



RENAN GERSHT, Adv.	ויסוצקי 6 תל אביב 62338	רנן גרשט, עו"ד
OPHIR NAOR, Adv.	6 Wissotzky St. Tel Aviv 62338	אופיר נאור, עו"ד
SAGIT SOLOMON, Adv.	טל. +972-3-5447404	שגית סולומון, עו"ד
MOR VARSHIZKY, Adv.	פקס. +972-3-5447405	מור ורשיצקי, עו"ד
TALI SHALEV, Adv.	e-mail: office@nglaw.co.il	טלי שלו, עו"ד

13 בנובמבר, 2011

לכבוד

חברי הוועדה להגברת התחרותיות במשק  
באמצעות מייל: [taharutiut@mof.gov.il](mailto:taharutiut@mof.gov.il)

א.ג.נ.,

### הודעת עמדה ביחס להמלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק (להלן: "הוועדה")

בהתאם להודעה לעיתונות שפרסמה הוועדה ביום 11.10.2011, הרינו מתכבדים להגיש הודעת עמדה מטעמנו ביחס לפרק 4 לטיוטת דו"ח המלצות הוועדה, הנוגע לעניין ההשפעה של מבנה האחזקות הפירמידאלי המאפיין את מבנה השליטה בחברות ציבוריות. בהודעת עמדה זו מצאנו לנכון להתמקד בבעייתיות שנוצרת בגין רכישת חברה באמצעות מבנה אחזקות פירמידאלי ובאמצעות מינוף פיננסי.

#### א. מבוא

1. ממקרא טיוטת דוח המלצות הוועדה, אנו מבקשים להביע את הערכתנו על התרומה וההשקעה הרבה של הוועדה בניסיון להביא לשינוי ולשיפור התחרות ושמירת אינטרס הציבור במשק.
2. נבקש להבהיר, כי אחת הסיבות העיקריות שבגינה החלטנו להגיש לוועדה הנכבדה נייר עמדה הינה משום שיש חוסר איזון משווע ואי מענה לכל אותם ניירות עמדה שהוגשו על ידי איילי ההון, להם אמצעים כספיים וסוללות של מומחים ועורכי דין הפועלים מטעמם לריכוך ולביטול מסקנות הוועדה.
3. נבקש להביע עמדתנו לתמיכה במסקנות הוועדה, הן בכל הנוגע לממצאי הוועדה באשר למבנה הפירמידאלי של הקבוצות העסקיות השולטות במשק הישראלי, וההכרח שביצירת מגבלות על כוחן של אותן קבוצות השולטות, הלכה למעשה, על רובה ככולה של הפעילות העסקית במשק הישראלי.
4. נבקש לחזק את ידי הוועדה, ולהוסיף המלצה משלנו, בכל הנוגע לאופן שבו נרכשים תאגידי עסקיים גדולים – רכישות ממונפות שנעשות על ידי מבנה פירמידאלי שמבוססות על הון עצמי זעום ומינוף אדיר – וכן לתוצאות מבנה רכישה בעייתי זה.
5. נבקש להציג, במילים קצרות, את השפעתה של הרכישה הממונפת שנעשית על ידי קבוצות אחזקה פירמידאליות: (1) פגיעתה בחברה. (2) פגיעתה בציבור לקוחותיה. (3) פגיעתה בעובדיה.

#### ב. תיאור הבעיה – רכישה ממונפת שנעשית על ידי מבנה אחזקות פירמידאלי ודל בהון

6. רכישות התאגידי הגדולים שנעשו בשנים האחרונות, מתאפיינים ברכישה על ידי בעל שליטה אחד, שנעשית על ידי קבוצות אחזקה שבנויות שכבות שכבות על מנת לעגן את השליטה, ובפרט מאופיינת במינוף אדיר של רוכש השליטה ביחס להון הדרוש לביצוע הרכישה.
7. תוצאת הדברים היא בעל שליטה שמחזיק אחוזים בודדים בשרשור, ואשר נושא על גבו הלוואות במיליארדי שקלים שאותן לקחו החברות בקבוצת האחזקה שבשליטתו לצורך מימון הרכישה.

