכשלים המעשיים עליהם הצבענו, הרי שהמלצה זו זוכה גם לביקורת בפסיקה ובאקדמיה. התוצאה היא איפוא ממצב דברים זה, כי אנו עדים שוב לפגיעה חמורה בחברת האם כמו בבעלי מניות המיעוט שלה, שעליהם להיפרד מנכס מסוים (חברת הפער) רק בגלל האחזקה המשורשת של בעלי השליטה והכל בתנאים בלתי סבירים ובניגוד לעקרונות כלכליים בסיסיים ובסתירה להלכות יסוד בשיטת משפטנו. זו פגיעה ועונש שהדעת אינה סובלת אותה ומוטב יהא כי גם המלצה זו תגנוז.

### **ב.3(ה) חיזוק עצמאות הדירקטוריון (המלצה מס' 6)**

112. בהתייחס לאמור בהמלצה זו לגבי מספר הדירקטורים החיצוניים שיכהנו ב"חברת הפער" (האם) ואופן מינויים כמו גם בהתייחס למינוי דירקטורים ב"חברת הפער" (הבת) שיחייב אישור של ועדת הביקורת ב"חברת הפער" (האם), תאגידי אי די בי מבקשים להזכיר, כי על פי המלצות הוועדה, הדחציים של חברת האם נבחרים רק על ידי בעלי מניות המיעוט בה. לשון אחר: למיעוט בעלי המניות של חברת האם, באמצעות הדחציים שהם יבחרו, היכולת להכריע מי יכהנו כדירקטורים בחברת הבת תוך נטרול בעלי השליטה בחברת האם, על כל הנובע ונגזר מכך. עדים אנו להעברת מוטת השליטה בחברת הבת, שיכול ותהא ההחזקה המהותית ביותר של חברת האם, לבעלי מניות המיעוט מקרב הציבור בחברת האם. לפי המלצה זו קיימת אפשרות ריאלית שלבעלי השליטה בחברת האם לא יהא ייצוג בדירקטוריון של חברת הבת. האם מישהו חשב על כך? האם לכך התכוונה הוועדה הנכבדה?! נתמחה! הרי זהו עושק מובהק של בעלי השליטה ואבסורד בהתגלמות!

113. רק כדי להמחיש את האבסורד שבהצעה זו כמו גם בהצעות האחרות המעבירות את כוח השליטה לידי בעלי מניות המיעוט, בעיקר אלה הגופים המוסדיים, הרי שעל הגופים המוסדיים יש להטיל בנסיבות אלה "כללי אי תלות" של דח"צים ב"בעלי הכוח החדשים בחברות", שכן "פוטנציאל התייעול", אליבא דגישת הוועדה, יועבר מעתה מ"בעלי השליטה" אל הגופים המוסדיים.

### 3.3 (ז) תגמול בכירים בחברות פער (המלצה מס' 7)

114. מאז ומתמיד ובעולם כולו מקובל שהאחריות לניהולה של חברה, קל וחומר חברה ציבורית, מוטלת על שכמו של הדירקטוריון ומכאן נובעת סמכותו הבלעדית למינוי בכירים תוך קביעת תנאי העסקתם. ההמלצה של הוועדה הנכבדה להכפיף את תנאי העסקתם של בכירים לאישור האסיפה הכללית של בעלי המניות ברוב של בעלי מניות המיעוט, בעצם מעניקה למיעוט זכות וטו על המינויים והם יכולים לסכלם בנקל תוך איון וסירוס סמכותו (וגם אחריותו) של הדירקטוריון. המלצה זו (אם תיושם) תמנע מהדירקטוריון את היכולת לגייס בכירים העובדים בחברות אחרות, שכן איש רציני לא ייקח על עצמו את הסיכון להודיע למעסיקו כי יש בדעתו לפרוש, אלא אם אותו אדם יודע שהעסקתו על ידי החברה הקולטת הינה סופית ואינה תלויה בתנאי נוסף כלשהו, כדוגמת אישור האסיפה הכללית. תאגידי אי די בי סבורים, כי אין בהמלצה זו כל הגיון והם מרשים לעצמם להציע להותיר על כנו את המצב המשפטי הקיים, לפיו, רק קביעת תנאי העסקה של אותם בכירים הנמנים על בעלי השליטה או על קרוביהם (אף אם אינם מכהנים כדירקטורים) תהא כפופה לאישור האסיפה הכללית ברוב של בעלי מניות המיעוט.

### 3.3 (ז) חיזוק בעלי מניות המיעוט (המלצה מס' 9)

115. על פי המלצה זו, דומה שהתהפכו היוצרות, שכן בעלי מניות המיעוט, החופשיים מכבלי חובות אמון וזהירות (ושלעיתים אף יש להם אינטרסים הנוגדים את טובת החברה), הם שיקבעו את גורלה ובעצם הם יהפכו ל"דירקטוריון העל" של החברה. לפי המומלץ, "חברת פער" תלויה בגורלה בחסדיהם של בעלי מניות המיעוט, שכן הם יקבלו בפועל זכות וטו לגבי (א) רכישת פעילות משמעותית - מהיכן נולד "עונש" זה? האם הכוונה המונחת ביסוד ההמלצה הינה ש"חברת הפער" תשאר נכה ולא תוכל להתפתח ולגדול! אנו למדים מכך כי גורלה של חברת הפער נדון לחיסול, שכן לגדול יאסר עליה ולקטון יותר לה, וכן (ב) רכישת גרעין שליטה בחברה ציבורית אחרת - גם המלצה זו בדומה לקודמת לא תאפשר לחברה לצמוח ולגדול, וכן (ג) וכאן אנו עדים לשיא של הפגיעה: גיוס הון או חוב בהיקף משמעותי בין במישרין ובין בעקיפין באמצעות חברות בנות - האם המלצה זו נועדת לחסל את חברת הפער ולהביא לפירוקה! אפילו לא נקבעו חריגים, כמו למשל: (i) גיוס הון נוסף לשם חיזוק מבנה ההון של החברה, דבר שהכל מעוניינים בו לשם שמירה על היציבות הפיננסית, או (ii) גיוס חוב לשם מחזור חובות קיימים - גם זה יאסר! הרי לבעלי מניות המיעוט, ככלל, אין את המידע המלא הנדרש ואין את "ארגז הכלים" לשם קבלת וניתוח החלטות עסקיות מובהקות שבמקרים רבים גם לא ניתן לפרסמו בציבור. לעיתים יש לבעלי מניות אלה אינטרסים נוגדים לחברה ולחלק מבעלי מניותיה האחרים; ובנוסף: מעבירים אליהם סמכויות שליטה מהותיות ללא כל אחריות! יובהר כי יקשה לראות אילו חברי דירקטוריון ומנהלים ברי דעת, ייטלו על עצמם אחריות על החברות בתנאים בלתי סבירים וקיצוניים אלה!

116. זאת ועוד, ההצבעות שהתקיימו בעת האחרונה של בעלי מניות המיעוט במסגרת אישור של "עסקאות עם בעלי שליטה" באסיפות כלליות של חברות ציבוריות, המחישו את הקשיים הנובעים מניגודי העניינים של הגופים המוסדיים (לרבות כאלה הנובעים מהחזקת מניות בחברת הבת והאם ו/או בהחזקת אג"ח בחברה עצמה עד אשר חלק ניכר מהם סווג כ"בעל עניין אישי" ולא הצביע), ובסופו של דבר מספר גופים מוסדיים בעלי אחזקות שוליות ביותר הכריעו את הכף, תוצאה שבוודאי אינה רצויה בכל מקרה (קל וחומר שהוועדה לא ייחלה לה במסגרת המלצותיה).

117. על ההשלכות העלולות לנבוע מהעברת כוח ההכרעה למיעוט, אשר עלול לאמץ אסטרטגיה של סחטנות וכפועל יוצא מכך לסכל עסקאות יעילות, עמד יו"ר רשות ניירות ערך לשעבר, פרופ' זוהר גושן, במאמרו "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות", משפטים כט (תשנ"ח) 17, 38:

**"אכן, כל עוד שאר חברי הקבוצה המצביעים (המיעוט) הם קבוצה גדולה, סביר שתוצאת ההצבעה אכן תשקף את העדפת הקבוצה. אולם העברת כוח ההכרעה למיעוט עלולה במקרים מסוימים לסכל את ביצוען של עסקאות יעילות. כאשר המיעוט קטן, מתעורר החשש שחבריו יאמצו אסטרטגיה של סחטנות".**

118. עמדה על כך בהרחבה כבי' השופטת מיכל אגמון גונן במאמר שפורסם בעיתון איגוד החברות הציבוריות, גליון מס' 48 (יולי 2008) 20, תחת הכותרת "הטוב הרע ובית המשפט":

**"ברצוני לטעון כי כאשר בית המשפט נדרש לאשר מהלך עסקי כלשהו יש לזכור כי בעלי מניות השליטה השקיעו נתח משמעותי ממשאביהם הכלכליים בחברה כדי לרכוש את השליטה**

חבריה, או להקים את החברה ולהחזיק בשליטה ועל כן, מכוח זכות הקניין הנתונה להם, אין לפגוע יתר על המידה, בחופש הפעולה שלהם. חופש הקניין קבוע כיום בחוק יסוד: כבוד האדם וחירותו, ונדרשים נימוקים כבדי משקל כדי לפגוע בחופש הקניין של בעלי מניות השליטה... יש להדגיש כי מנגד לפוטנציאל הקיפוח של בעלי מניות השליטה, קיים פוטנציאל סחיטה של בעלי מניות המיעוט. משטר המכיר בזכותו של בעל מניה חולק, שיהיה מן הסתם מקרב המיעוט, למנוע את קיום העסקה, מפקיד בידי כוח סחיטה. בעל מניות כזה עלול לעשות שימוש אסטרטגי בכוח הווטו שהדין יעניק לו ולאיים בצו למניעת העסקה גם במקום שהוא מעריך כי זו משרתת את האינטרסים שלו (ושל שאר בעלי המניות). אם בתי המשפט ייצאו מנקודת הנחה של פוטנציאל הקיפוח, וינמיכו את רף הדרישות מהטוען לקיפוח, הדבר עלול לגרום למניעתן של עסקאות יעילות והוגנות משום שבעלי המניות יפעילו אותה כדי להגדיל את רווחתם האישית מהעסקה, ללא קשר לטיבה האובייקטיבי של העסקה"

119. מעבר לסכנת הפגיעה בבעלי השליטה נוכח סחטנות של המיעוט ולסיכולן של עסקאות יעילות כאמור, מצביעה כב' השופטת יהודית שבת, על סכנה נוספת שעולה מכך והיא חוסר התפקוד אליו יכולה להקלע החברה בנסיבות אלה, וכך היא אומרת בה"פ (מחוזי ת"א) 1317/05 איתי בוגנר נ' SOFA WARE טכנולוגיות בע"מ, תק-מח 2006(4), 2382, 2385 (2006):

"הקניית זכות וטו לאדם אחד עשויה לטרפד כליל את פעילות החברה ולגרום לה נזק, אף לעודד גישה סחטנית שתכליתה לקבל טובת הנאה תמורת הצבעה בעד פעולה חיונית לטובת החברה והיא עלולה להביא את החברה לכדי מצב של קשירת ידיים וחוסר יכולת תפקוד".

120. באשר להעברת כוח השליטה לאסיפת בעלי המניות, יש לשוב ולהזכיר כי חוק החברות מטיל חובות אמון וזהירות מוגברות על דירקטורים ועל נושאי משרה ובמקביל חוק ניירות ערך מטיל אחריות מיוחדת (אזרחית ופלילית) גם על מי שהינם בעלי שליטה ישירה או עקיפה בחברות ציבוריות, אף אם הם אינם מכהנים כדירקטורים. כאמור אין כל היגיון בהעברת סמכות קבלת החלטות עסקיות לבעלי מניות המיעוט, שכן סמכות ללא אחריות משולה להפקרות, וכידוע לא מוטלות עליהם חובות אמון וחובות זהירות ולא קיימת תשתית משפטית להתמודד עם ניגודי העניינים שלהם.

121. על הסכנה שבמתן סמכות ללא הטלת אחריות עמד כב' הנשיא (בדימוס) אהרון ברק בפסק דינו המכונן בעניין "בנק פויכטוונגר" (ע"א 817/79 אדוארד קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטוונגר בע"מ, פ"ד לח(3), 253, 277-278 (1984)):

"אך קיים חשש - וניסיון החיים מוכיח כי חשש זה מבוסס הוא - כי מי שבידו כוח ינצל אותו לרעה. הפיתוי לכך הוא רב. מכאן הצורך לגבש מערכת דינים, שיהא בה לרסן את הכוח, שכן "כוח ללא אחריות משול להפקרות" (א'פרוקצ'יה, "פירוק חברה לפי בקשת מיעוט בעלי המניות" משפטים ח (תשל"ח) 13, 17)... המשפט מטיל על בעל הכוח חובת אמון, ובכך הוא מסייע "ליצור פיקוח ולהטיל ריסון על בעל הכח בהפעלתו של הכוח" (בג"צ 531/79, בעמ' 570)... כל אלה מחייבים, כי בצד הכוח תעמוד אחריות, שכן כוח ללא אחריות סופו שרירות".

122. נימוק זה היה בבסיס הביקורת שהושמעה על ידי עורכי הדין מרטין ליפטון וויליאם סאביט, מומחים מובילים בדיני חברות בארה"ב, בהתייחס לניסיונותיו של פרופ' בבצ'יק לחזק את כוחם של בעלי המניות בחברות ציבוריות (Martin Lipton & William Savitt, The Many Myths of Lucian Bebchuk, 93 VA. L. REV. (2007) 733, 744-745):

"Like all noncontrolling shareholders - and unlike directors - these special interest shareholders owe no legal duties to other shareholders or to the corporation, and are thus at liberty to pursue their narrow nonshareholder-centered agendas irrespective of the broader corporate good—and they have often done exactly that".

123. על הצורך כי במקרה של העברת כוח ההכרעה לידי בעלי מניות המיעוט יש להטיל גם עליהם חובות אמון, דבר שהוועדה נמנעה מלעשותו במסגרת המלצותיה, עמד יו"ר רשות ניירות ערך לשעבר, פרופ' זוהר גושן במאמרו "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות", משפטים כט (תשנ"ח) 17, 38, ה"ש 49:

"בעיית הסחטנות מחייבת לתת הגנה לרוב מפני המיעוט. ההתמודדות עם בעיית הסחטנות במסגרת המנגנון המעביר את כוח ההכרעה למיעוט יכולה להיעשות על-ידי הטלת חובת אמונים על המיעוט, שכעת בידי הכוח להשפיע על רכישו של הרוב. מי שבידו הכוח להשפיע על רכישו של אחר, בין אם הוא מיעוט בין אם הוא רוב, חייב להפעיל את כוחו בתום-לב לטובת הקבוצה כולה. ניסיון סחטנות ייחשב להפרה של חובת האמונים".

124. קושי נוסף שעמדנו עליו קודם בהתייחס להמלצה זו, הוא כי לבעלי מניות המיעוט עלולים להיות אינטרסים נוגדים לחברה כמו גם לחלק מבעלי המניות האחרים. דוגמא למצב דברים זה יכול לעלות כתוצאה מאחזקות

צולבות של גופים מוסדיים בתאגידים ציבוריים שונים וכפועל יוצא מכך עירוב של שיקולים זרים בהצבעתם. ראו בהקשר זה את דברי פרופ' שרון חנס ופרופ' אסף חמדני, במאמרם כפי שפורסם בעיתון גלובס מיום 31.8.2011 תחת הכותרת "עניין אישי למיעוט":

**"החשש מפני השפעת שיקולים זרים של בעלי המניות קיים בכל מקרה המובא להצבעה, ולא רק כאשר מדובר בעסקאות בעלי שליטה. תופעה זו עלתה לאחרונה למודעות עולמית עקב פעילות קרנות גידור וגופים מוסדיים אחרים בעלי אחזקות צולבות...."**

125. על ניגוד עניינים זה בו עלולים להמצא גופים מוסדיים בעלי החזקות צולבות בתאגידים ציבוריים שונים, עמדה גם פרופ' לין סטאוט מאוניברסיטת UCLA בארה"ב, במאמר תגובה למאמרו של פרופ' בבצ'וק משנת 2007 (Lynn A. Stout, The Mythical Benefits of Shareholder Control, 93 VA. L. REV. 789, 794 (2007)):

**"...shareholders in public firms have conflicts of interest that can give rise to opportunistic behavior. An especially troubling situation involves the investor who takes a position in a stock and uses his voting power to push for business strategies that increase the value of another security the investor also holds".**

126. דוגמא טיפוסית לטעמים זרים שעלולים לבוא בגדר שיקולי הגופים המוסדיים, נוגעת לסיטואציה הבאה: חברת ציבורית שתוגדר כ"חברת פער" אשר אמורה לגייס הון לצורך מהלך עסקי כלשהוא. על פי המלצות הוועדה ההכרעה בחברה זו באם לגייס הון תובא להכרעת בעלי מניות המיעוט שלה, אשר עשויים להשתתף בה גופים מוסדיים פיננסיים שיש להם ענין להעמיד בעצמם מימון לחברה או להשקיע בה. הגוף המוסדי אשר "סורב" על ידי החברה מלהעניק לה מימון עשוי "לבוא עימה חשבון" בעת הליך אישור המימון באסיפה הכללית של החברה. במקרה שאותו גוף מוסדי הינו גם בעל החזקות צולבות בחברה אחרת, שלמשל הינה מתחרה של החברה הרלבנטית (ואשר בה יש לגוף המוסדי אינטרס גדול יותר), הרי שפוטנציאל ניגוד העניינים בשיקולי הצבעתו של גוף המוסדי, גדל שבעתיים.

127. על רקע זה, חברי הוועדה הנכבדה מופנים לליקוי מאורות בולט נוסף בהקשר זה והוא: הגופים המוסדיים הינם בעיקר תאגידים פיננסיים אשר יש להם גם השקעות במניות של תאגידים ריאליים ולפי טיטת ההמלצות, גופים מוסדיים אלה יהיו רשאים לתאם את עמדותיהם במסגרת האסיפות הכלליות של החברות הרלבנטיות. על רקע החקיקה שבאה בעקבות "ועדת ברודט" לאיסור החזקה מהותית של תאגידים פיננסיים בתאגידים ריאליים, נשאלת השאלה האם בנסיבות אלה, ההמלצה בדבר העברת הסמכויות בנושאים עסקיים מהותיים לאסיפה הכללית, לא פוגעת בעקרון האמור שנקבע ב"ועדת ברודט" בדבר הפרדה בין תאגידים פיננסיים ובין תאגידים ריאליים, שהרי הגופים המוסדיים הללו יכולים למעשה לקבוע את גורלו של התאגיד הריאלי לשבט או לחסד.