8. מצב דברים זה, מביא את בעל השליטה המיועד, להכרח לחלק דיבידנדים בהיקפים אדירים, אשר יוכלו לסייע ביזו לשרת את החוב העצום שנטל למימון הרכישה.
9. לצורך חלוקת הדיבידנד, נעשות על ידי בעלי השליטה הממונפים שתי פעולות מרכזיות: (1) יצירת דוחות כספיים שיציגו רווחים ראויים לחלוקה. (2) פניה לבית המשפט לצורך חלוקת דיבידנד שאינו עומד במבחני חלוקה.
10. פעולות אלו מתאפשרות הודות לשורה של בעלי תפקיד שמסייעים לבעל השליטה החדש לחלק דיבידנדים אדירים אלו, החל מרואי חשבון יצירתיים שרושמים הון עצמי חיובי בדמות שערוכי מוניטין, המשך בנותני חוות דעת שמתארים בצורה אופטימית את עתידה של החברה ואת הסיכונים הטמונים בה, המשך באנשי כספים וחברי דירקטוריון שמאפשרים קבלת החלטות מכגון דא ולא עומדים על המשמר בהגנה על טובת החברה, והמשך בעורכי דין מהשורה הראשונה שמלווים תהליכים אלו ומוודאים שלא יהיו תקלות בדרך.
11. ומעל לאלו, עומדת לבעל השליטה מערכת הקשרים שלו במערכת הבנקאית / שוק ההון, אשר על פי רוב שמחים ביותר להחליף את החלוואות המסוכנות שניתנו לחברות השליטה, בהלוואות שניתנו לחברה הנרכשת.
12. לטעמנו, הדבר מתאפשר בדין הישראלי, לאור שהמבחן לחלוקת דיבידנד הוא רווח חשבונאי שנתון למניפולציות, ולא רווח אמיתי המבוסס על תזרים נקי והכנסות בפועל, וכן מהעובדה כי לא קיים בנמצא שום גורם שירסן את ריקון החברות הריאליות לטובת האינטרסים של בעלי השליטה וחברות האחזקה הממונפות שלהן.
13. בהמלצות הוועדה ישנה התייחסות לכשלים הנובעים מהתנהלות זו, אולם מסקנתה הייתה לטפל בעניין על ידי קביעה גורפת, כי הוצאות המימון על הלוואות שנועדו לשרת את החזר החלוואות שנטל בעל השליטה על ידי חלוקת דיבידנד, לא תהיה מוכרת במס.
14. אנו בדיעה, כי המלצה זו הינה נכונה וחיובית, אולם לא די בה, ויש לקבוע כלל ברור שלפיו בעל שליטה חדש לא יוכל לחלק כספים שאינם נובעים מרווח אמיתי שמבוסס על תזרים והכנסות.
15. להלן נדגים את הנזקים שנגרמים לחברות, לציבור הלקוחות, ולעובדים כתוצאה מרכישת שליטה ממונפת המתאפיינת בפירמידות שליטה שאין להן כמעט הון עצמי אמיתי משלהן.
16. **הנזק שנגרם לחברה**
- 16.1. ריקון קופת החברה לצורך החזר החלוואות של בעל השליטה - על פי חוק החברות, על מנת שיהא ניתן לחלק דיבידנדים, על החברה לעמוד בקיומם של שני מבחנים: מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון.
- 16.2. לצורך מימון רכישת השליטה, שואף בעל שליטה למקסם את היכולת למשוך דיבידנדים, בכל דרך אפשרית.
- 16.3. טול לדוגמא את חברת בזק, אשר במהלך השנים 2008 ו-2011 הגישה בקשות לאישור חלוקה לבית המשפט, בהיקפים כספיים של 1.8 מיליארד ₪ ו-3 מיליארד ₪ בהתאמה, בקשות שהוגשו על ידי בעלי השליטה החדשים לאחר רכישת השליטה (בשנת 2008 על ידי קבוצת איפקס-סבן, ובשנת 2011 על ידי קבוצת אלוביץ'). ויודגש: רק בשנתיים האחרונות חולקו בתברת בזק דיבידנדים בשיעור של 6.888 מיליארד ₪, וניטלו החלוואות בשיעור של 6.912 מיליארד ₪.
- 16.4. לבקשות אלו התווספו החלטת הדירקטוריון להנהיג מדיניות חלוקת דיבידנד של 100% של רווחי החברה המותרים לחלוקה, וכן המלצות הדירקטוריון (ואישורן באסיפה הכללית) לחלוקת דיבידנדים מרווחים שוטפים, וכמובן חוות דעת מקילות שמתעלמות מהסיכון הכרוך בכך.