128. עוד נוסף בענין זה כפי שהתייחסנו לכך קודם, כי האסיפה הכללית איננה גוף שיכול לקבל החלטות עסקיות בשל העדר מידע וניסיון מוכת, בשל הדרך בה הוא מקבל החלטות ובשל ההרכב שלו ומידת העניין שלו בחברה. זאת ועוד: מבחינתן של "חברות הפער", המלצה קיצונית זו (אם תקבל), תמנע תכנון ארוך טווח של מרכיבים יסודיים בתכניות העסקיות, כמו למשל, הרחבת פעילות תוך גיוס מקורות כספיים, גיוס כוח אדם בכיר, וזאת בשל העדר הוודאות לגבי אישורם על ידי האסיפה הכללית, ובנוסף היא תפגע ביישום מהלכים הכרוכים בסודיות עסקית. וראה בהקשר זה את דבריו של פרופ' עמיר ליכט במאמרו "עצת אחיתופל" באתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת ת"א (<http://www7.tau.ac.il/blogs/law/2011/11/21/574>):

**"הדרישה לרוב באסיפה הכללית מקרב בעלי מניות המיעוט משמעה, בפועל, העברת ההחלטה לידי המשקיעים המוסדיים. זו שגיאה. משקיע מוסדי טיפוסי שאיננו קרן גידור (אשר מציבה קשיים חדשים ואחרים) נוקט גיוון בהשקעות שלו. במילים אחרות, אין לו כישורים, ידע, משאבים ובעיקר לא מוטיבציה לנתח באופן מלא את האסטרטגיה של כל חברה וחברה בתיק ההשקעות שלו".**

129. המלצה דרקונית זו המעבירה את כוח ההכרעה בנושאים מהותיים בחייה העסקיים של החברה לידי בעלי מניות המיעוט בה, זכתה אף לביקורת נרחבת ובלתי מסוגיית מצד מומחי האקדמיה הבולטים במקומותינו בתחום דיני החברות, וראו להלן דוגמאות אחדות לכך.

130. פרופ' עמרי ידלן מאוניברסיטת ת"א, התייחס בביקורת להמלצה זו בראיון עם סבר פלוצקר במוסף "ממון" שישי של עיתון "ידיעות אחרונות" ביום 11.11.2011, באומרו:

**"...בייחוד מדאיגה ההמלצה לחייב את בעל השליטה בחברה לקבל הסכמה של מאות אלפי המשקיעים הקטנים למהלכים עסקיים חשובים. גיבוש רוב תומך מתוכם ימשך זמן, ובינתיים מישהו אחר יקטוף את ההזדמנות העסקית".**

131. **ביקורת נוספת להמלצה זו הושמעה מפי פרופ' אהוד קמר ופרופ' שרון חנס** מאונברסיטת ת"א, במאמרם "הערות על המלצות הביניים של ועדת הריכוזיות" (<http://www7.tau.ac.il/blogs/law/2011/>), בזו הלשון:

"המלצת הוועדה גורפת מדי לטעמנו. בעיקר, איננו חושבים שיש מקום להעמיד החלטות על רכישות משמעותיות לאישור המיעוט רק על סמך החשש שבעל השליטה בחברת פער ייטה לרכישות מיותרות. אין לבעלי מניות המיעוט כלים טובים יותר מאשר לבעל השליטה כדי להעריך איזו רכישה רצויה, וגם התמריצים של בעלי מניות המיעוט לרכוש את הידע הדרוש אינם טובים מהתמריצים של בעל השליטה. גם בחברת פער מחזיק בעל השליטה יותר מניות מכל בעל מניות אחר, והחשש שיבזבז כספים רק כדי לחלוש על אימפריה אינו מספיק כדי למסור את החלטה בידי בעלי מניות המיעוט. בנסיבות אלה, דרישת האישור של המיעוט תהווה פגיעה מיותרת ביכולת חברת הפער להתחרות בחברות אחרות על הזדמנויות עסקיות."

132. פים לענין זה גם דברי הביקורת של פרופ' ישי יפה מהאוניברסיטה העברית, במאמרו "כמה הערות על ההמלצות לטיפול בריכוזיות בישראל" (<http://www7.tau.ac.il/blogs/law/2011/11/15/449/>):

"חלק מן ההמלצות עוסק בהבאת עוד נושאים להצבעות באסיפה כללית של בעלי המניות, שם תידרש תמיכה של רוב קולות המיעוט כדי שההצעות תאושרנה. בהשוואה למדינות אחרות, ישראל כבר הלכה רחוק מאד בשימוש בשיטה זו להגבלת כוחם של בעלי שליטה. לאחרונה, בתיקון 16 לחוק החברות, נעשה צעד נוסף בכיוון זה כשהרף הנדרש של תמיכה מקרב המיעוט הועלה משליש לחצי. העדויות על אפקטיביות שיטה זו הן מעורבות במקרה הטוב: עיקר המצביעים כיום הם הגופים המוסדיים, הממהרים לקנות המלצות הצבעה מגוף מייפע אחד. גם אם הגוף הזה פועל ביושר ובמסירות, ודאי לא הייתה כוונת החקיקה להביא לכך שקבוצה קטנה מאד של אנליסטים תקבע את דפוסי ההצבעה של רבים מאד מן המשקיעים המוסדיים בחלק גדול מן ההצבעות. לגופים המוסדיים אין עניין ללמוד את הנושאים המועלים לדיון בגלל ריבוי ההצבעות שבהן הם נדרשים להשתתף, וממילא מעורבותם בממשל התאגידי באופן הזה מוגבלת. בנוסף, יש עדויות על ניגודי עניינים של המשקיעים המוסדיים המשפיעים על דפוסי ההצבעה שלהם."

133. קולעים במיוחד בהקשר זה דבריו של פרופ' עמיר ליכט במאמרו "עצת אחיתופל" (<http://www7.tau.ac.il/blogs/law/2011/11/21/574/>), הרואה בהמלצה זו לא פחות מערעור מוחלט של עקרונות היסוד ביני התאגידים ובממשל תאגידי, וכך הוא אומר:

"אין דרך מתונה לתאר את ההמלצה המסוימת הזו זולת ערעור מוחלט של עקרונות יסוד ביני תאגידים וממשל תאגידי. שלוש העסקות הנקובות בהמלצה מהוות במהותן החלטות אסטרטגיות ממדרגה ראשונה. אין הבדל בין החלטה לפתח קו מוצרים חדש או להתרחב לשוק חדש, בארץ או בחו"ל, לבין ההחלטה לרכוש פעילות או חברה בתחום החדש או לגייס מימון לצורך הפעילות הזו. החלטות אסטרטגיות נתונות באופן מוחלט לסמכות הדירקטוריון. זו תכלית קיומו, לצד ניטור ההנהלה, והדבר מעוגן בחוק החברות כמו גם בעקרונות ממשל תאגידי של ה-OECD. הפקעת הסמכות הזו מן הדירקטוריון מרוקנת אותו מכל תוכן ממשי, במיוחד כאשר פונקציית הניטור כפופה למערך רגולטיבי מסועף במסגרת חוק החברות וחוק ניירות ערך. דירקטוריון סביר, שיש בו תמהיל טוב של אנשי פנים ואנשי חוץ בעלי כישורים רלבנטיים, הוא המסגרת הנכונה והיחידה להנחיית ההנהלה המעשית במישור האסטרטגי."

אכן דברים כדורבנות, ודומה כי כל מילה נוספת מיותרת!

134. המלצה זו, לא זו בלבד שהיא משנה סדרי עולם בהתנהלות העסקית במשק, שעה שהיא מפקיעה את יכולת הניהול הקיימת של החברה ומעבירה אותה לבעלי מניות המיעוט, הנעדרים כל יכולת לעשות כן והמשוחררים מכל נטל אחריות וחובות אמון, זאת לצד סבך האינטרסים הזרים וניגודי העניינים בהם הם מצויים, על כל הנובע ומשתמע מכך. הביקורת החריפה והנוקבת על המלצה זו נשמעת מקיר לקיר בקרב כל הנוגעים בנושא, הן בקרב המגזר העסקי והן בקרב המומחים באקדמיה תוך עיגון מוצק בהלכה הפסוקה, ועל רקע זה מוטב יהא אילו הוועדה תגנוז גם המלצה זו (ותחת זאת תאפשר לרגולציה הקיימת, שרק לאחרונה עברה חיזוק משמעותי ורפורמה מקיפה, לחלחל לחיי המעשה וליתן אותותיה לאורך זמן).

### 3.3(ח) בחינה בדבר מגבלות על חשיפה של גוף מוסדי לתאגיד בודד או לקבוצת תאגידים (המלצה מס' 14)

135. נציין כי "וועדת בכר" המליצה להוציא את ניהול החיסכון ארוך הטווח מהבנקים ולהעבירו לגופים מוסדיים וחברות ביטוח, כדי לעודד את התחרות ולתגבר את שוק האשראי המשני. מטעם מרכזי זה, מן הראוי שלא יוטלו מגבלות שיהיה בהן כדי "לליבש" את השוק המשני תוך תיעול כספי החיסכון לחו"ל או לאג"ח ממשלתי.