- 16.5. למען הגילוי הנאות יצוין, כי משרדנו מייצג בעל מניות, אשר הגיש לאחרונה בקשה לאישור תובענה נגזרת כנגד דירקטורים בבזק שעל פי הטענה חדלו מלקיים את תפקידם, ואיפשרו קבלת שורה של החלטות שהביאו לנטילת הלוואות עתק על קופתה של בזק, לטובת חלוקת דיבידנדים שבחלקן אף אינן עומדות במבחני החלוקה החשבונאיים.
- 16.6. אנו בדיעה, כי מצב דברים זה נובע מהעובדה, כי התאפשרו רכישות ממונפות, ולאור שבעלי שליטה פוטנציאליים יוצאים מנקודת הנחה כי מי שישלם עבור רכישת החברה, היא למעשה החברה עצמה, וכי כללי הממשל התאגידי והוראות הדין העוסקות בכך, לא יעמדו כנגד רצונם לחלק דיבידנדים בהיקפים גדולים.
- 16.7. הפועל היוצא של תהליכים אלו, הוא פגיעה במבנה התאגידי של החברה, ומערכות של לחצים והשפעה בלתי הוגנת של בעלי השליטה על כל מערך מקבלי ההחלטות, החל מחברי ההנהלה, וכלה בחברי הדירקטוריון ונותני חוות הדעת למיניהם.
- 16.8. הטלת הוצאות המימון של הלוואות העתק על כתפי החברה - הנזק העלול להיגרם לחברה שיש לה חוסר בתזרים מזומנים הינו בקבלת החלטה מאת בעל השליטה, בגיבוי דירקטוריון שאינו עומד על המשמר, ליטול הלוואות שאינן משמשות את פעילות החברה בשום צורה, אשר גורמות לחברה לנזק כספי בדמות עלויות מימון ולכל הפחות לחשיפת מס עקב אי ההכרה בחוצאות המימון של ההלוואות.
- 16.9. חשוב לציין שאין המדובר בעלויות זניחות, אלא בהלוואות שעלותן לקופת החברה מסתכמת במיליוני ואף במיליארדי שקלים.
- 16.10. אלו הוצאות אדירות של ריבית ועלויות מימון, המוטלות על החברה, ללא כל תכלית עסקית אמיתית, ורק משום שהחברה נרכשה במינוף אדיר על ידי בעל שליטה חדש.
- 16.11. השפעה בלתי הוגנת של בעל השליטה על חברי הדירקטוריון - שיעור המינוף הגבוה מאלץ את בעל השליטה להפעיל לחץ על חברי הדירקטוריון המכהנים בחברות התקשורת, ולהורות להם לקבל החלטות בדבר חלוקות דיבידנדים בהיקפים כספיים בלתי נתפסים, וזאת בכדי שיוכל בעל השליטה להקטין את שיעור המינוף החל עליו עד לפירעונו המלא.
- 16.12. בפרקטיקה הקיימת, אנו עדים לכך שחברי הדירקטוריון נמצאים במצב של ניגוד עניינים, בייחוד מקום בו נדונה שאלת חלוקת דיבידנדים, וזאת לנוכח תהליך מינוי חברי הדירקטוריון, לרבות הדירקטורים הבלתי תלויים והדח"צים, תהליך הנתון להשפעה של בעל השליטה; והן לנוכח העובדה שבעל השליטה יכול להבטיח תגמול בעבור נאמנותם כלפיו, מה שיכול להופכם לעושי דברו, ולפגוע באמון שהציבור נותן בהם בשמירת החברה וטובתה.
- 16.13. הבעיה מתחדדת כאשר קופת המזומנים של החברה ריקה, ולצורך חלוקת דיבידנדים נאלצת החברה ליטול חובות והתחייבויות נוספים בכדי שיהיה מאין לשלם לבעל השליטה (וליתר בעלי המניות).
- 16.14. אנו סבורים, כי במסגרת מסקנות הוועדה, יש להוסיף ולקבוע כי ישנו קושי אמיתי לסמוך על שומרי הסף – היינו בעיקר חברי הדירקטוריון – שיעמדו על המשמר ויעדיפו את טובת החברה על פני טובתו של בעל השליטה וצורכי המזומן שלו.
- 16.15. אנו בדיעה, כי יש להטיל איסור על ביצוע חלוקה שנועדה לשרת השתלטות ממונפת וזאת במשך תקופת זמן שתקבע על ידי הוועדה, אלא אם הדבר נובע מתוך תזרים המזומנים הפנוי של החברה (להבדיל ממצב של רווח נקי, העומד במבחנים חשבונאיים, מאחר והדבר עדיין גורם לנזק לחברה ושיקול דעת הדירקטורים הפגום), וכן כי יש להגביל את חלוקת הדיבידנד לחלוקה מתוך רווחים ותזרים אמיתי – ולא מתוך רווחים חשבונאיים מלאכותיים.