136. המשמעות של הוראה זו היא **הטלת מיסוי (עקיף) על דיבידנד**, הצעה שנשללה על ידי הוועדה הנכבדה מסיבות ברורות, ולכן גם דינה של הצעה זו **להימחק ולהגנוז**. יתר על כן, גישת הוועדה כי ניתן וראוי לשלול הוצאות מימון של הלוואות המשמשות בעליל לצורך עסקי, או כי ניתן להתעלם מההיגיון המיסוי המוצק מאחורי הלכת בית המשפט העליון בדבר "השקילות הכלכלית" או כי ניתן להתעלם מהפגיעה שתהא בבעלי מניות המיעוט מקרב חברות האחזקה, היא **גישה בלתי ראויה**. בהקשר זה תאגידי אי די בי, מרשים לעצמם להציע לוועדה לקיים דיון מעמיק כיצד ניתן לפטור ממס אירועים הנועדים ל"השטחת" מבנה פירמידאלי על ידי מיזוגים, פיצולים והחלפת מניות, וכן להתייחס לסוגיית האג"ח שהונפק על ידי החברות השונות הנמנות על הקבוצה.

**3.3(י) זכויות הצבעה אפקטיביות בחברות פער (המלצה מס' 16)**

137. יש להדגיש במיוחד בהתייחס להצעה דנא, כי אף הוועדה הבהירה שהיא **"דנה בהצעה אך טרם הכריעה בה ולכן הצעה זו אינה חלק מהמלצות הוועדה"** וכי היא מנוסחת **"בהמלצה להערות הציבור"** גרידא. מעבר לכך שהוועדה עצמה קובעת כי אין מדובר בהמלצה (אלא יותר כרעיון היולי וערטילאי), חשוב שיאמר כבר עתה, כי הצעה זו הינה בלתי סבירה בעליל, חסרת תקדים בחומרתה ומשנה סדרי עולם מן היסוד, ומוטב היה שלא באה כלל לעולם. והדברים ברורים, שכן הצעה היולית זו אם תומלץ על ידי הוועדה הנכבדה, יהא בה כדי למוטט באופן סופי את מוטת השליטה ב"חברת הפער" והעברתה לבעלי מניות המיעוט מקרב הציבור גם בהיבט של זכויות ההצבעה באסיפות הכלליות של "חברת הפער", ואנו מאמינים שלא לכך פיללה הוועדה.

138. דברים נכוחים בהקשר זה, לפיהם ענין לנו ברעיון חדשני אשר יקשה לצפות את תוצאותיו ואשר לא לו ייחלה הוועדה הנכבדה, אנו מוצאים בדברי פרופ' אהוד קמר ופרופ' שרון חנס מאוניברסיטת ת"א, במאמרם "הערות על המלצות הביניים של ועדת הריכוזיות" (<http://www7.tau.ac.il/blogs/law/2011/11/08/433/>):

**"...קיים חשש שההצעה החדשנית, אשר קשה לצפות את תוצאתה, כה תכביד על חברות פער (גם כשאין פגיעה במשקיעים) עד שתהפוך לאיסור בפועל על מבנה החזקות פירמידאלי. לכך הוועדה לא התכוונה".** (הדברים ברורים!)

**ד. סוף דבר**

139. על יסוד האמור במסמך מורחב זה (לרבות אסמכתאות המלומדים והפסיקה, העיגון בממצאים תומכים והצגת אמירות של קובעי מדיניות, הנכללים בגדרו), כמו גם על יסוד האמור במסמך העמדה הראשוני ומסמכים מקדמיים לו מטעם תאגידי אי די בי שהוגשו לוועדה הנכבדה, **עולה כי רובן ככולן של המלצות הוועדה, המהוות מהפכה עולמית בדיני החברות ושינוי סדרי בראשית חסרי תקדים בחיים העסקיים, נעדרות את המצע העובדתי, (לרבות הביסוס הכלכלי) כמו גם את היסוד המשפטי המתחייבים לענייננו, וכפועל יוצא מכך אין מקום לאימוצן וממילא שלא ליישומן של המלצות, ולמצער, ככל שעולה צורך במתן התייחסות לסוגיות מסוימות שעמדו ביסוד הקמת הוועדה, הרי שקיימים כלים רגולטוריים מספקים לכך ולחילופין ניתן להחיל כלים משלימים מידתיים וסבירים.**

140. יודגש כי חלק ניכר מהמלצות הוועדה אינו ישים בחיי המעשה, מערים קשיים עצומים על יכולת ניהול חברות, מתעלם מכך ששוק שליטה מפותח ודינמי מחייב קיומו של שוק אשראי זמין לרוכשים, פוגע באמון שבין הממשל והמגזר העסקי, ומעל לכל כרוך בשינוי מיותר ומסוכן במונחי שוק מקומי ואף במונחי שוק עולמי.

141. אנו שבים ופונים לוועדה הנכבדה בבקשה לבחון מחדש באופן זהיר ושקול את כל ההשלכות הכרוכות ביישום המלצותיה, לרבות בדרך של ניתוח של "עלות מול תועלת" של המלצותיה, על מנת שהכלכלה בישראל לא תיהפך לשדה ניסוי תקדימי ועולמי ועל מנת שהחברות הציבוריות בישראל, שוק ההון והמשקיעים בו (ישראלים וזרים) לא יהפכו לשפני ניסיון, על כל הנובע ונגזר מכך.

142. אין לשכוח את התקופה שבה אנו מצויים כיום בו טלטלות מכות כגלים בכלכלות שנחשבו עד עתה חזקות ובטוחות. העת הזו מחייבת זהירות וריסון. העת הזו מחייבת לשמור בקפידה על מערכת כלכלית ומשפטית שהוכיחה עד כה את יציבותה למול סערות השוק העולמי. זו אינה השעה ל"ניסויים". בעת שכזו שומה על הוועדה לתת את מלוא המשקל ליתרונות הברורים והמוכחים של הקבוצות העסקיות, ובראש ובראשונה הישרדות, יציבות, ואפשרות להתחרות בשוק העולמי.

143. עוד יודגש כי אין מחלוקת אודות חשיבות היעדים שהוועדה הנכבדה הציבה לעצמה. יציבות, תחרותיות והגנה על ציבור המשקיעים הם עקרונות יסוד בכלכלה ובעלי חשיבות מן המעלה הראשונה, אולם תאגידי אי די בי סמוכים בכך, בין היתר, כעולה בבירור מנימוקיהם כאמור במסמך זה, כי האמצעים שהוועדה ממליצה עליהם לא רק שלא ישיגו את תכליתם, אלא שיש חשש ממשי כי נזקם יעלה על תועלתם.

Professor Efraim Benmelech\*

November 26, 2011

**To the Members of the Committee on Enhancing Competitiveness**

Dear Sirs,

This report details my evaluation of appendices B and D of the draft report of the Committee on Enhancing Competitiveness. In addition, I have also evaluated the case of Israel in light of some of the empirical research on the link between control premium and protection of minority shareholders.

The summary of my report is as follows;

1. There are reasons to believe that – at least in the case of Israel – the empirical finding on the size of the controlling block premium is not driven solely by private benefits of control in which minority shareholders are being expropriated through tunneling.
2. I recommend against making *any* policy recommendations based on the analysis and findings in appendices B and D. I have listed in my report the main concerns on which I base this evaluation and provide detailed comments pertaining to the specifics of the analysis.

Sincerely,



Efraim Benmelech

---

\* Frederick S Danziger Associate Professor of Economics, Harvard University. I have written this expert report in my individual capacity. The opinions I have expressed in this document should not be attributed to Harvard University or any of the institutions with which I am affiliated. I am being compensated for writing this report.

## **Block Premium: International Evidence and the Case of Israel**

### **Overview**

In a famous paper published in the *Journal of Finance*, Alexander Dyck and Luigi Zingales develop a methodology to estimate the premium that investors pay for controlling blocks of equity. The authors use a sample of 393 controlling blocks sales from 39 countries and estimate the average block premium by country. Dyck and Zingales (2004) argue convincingly that a higher block premium indicates a higher willingness to pay for *private benefits of control* – that is, the amount of private benefits that controlling shareholders can extract from companies they run. This argument is consistent with the academic literature in law and economics, which focuses on the relation between investor protection – as well as other institutions – and the expropriation of minority shareholders by corporate insiders.

The authors show an empirical link between the block premium and measures of legal, financial, and regulatory institutions. They find that the block premium is associated with less-developed capital markets and that better protection of minority shareholders and law enforcement are negatively correlated with the size of the block premium.

Consistent with the view that large control premiums represent poor institutions is the fact that countries with high block premiums are also those with poor institutions. For example, the countries with the highest block premiums are: Brazil, Czech Republic, Austria, Italy, Turkey, and Mexico. The average investor protection in these countries (on a 0–6 scale) is 1.83, and the average block premium is 44.8%. Next are Argentina, Columbia, Israel, and Venezuela, with an average block premium of 0.27, followed by Chile, South Korea, and Peru.

Although it is tempting to conclude that the high block premium in Israeli transactions represents the poor protection of minority shareholders, in fact, other potential explanations may be driving the Israeli high block premium. Put simply,

there are reasons to believe that – at least in the case of Israel – the block premium is not driven solely by private benefits of control in which minority shareholders are being expropriated through tunneling.

Israel's level of investor protection is 3 (on a 0–6 scale), according to La Porta et al. (1997, 1998), which is higher than the average of 1.83 among the countries with the highest block premium. This Israeli creditor protection level is based on estimates made during the mid-1990s that do not factor in legislative and regulatory changes made in Israel since the late 1990s. Indeed, in a recent update by Djankov et al. (2008), the investor protection score for Israel is 4, similar to that of Australia and Canada and higher than that of such countries as Finland, France, Norway, and Sweden. In fact, according to the new measure, the protection of minority shareholders in Israel is higher than that in the United States.

Moreover, Djankov et al. (2008) develop a new index designed to measure precisely the protection of minority shareholders against expropriation by corporate insiders. This measure gets exactly at the point that Dyck and Zingales (2004) measure: the link between legal protection and self dealing. In the new index of Djankov et al., which ranges from 0 to 1, Ecuador and Ukraine have the lowest score (0.08) and Hong Kong and Singapore have the highest scores (0.96 and 1.00, respectively). The average anti-self-dealing index across all countries is 0.44, and the standard deviation is 0.24. According to this index, Israel – with a score of 0.73 – is ranked 11th out of 72 countries, ahead of such countries as Canada, Denmark, Japan, the Netherlands, Norway, and the United States.

Dyck and Zingales's work is pathbreaking in considering the relation between the legal protection of minority shareholders and the private benefits of control. The case of Israel, however, challenges their thesis. Israel is a country with institutions that are ranked as very good. In particular, Israel is ranked as having some of the best anti-self-dealing/anti-tunneling legal protection, and yet according to Dyck and Zingales (2004), Israel also has a very high controlling block premium.

One potential explanation for the disparity between Israeli legal institutions and the block premium is that other extra-legal institutions – using Dyck and Zingales's terminology – affect the block premium. For example, Dyck and Zingales

(2004) find that countries with a better “rule of law” have a lower control premium. Indeed, Dyck and Zingales (2004) use a measure of “rule of law” based on monthly averages between 1982 and 1995 produced by the country risk-rating agency International Country Risk (ICR). La Porta et al. (1998) also use this measure. According to the ICR, Israel’s score is 4.82 (on a scale of 0–10), one of the lowest in the world. The ICR index puts Israel in the same category as Egypt and South Africa; only Colombia, Peru, and the Philippines are rated significantly lower. This rating is puzzling; it suggests that Israel’s rule of law is lower than that of such countries as Argentina, Brazil, Turkey, and Venezuela. However, the ICR’s current ratings give Israel a scaled score of 8.3, which is at the same level as such countries as Switzerland and the United States, among others.

For comparison, consider the countries with the highest levels of stock premiums: Brazil, Czech Republic, Austria, Italy, Turkey, Mexico, Argentina, Colombia, and Venezuela. According to the ICR, in 2010 Venezuela’s rating was 1.7, that of Brazil, Colombia, and Mexico was 3.3, and that of Argentina was 4.2. The average IRC rating among countries with the highest average block premium is indeed a low 5.2 compared to the rest of the world, where the average rating is one point higher, at 6.2. In contrast, Israel’s score is three points higher than the rest of the countries with a high average block premium and two points higher than other countries. Finally, Israel’s high ICR rating is not a recent phenomenon; Israel’s rating has been 8.3 since 1996. The low rating assigned to Israel by La Porta et al. (1997, 1998) is puzzling; it is not consistent with ICR ratings since at least 1996.

Based on international independent measures, Israel ranks among countries with the best legal environment, rule of law, and protection of minority shareholders against expropriation. Dyck and Zingales’s finding that Israel’s control premium averages 27% makes Israel an outlier relative to their analysis. Israel is therefore likely to be a deviation from their estimated regression line. This does not indicate that their thesis is incorrect but rather suggests that in a sample of 393 transactions from 39 countries, the 9 observations from Israel do not necessarily conform to theory.

Indeed, Dyck and Zingales (2004, 539) caution the reader about the generality of their results: "Given the noisiness of the proxies used and the paucity of degrees of freedom, it is impossible to establish reliably which factor is more important. That in a multivariate analysis newspapers' circulation and tax compliance are most important suggests these extra legal mechanisms deserve further study." Moreover, given the noisiness of the data, legal protection explains only a small part of the variation in private benefits of control. According to Dyck and Zingales (2004): "Together with the firm-specific variables, antidirector rights explain 17 percent of the variation in private benefits of control." For example, based on their regression analysis, let's consider the outcome if protection of minority shareholders in Israel were as good as that in the United Kingdom, which has the highest level of protection in the world. According to Table IX (Dyck and Zingales (2004)), moving from an antidirector index of 4 (as in Israel now) to 5 (as in the United Kingdom) reduces the control premium by 0.036, which implies a modest decline of 13.3% relative to the Israeli fixed-effect of 0.27. This suggests that legal protection is not the root cause of Israel's high block premium.

There may be other potential explanations for the block premium in Israel—explanations that hinge neither on expropriation nor on tunneling. For example, the authors suggest that control premiums arise from systematic overpayment; uncertainty, asymmetric information, and liquidity may be driving positive block premiums. Although various tests that Dyck and Zingales (2004) conduct suggest that this is not the case in the cross-section of countries they examine, they admit that "it is still possible, thus, that this [the overpayment hypothesis] might be true in some countries." It is therefore possible that in Israel, which is an outlier relative to the regression line, there are indeed other causes—not related to expropriation or tunneling—for the high prices of controlling blocks.

### References

- Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, 2008, The law and economics of self-dealing, *Journal of Financial Economics* 88, 430–465.
- Dyck, Alexander, and Luigi Zingales, 2004, Private benefits of control: An international comparison, *Journal of Finance* 59, 537–600.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 1997, Legal determinants of external finance, *Journal of Finance* 52, 1131–1150.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 1998, Law and finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113–1155.

**Report on “Evaluation of Business Groups in Israel: Their Impact at the Level of the Firm and the Economy,” by Konstantin Kosenko, Bank of Israel, Research Department. (presented as Appendix B).**

**Overview**

This paper has two main parts. In the first part (to page 267), the author surveys the academic literature on business groups in finance and economics and provides a historical overview of the evolution of business groups in Israel since the 1950s. In the second part, the author details how he constructed his dataset, describes the data, and conducts an econometric analysis of the effect of business-group affiliation on the economic performance of business groups in Israel.

In this report I focus on the empirical part – that is, the second half – of the paper. Although the author does a creditable job of surveying the literature and describing the historical trends, there are major problems in the econometric analysis of the performance of business group-affiliated firms. The nature of the data and the empirical design do not permit him to draw reliable conclusions on the link between business group affiliation and performance. Other than its descriptive material (to page 267), the paper does not meet the scientific standards that typically lead to a refereed publication in one of the leading economics or finance journals. As such, I recommend against making *any* policy recommendations based on the “findings” of this paper. For reference I list the main concerns on which I base this evaluation and provide detailed comments pertaining to the specifics of the analysis.

**Evaluation**

A central problem concerns the selection and endogeneity of the affiliated firms. By endogeneity I mean the deliberate process in which a firm becomes affiliated with a business group. The author treats the affiliation dummy as an exogenous variable and hence uses it to explain performance. However, it is likely that omitted variables are likely to be correlated with the group affiliation dummy. That is, the group

affiliation dummy may be picking up unobserved characteristics of firms that lead to lower Tobin's Q (TQ).

Furthermore, it is also possible that the affiliation dummy is picking up observable variation that is not controlled for by the functional form in the regression analysis. For example, the author reports that affiliated firms are larger than nonaffiliated firms (see, for example, Table 3, in which affiliated firms are more than five times larger than nonaffiliates). It is likely that the size control used in the regression does not fully capture the size effect, which in turn is captured by the affiliation dummy. Nonparametric techniques are available for dealing with problems of this type – for example, controlling for size deciles – yet *none* of these methods or techniques are used in the paper.

The concern about endogeneity masks the author's ability to make causal statements about the link between group affiliation and performance. Nevertheless, in the summary section he concludes:

An analytical and economic analysis shows that the cost of the existence of business groups in Israel outweighs the benefit deriving from their existence. The econometric analysis shows that affiliation to a business group does not affect a company's profitability as measured by various accounting parameters. However, the financial value of affiliated companies is significantly lower. These findings are indicative of market discounting with respect to affiliated companies; an important question for future research is whether this result is due to the inefficiency of intra-group markets, the potential for exploitation of the investor minority or the probability that the group might be liquidated because of the network of relationships between its owners. (P. 283.)

However, given the problems in the empirical analysis and the concerns about the validity of the econometric results this statement is speculative, and it does not adhere to scientific standards of empirical work in economics and finance.

## Detailed Comments

1. Concerning the transparency of the data, the description of the sample the author uses and the construction of the variables are unclear. For example, the author does not mention whether the accounting figures are adjusted for inflation. While most variables are constructed as ratios, balance sheet items such as total assets may induce systematic biases in some of the variables. Moreover, the author does not detail the construction of some of the most important variables, such as ROE and ROA: Are they based on Net Income, EBIT or EBITDA? That is, do they account for interest expenses? Given that the author finds that affiliated firms are more leveraged than their Net Income may differ substantially from EBIT when comparing affiliated and nonaffiliated firms. Likewise, how is Tobin's Q constructed? Is it based only on common shares or also on preferred shares? Does the author add the market value of debt to the numerator? If not, then it will again introduce a systematic bias to the TQ variable since affiliated firms have higher leverage.
2. On page 269, the author misleadingly and incorrectly writes that "Israel is positioned together with the emerging markets – such as the Far East markets – and differs from most western markets." However, on page 271, Figure 2 illustrates that Israel's market is not that far from those of Belgium, France, Switzerland, Norway, Finland, and Germany, whereas Portugal and Sweden's concentrations are even higher.
3. The paper should also show the distribution of business groups when a business group is defined based on control in at least three firms. A definition based on holdings in two firms may be too low of a threshold and may lead to an overstatement of the prevalence of pyramids. Indeed, as the author reports (p. 270), using a threshold of three firms leads to a reduction of about ten percentage points in the proportion of firms classified as being affiliated with a business group.
4. Related to comment 3, above, given the decision to define business groups based on control in at least two firms, the illustration of the pyramidal structure in Israel in Figure 3 is misleading. The three business groups

chosen to demonstrate the complexity of the holding structures are perhaps the most complex business groups, whereas the definition for the data analysis uses a much laxer definition of what constitutes a group.

5. Also, related to comments 3 and 4, above, given that it is likely that affiliated firms are larger than unaffiliated firms (as indeed is documented in the summary statistics in Table 3), and given that larger firms are also more likely to be included in the TASE 25 and TASE 100 index, it is not surprising that the share of affiliated firms in the indices is higher than in the overall population of publicly traded firms. While presenting these facts on page 270, the author does not mention this mechanical relationship and rather cites this as further evidence for high concentration.
6. I do not see the logic behind the argument on the effect of Teva on the sample. First, Teva is an important Israeli firm that should not be excluded from the sample. Second, the calculation of the concentration measure without Teva is misleading. Any comparison of a figure without Teva to other countries will be biased unless the largest diffusely held firm is also removed from the samples in these countries.
7. I am puzzled by the summary statistics presented in Table 2. According to the table, average Tobin's Q in 1996 was 0.98. The economic model that developed the measure of TQ suggests that firms invest in projects until their marginal Q equals 1. As a result, average Q should be higher than 1. If we are to take seriously the measure of TQ used in the paper, it would imply that on average all publicly traded firms in Israel in the year 1996 were underperforming firms, and economic theory would suggest that they should have been shut down. Clearly, that was not the case. It is more likely that the measure of TQ used in this paper has major flaws in its construction. This is especially puzzling since – according to the author's calculations in Table 2 – the average profitability (measured by ROA) was 7.8% in 1996, second only to that of 1999. It is difficult to reconcile these two facts unless the variables are measured with errors. Given that both ROA and TQ are the main variables of interest in the analysis – since they are used as measures of

performance – I am concerned that there is systematic bias in these variables. For example, I have calculated the correlation between the two series of ROA and TQ. Although the correlation between these two measures is positive (0.39), it is not statistically significant and as such is not significantly different from 0 (p-value=0.26). Since one would expect market valuation to be correlated with profitability – at least to some degree – it is more likely that the statistical calculation and variable construction are somewhat wrong.

8. Table 3 illustrates the main problems with selection and endogeneity in the paper. As the table demonstrates, affiliated and unaffiliated firms differ greatly. The primary difference pertains to firm size. The significant size differential (affiliated firms are 5.27 times larger than unaffiliated firms) suggests that these two types are very different. This difference – among others – leads to the chief criticism of the paper: given the endogeneity of an affiliation status, estimates from regressions that are based on an affiliation dummy are biased and do not indicate a causal relationship.
9. On page 275 the author writes that the lower R&D investment intensity among affiliated firms signals their entrenchment. The relationship between R&D and entrenchment is not evident. It is also puzzling that the author does not attribute R&D investment to industrial composition. Because affiliated firms are more likely to be in the financial sector – as the author shows in Figure 4 – and given that R&D investment is less relevant for financial firms, it is not clear that affiliated firms make low R&D investments. A more careful treatment is needed in which each of the variables is industry-adjusted before any comparison between affiliated and nonaffiliated firms can be made.
10. According to the author, the ROA is 1.0% for unaffiliated firms as compared to 2.1% for affiliated firms. This number seems low. Further, on page 275, the author writes that average profitability for the sample firms is 3%. This needs clarification: the average cannot be higher than the averages of the two series, so there must be something wrong with the ROA series.

11. The regression specifications in Tables 4 and 5 are all subject to the econometric concerns about the endogeneity of the affiliation dummy. One method of alleviating this concern that is often used in the literature is the use of firm fixed-effects to account for unobserved firm-level heterogeneity. The author has not done this here. I am not sure whether the inclusion of firm fixed-effects is feasible because it requires that firms move from being affiliated to nonaffiliated during the sample period. However, if some firms do change status during the sample period, then firm fixed-effects must be added to the analysis.
12. The regressions are run using an unbalanced panel with quarterly observations. Quarterly data – especially accounting data – suffer from problems of reliability and cyclicalities. It would be preferable to see the regressions run using annual data.
13. Related to comment 12, above, it is not clear whether the quarterly dummies are general dummies for quarters within a typical year (that is, Q1, Q2, Q3, and Q4) or whether they are specific quarter\*year dummies. The analysis is meaningless unless quarter\*year dummies or at least year fixed-effects are included.
14. Because affiliated firms are larger and older (Table 3) and thus are at different points in their life cycle, both firm size and firm age need to be controlled for. The controls used in Tables 4 and 5 (logarithms of age and assets) are insufficient. The author should use nonparametric controls such as size deciles or age categorical variables instead of continuous variables.
15. What is the definition of industry or industry subcategories in the regressions?
16. The author does not report whether standard errors are adjusted in any way in the regressions. It is thus impossible to gauge the validity of the statistical significance of any of the results. The significance levels marked with stars are also unclear: Why does not the paper report standard errors? I have never before seen an empirical paper that does not report standard errors.

17. Sales growth, leverage, dividends payout ratio, and R&D intensity are all endogenous variables that are – as Table 3 demonstrates – highly correlated with the affiliation dummy. Why not use dividends payout as a dependent variable?
18. The conclusion that affiliate firms are not more profitable than unaffiliated firms is incorrect. According to Columns 2 and 4 of Table 4, affiliated firms that grow faster or have more leverage are more profitable than unaffiliated firms.
19. Related to my previous comments about the construction of TQ (see comments 1 and 7, above), does TQ include the market value or at least the book value of debt in the numerator? For example, the construction of TQ using Compustat data is: the book value of assets [Compustat annual item *at*] plus the market value of equity [Compustat annual items  $at+(csho*prcc f)$ ] minus the book value of equity and deferred taxes [Compustat annual item  $ceq+txdb$ ], all over the book value of assets. This accounts for the fact that leverage will mechanically reduce the ratio of equity relative to assets. Given that the author documents that affiliated firms are more leveraged than unaffiliated firms, it is crucial that TQ is also adjusted for debt. If TQ does not include debt in its numerator, then none of the results in Table 5 are valid. That is, if TQ is constructed to be lower for affiliated firms, then the results in Table 5 simply capture this bias and not a real causal effect.
20. In page 281, the author raises concerns about the efficiency of capital allocation in Israel and the fact that the Israeli economy is exposed to shocks because of the concentration of control. This statement as well as some of the other topics discussed on pages 281–282, and point 7 on page 283 are speculative and do not emerge from the analysis in the paper.

## **Report on Ministry of Finance, "Analysis of Concentration in the Israeli Economy" (presented as Appendix D).**

### **Overview**

This paper has two main parts. In the first part (to page 293), the authors survey the academic literature on business groups in finance and economics and discuss the potential costs and benefits of business groups. In the second part, they use information from three sources: (1) financial data on all public and private firms in Israel based on tax reports, (2) wages and personal characteristics of all employees in Israel from the Israeli tax authority, and (3) data on the wages of managers who are shareholders in their firms. The authors also suggest that they can construct the structure of Israeli business groups based on these data, although they provide no information on the methods employed for this task. The empirical part of the paper focuses on three aspects of concentration: (1) profit shares and profit rates of business groups, (2) the role that business groups play in employment in the Israeli economy, and (3) the effects of business groups on wages of employees and managers.

In this report I focus on the empirical – that is, the second half – part of the paper. I have deep concerns about the execution of the paper. There are major mistakes in the specification of the econometric analysis and flaws in its interpretation. Although the data are interesting and novel, the analysis does not meet the scientific standards that typically lead to a refereed publication in one of the leading economics or finance journals. I thus recommend against making *any* policy recommendations based on this paper. For reference I list the main concerns on which I base my evaluation and provide detailed comments pertaining to the specifics of the analysis.

### **Evaluation**

The main econometric problem in this paper concerns the selection and endogeneity of firms that belong to a business group (BG). The paper treats the BG

dummy as an exogenous variable and then uses it to explain performance. The authors try to deal with this problem by using a technique known as difference-in-difference-in-differences, or triple-diff (DDD). The DDD approach has some advantages but does not alleviate endogeneity concerns completely (I know this method well and have used it in my research). The central problem is that there are no controls for firm fixed-effects, which are needed in such an approach, given that the data used here are merely a cross-section rather than a panel.

My chief concern with the reported results, however, is their poor execution, which violates common practice in applied econometrics. Particularly jarring is that there are systematic biases in which the authors exclude some variables that are key to the analysis; see especially Tables 2, 3, and 5. The omission of these variables makes it difficult to take the results seriously.

Given the problems in the empirical analysis and execution, as well as concerns about the validity of the econometric results, the paper's interpretation of the findings is speculative, not based on evidence, and overall does not adhere to scientific standards of empirical work in economics and finance.

### **Detailed Comments**

1. The conclusion that the findings of negative influence on profits in pyramids (page 289) are consistent with tunneling is both inconsistent with the evidence and misleading.
2. The paper reports that there are 39,142 firms in the data, out of which 803 firms belonged to the thirteen largest business groups, and that the vast majority of the firms used for the analysis are private firms. This is a serious problem: it implies that a giant firm (for example, Teva) receives the same weight as a tiny firm with few employees. As I show later, large parts of the analysis in this paper are driven by firm size and nothing else. Evaluating the performance of some of the largest firms in the economy by comparing them

to some of the smallest firms in the economy is wrong. The authors should try to match firms by size and conduct the analysis within size bins.

3. The decision to focus on thirteen business groups and the comments about the share of business groups in the economy when one category (nonprofit) of business group is excluded are irrelevant. The study lacks transparency and, as I wrote above, does not justify the choice of the treatment group.
4. A central problem with the analysis is the lack of a time-series dimension to the data. Whether a firm belongs to a business group or not is endogenous, and the authors should at least control for firm fixed-effects in their regression to alleviate this concern.
5. In specification (1) on page 301, several endogenous variables are included as explanatory variables (BG, MINC02 SELS02, PYRAMID, and CONT). In particular, given that BG is endogenous, it is not clear whether the authors can report anything on the causal effect of BG on any of the outcome variables.
6. There are no summary statistics reported for any of the regressions used in the paper.
7. Although the paper does not provide necessary information to evaluate the analysis in the first regression, Table 1 reveals that the dependent variable profit is defined in the level of New Israeli Shekels. Given that the data combines huge firms with tiny firms, this is a clear violation of basic econometrics. The authors should use logs instead of levels. Obviously, firms that belong to business groups are larger and hence have larger profits (as evidence from the coefficient on  $BG=22,059,553$ ).
8. In addition, in order to evaluate the performance of a firm controlled by a business group, the total differential and not simply the difference-in-difference-in-differences coefficient ( $PYRAMID*BG*CONTROL$ ) needs to be calculated.
9. Related to point 8, above, given that controlled firms that are part of a pyramid are also likely to be significantly smaller, the effect captured by the interaction terms and the triple-interaction terms is likely to reflect the

smaller size of the firm. Because the dimension/summary statistics of the data are not provided, it is impossible to gauge the effect of business groups on performance. In addition, the statement in the second bullet point on page 302 on the evidence for tunneling is speculative and not supported by the analysis.

10. For regression (1) on page 305, the authors use a triple interaction (DDD) model as before. However, in contrast to the model they estimated on page 301, this model does not include the business group (BG) dummy. When I first looked at the equation on page 305, I thought that this was a typographical error, but then I looked at Table 2 and found that BG is indeed not included in the regression. The exclusion of this variable from the regression is a serious econometric mistake. If excluded, the regression is unspecified and the results are meaningless. The authors need to explain this omission.
11. The discussion on page 308 is unclear.
12. In section 4.3.2.2 (page 309) the authors attempt to investigate the effect of business groups on employment stability by estimating a logit model of whether an employee that works for the firm in 2003 is still employed by the firm in 2008. Although it is not clear why this is a good measure of employment stability – employees may leave firms for various reasons – the authors conclude on page 310 that “employment stability in the large business groups is lower in average.” They base this conclusion on the fact that the coefficient on BG in Table 3 is negative and significant. However, because they fail to account for the fact that the interaction terms between BG and industry dummies -- which are all positive and significant -- force the coefficient on BG to capture the effect of the other (excluded) dummies in BG firms. That is, the dummy on BG captures employment stability for industries that are not included in the interaction terms used in the table, which means that employment stability is lower in construction and business services that may be unstable for unrelated reasons. Moreover, the regression omits the industry dummies for the analysis – in contrast, for example, to Table 2. This is another serious

omission of important variables from the specifications, which cannot be justified econometrically.

13. Related to the previous comments, does Table 3 reports marginal effects or coefficients, also why are there no standard errors in the table? Why are R-squared and pseudo R-squared not reported?
14. On page 315, the fact that senior employees have higher wages may reflect the matching between employees with high human capital and business groups and does not necessarily reflect adverse effects of business groups.
15. In Table 4, the regression is again estimated using the levels of wages instead of logs.
16. The regression in Table 4 includes several endogenous variables as explanatory variables.
17. The comparison between wages of employees and managers between business groups and other firms on page 317 and in Figure 18 is completely misleading. Obviously, business groups are larger compared to other firms, given that business groups are larger and grow faster than smaller firms and that economic theory suggests that managers' wages should be proportional to the firms they manage.
18. The variable PYRAMID is not included in the results reported in Table 5, which invalidates the interpretation of the interaction between PYRAMID and BG.
19. How are standard errors computed in the paper: Are they clustered?

## Efraim (Effi) Benmelech

Department of Economics  
Harvard University  
Littauer Center  
Cambridge, MA 02138

Phone: (617) 496-4787  
Fax: (617) 495-8570  
Email: [effi\\_benmelech@harvard.edu](mailto:effi_benmelech@harvard.edu)

### Education

Ph.D., Finance, June 2005, Graduate School of Business, University of Chicago. Dissertation: "Essays on Debt Maturity."

M.B.A, 2001, The Hebrew University of Jerusalem, School of Business Administration.

B.A in Economics and Business Administration, 1999, The Hebrew University of Jerusalem, Department of Economics and the School of Business Administration.

### Academic Positions

Frederick S. Danziger Associate Professor of Economics, Department of Economics, Harvard University, January 2011 - present.

Associate Professor, Department of Economics, Harvard University, July 2009 – December 2010.

Assistant Professor, Department of Economics, Harvard University, July 2005-June 2009.

Faculty Research Fellow, National Bureau of Economic Research, 2006-present. (Corporate Finance and Development of the American Economy).

Post-Doctoral Fellowship in Organizational Economics, Harvard Business School, July 2004-June 2005.

### Research Interests

---

Applied Corporate Finance, Financial Contracting, Bankruptcy, Economic History, Economics of Terrorism.

### Refereed Publications

---

"Do Liquidation Values Affect Financial Contracts? Evidence from Commercial Zoning Laws," (with Mark Garmaise and Toby Moskowitz), *Quarterly Journal of Economics*, (2005), 120 (3) 1121-1154.

"Human Capital and the Productivity of Suicide Bombers," (with Claude Berrebi), *Journal of Economic Perspectives*, (2007), 21 (3) 223-238.

"Liquidation Values and the Credibility of Financial Contract Renegotiation: Evidence from U.S. Airlines," (with Nittai Bergman), *Quarterly Journal of Economics*, (2008) 123(4) 1635-1677.

"Asset Salability and Debt Maturity: Evidence from Nineteenth-Century American Railroads," *Review of Financial Studies*, (2009), 22(4) 1545-1583.

"Collateral Pricing," (with Nittai Bergman), *Journal of Financial Economics*, (2009), 91(3) 339-360.

- “The Alchemy of CDOs’ Credit Ratings,” (with Jennifer Dlugosz), *Journal of Monetary Economics*, (2009) 56(5) 617-634.
- “The Political Economy of Financial Regulation: Evidence from U.S State Usury Laws in the 19<sup>th</sup> Century,” (with Toby Moskowitz), *Journal of Finance*, (2010) 65(3) 1029-1073..
- “The Credit Ratings Crisis,” (with Jennifer Dlugosz) *NBER Macroeconomics Annual 2009* 161-207.
- “The Economic Cost of Harboring Terrorism,” (with Claude Berrebi and Esteban Klor), *Journal of Conflict Resolution*, (2010) 54 331-353.
- “Stock-Based Compensation and CEO (Dis)Incentives,” (with Eugene Kandel and Pietro Veronesi), *Quarterly Journal of Economics*, (2010), 125(4) 1769-1820.
- “Vintage Capital and Creditor Rights,” (with Nittai Bergman), *Journal of Financial Economics*, (2011) 99(2) 308-332.
- “Bankruptcy and the Collateral Channel,” (with Nittai Bergman). *Journal of Finance*, (2011) 66(2) 337-378.
- “Economic Conditions and the Quality of Suicide Terrorism,” 2011, (with Claude Berrebi and Esteban Klor), *Journal of Politics*, Forthcoming.
- “Negotiating with Labor under Financial Distress,” 2010, (with Nittai Bergman and Ricardo Enriquez), *Review of Corporate Finance Studies*, Forthcoming.
- “Securitization without Adverse Selection: The Case CLOs,” 2010, (with Victoria Ivashina and Jennifer Dlugosz), *Journal of Financial Economics*, Forthcoming.
- “Credit Traps,” 2010, (with Nittai Bergman), *American Economic Review*, Forthcoming.

#### **Other Publications**

---

- “The Credit Rating Crisis,” *NBER Reporter*, (2010), 1 8-10. Discussion of Ramseyer and Rasmusen’s “Can the Treasury Exempt its Own Companies from Tax? The \$45 Billion GM NOL Carryforward,” *CATO Papers on Public Policy*, (2011), 43-36.

#### **Working Papers**

---

- “Does Short-Term Debt Increase the Vulnerability to Crisis? Evidence from the East Asian Financial Crisis,” 2010, (with Eyal Dvir), *Journal of International Economics*, Revise and resubmit.
- “Financing Labor,” (with Nittai Bergman and Amit Seru)
- “Counter-Suicide-Terrorism: Evidence from House Demolitions,” 2010, (with Claude Berrebi and Esteban Klor).

“Military CEOs,” 2010, (with Carola Frydman).

### **Work in Progress**

---

“Finance and Unemployment” (with Nittai Bergman and Amit Seru)

“Did the Community Reinvestment Act Lead to Subprime Lending?” (with Nittai Bergman and Amit Seru)

“Credit Rating Risk”

“The Financial Crisis of 1873 and 19<sup>th</sup> Century American Corporate Governance,” (with Michael Bordo).

“Short-Term Debt and Financial Distress.”

### **Presentations**

---

2011 (including scheduled) American Economic Association, January 2011 (1 paper 1 discussion), American Finance Association, January 2011 (2 papers), Banca d'Italia, Boston University, Brigham Young University, CATO Papers on Public Policy (discussant), Dartmouth (Tuck), Duke, Eighth Annual Caesarea conference (discussant), Einaudi Institute for Economics and Finance, European Central Bank, Grossman and Hart at 25 conference in Brussels, Harvard Economics (Finance and Macro), Harvard Law School, HEC Paris, INSEAD, Stanford Institute for Theoretical Economics: New Frontiers in Empirical capital Structure Research, University of Minnesota (Carlson), University of Southern California, University of Virginia (Darden).

2010 American Economic Association, January 2010, American Finance Association, January 2010 (1 paper, 1 discussion), Columbia, GARP, Einaudi Institute for Economics and Finance, European Summer Symposium in Financial Markets, Harvard Economics of National Security Seminar, Hebrew University, Michigan State, IMF, NBER Development of the American Economy, NBER Political Economy (paper and discussion), NBER Conference on Ethics in Business, Pontificia Universidad Catolica de Chile, Seventh Annual Caesarea conference (discussant), Oxford University Labor and Finance Conference June 2010, University of Michigan, Princeton, Stockholm School of Economics, UCLA Anderson.

2009 American Economic Association, January 2009, Banca d'Italia, Brandeis, DePaul, Einaudi Institute for Economics and Finance (2 papers July and December 2009), European Central Bank, Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Bank of Minneapolis (2 papers), Harvard Kennedy School, Harvard Law School, Imperial College, HKUST Finance Symposium on Corporate Finance (Hong-Kong December 2009), IMF Annual Research Conference 2009, NBER Competition and Government Intervention in the Airline Industry Conference (discussant), NBER Corporate Finance, NBER Economics of National Security, NBER Macroeconomics Annual Conference, Northwestern (Department of Economics and Kellogg), NYU (Stern), New York Fed-NYU Stern Fifth Conference on Financial Intermediation (Discussant), University of Chicago (Booth), University of Melbourne, University of New South Wales, Vienna Graduate School of Finance.

2008: American Finance Association, January 2008 (2 papers and 1 discussion), Columbia Law School, European Summer Symposium in Financial Markets (invited lecture), Fifth Annual Caesarea conference, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Financial Research

Association Meeting (Las Vegas), Harvard Economics (2), Harvard-MIT Organizational economics workshop, HBS (entrepreneurial management), Hebrew University, IMF (On the Causes and Consequences of Structural Reforms Conference, Feb 2008), Legal Innovation in Finance (Amsterdam, October 2008), London Business School, London School of Economics, NBER Summer Institute (DAE), Ohio State University, Princeton (Political Economy of Counterinsurgency Workshop), Rutgers Economics, Stanford GSB, Stanford Institute for Theoretical Economics: Theory and History (co-organizer and presenter), Stockholm Institute for Financial Research conference (The Changing Nature of Credit Markets: Risks and Opportunities), Stockholm School of Economics, Tel Aviv University, Tilburg University, University of Alberta, University of Amsterdam, University of Michigan's 15th Mitsui Life Symposium on Credit Risk, Western Economic Association (paper and discussion), Western Finance Association (2 papers 1 discussion), Yale Law School.

2007: American Finance Association, January 2007, Chicago, Berkeley Economics, Federal Reserve Bank of Boston, Harvard Economics (2), Harvard Law School, Korea Development Institute-Harvard Conference (discussion), MITRE, NYU (Stern), University of Illinois at Urbana-Champaign, University of Virginia Law and Finance conference (University of Virginia School of Law and the McIntire school of Commerce), Texas Finance Festival (April 2007), UC San Diego.

2006: Boston University, Brown, Dartmouth (Tuck), Federal Reserve Bank of Chicago (Bank Structure and Competition Conference), Federal Reserve Bank of Philadelphia, Harvard Economics (2), MIT, NBER (Corporate finance), NBER (Political Economy), NBER Summer Institute (Economics of National Security), NBER Summer Institute (Education), Northwestern (Conflict and Cooperation Conference), University of Chicago (Department of Economics and GSB), UCLA, Washington University (Olin).

2005: Boston College, Columbia, Cornell, Duke, Harvard (Economics and HBS), Lehman Brothers, MIT, Northwestern, NBER (Political Economy - discussion), NYU, Princeton, Stanford GSB, UCLA, Wharton, Yale.

2004: University of Chicago, FDIC, Harvard Economics (2), Hebrew University, MIT-Sloan.

2003: University of Chicago, NBER (Development of the American Economy).

2002: Hebrew University.

#### **Awards, Fellowships and Scholarships**

---

National Science Foundation CAREER Award: "Empirical Analysis of the Causes and Consequences of Financial Distress" 2009-2014.

Excellence in Refereeing Award, American Economic Review, 2009.

Einaudi Institute for Economics and Finance, 2009.

GARP Risk Management Research Program Grant, 2007.

Andrew E. Furer Fellow, Department of Economics, Harvard University, 2006-2009.

Warburg Fund, (Harvard) 2006, 2007, 2008.

Clark Fund (Harvard), 2006, 2008, 2009.

John Leusner Family Fellowship (University of Chicago, GSB), 2005.

The Lehman Brothers Fellowship for Research Excellence in Finance (1<sup>st</sup> Prize), 2004-2005.

The FDIC Center for Financial Research Fellowship, 2004.

The AFA Student Travel Grant, 2004.

The Harry Simons Fellowship, 2003-2004.

The CRSP Summer Paper Grant, 2002.  
The Solomon Fund Fellowship, 2002.  
The University of Chicago, GSB Fellowship, 2001-2005.  
The Maurice Falk Award for Outstanding Students' Papers, 1999.  
The Israeli Defense Forces, Chief of General Staff Award for Outstanding Officers, (Award for Excellence and Leadership by Mr. Ehud Barak, Israel Former Prime Minister), 1994.

### **Short Academic Visits**

---

Hebrew University, November 2008 and May-June 2010.  
The Federal Reserve Bank of Minneapolis, March 2009.  
Ente Einaudi, Rome, June-August 2009, December 2009, November 2010, November 2011.  
Stockholm School of Economics. October 2010.  
University of Chicago, Booth School of Business, October 2009.

### **Professional Experience**

---

Referee/reviewer for *American Economic Review*, *American Journal: Macro, Econometrica, Games and Economic Behavior*, *Journal of Banking and Finance*, *Journal Conflict Resolution*, *Journal of Economic Behavior and Organizaion*, *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *Journal of Financial Intermediation*, *Journal of Law and Economics*, *Journal of Law, Economics, and Organizations*, *Journal of Money, Credit, and Banking*, *Journal of Political Economy*, *MacArthur Foundation*, *Management Science*, *National Science Foundation*, *Quarterly Journal of Economics*, *Rand Journal of Economics*, *Review of Economics and Statistics*, *Review of Finance*, and *Review of Financial Studies*.

Program Committee for: AFA 2010 (session chair), European Summer Symposium in Financial Markets 2010, Finance Down Under, Melbourne 2011, Olin Business School Corporate Finance Conference (2010, 2011), WFA (2010, 2011), SITE 2008.

Organizer of the NBER Corporate Finance meeting in Chicago, April 2010.

Assistant Director, Debt Management Department, Ministry of Finance, Israel 1998-2001.

Member, Board of Directors, Israel National Coal Supplies Company (State-owned company for coal supplies,) 2000-2001.

Major, Commander of company and chief operations officer, Israeli Defense Forces, The Paratroopers Brigade Number 35, 1990-1996.

## האחזקה המשורשרת של בעלי השליטה בחברות הקבוצה

היום (נוחי/ גנדן, מנור, לבנת)	מאי 2003 (נוחי/ גנדן, מנור, לבנת)	לפני מאי 2003 (רקנאטי, קרטו)
88.8%	51.7%	42.6%
88.8%	29.9%	24.6%
65.3%	21.4%	17.6%
56.8%	10.4%	-
53.7%	19.0%	15.7%
51.2%	13.6%	11.2%
48.8%	17.7%	14.6%
40.3%	14.3%	11.8%
35.4%	10.0%	8.2%
33.4%	19.0%	15.7%
32.9%	8.2%	6.8%
31.8%	10.3%	8.5%
31.3%	11.3%	9.3%
30.9%	6.8%	5.6%
30.4%	19.0%	15.7%
28.3%	5.3%	4.4%
22.7%	3.2%	-
19.0%	4.6%	3.8%

\* מ.א. \*  
 ממועד רכישת השליטה בבור ע"י דסק"ש ב- 7.06 (כור- כולל גם את האחזקה הישירה ע"י פתוח)