**17. הנזק שנגרם לציבור הצרכנים –**

- 17.1. מקום בו בעל השליטה רוכש חברה במינוף באמצעות מבנה תאגידי פירמידאלי, מביא לכך שישנו לחץ אדיר על החברה לשמר את רמת הרווחיות שבה היא פועלת, ואף להגדיל אותה, לרבות ובמיוחד על חשבון התחרות האפשרית ועל חשבון כיסו של הצרכן.
- 17.2. גם אם יש לחברה את האפשרות לקיים תחרות אמיתית, שתתאפיין בהורדת מחירים ומתן הקלות והטבות לצרכני הקצה, הרי שצורכי המזומן המיידים והצורך לייצר רווחים תשבונאיים ראויים לחלוקה, מביא לכך שתחרות אמיתית לא מתקיימת.
- 17.3. בעלי השליטה, ובפרט מבנה השליטה הממונף, מביא לכך שהם חוסמים, בעצמם ובאמצעות חברי הדירקטוריון מטעמם, כל אפשרות אמיתית לפתיחתם של השווקים לתחרות, וזאת על ידי יצירת מערכות לחצים על הנהלות החברות ועל נותני השירותים למנוע הפחתה של הרווחיות המיידית של החברה, כמעט בכל דרך אפשרית.
- 17.4. זאת נעשה לעיתים, תוך העדפת הסיכון שבאי ציות לרגולטורים השונים וניהול מערכות משפטיות לביטול דרישות התחרות של הרגולטור, על פני מצב שבו בעל השליטה נמנע מחלוקת כל רווח אפשרי כדיבדנד.
- 17.5. זאת ועוד, העדר התחרות והמחירים הגבוהים אף מוכתב על ידי הבנקים בישראל, אשר שותפים עם בעל השליטה ברצון שלא למנוע פגיעה ברווחי החברה, שכן מניות השליטה בחברה משועבדות להם לצורך פירעון החלואאות שנטל בעל השליטה. דוגמא לכך מענף התקשורת ניתן למצוא בסירובם של הבנקים להעמיד ערבויות לשני קבוצות משקיעים שזכו במכרז להפעלת רשת סלולארית נוספת.

**18. הנזק שנגרם לעובדי החברה -**

- 18.1. אחת הטענות המושמעות על ידי איילי ההון הינה שיש לאפשר להם לרכוש חברות באמצעות רכישות ממונפות, וזאת כדי לעודד את השקעתם במשק הישראלי, ולמדוד את תרומתם בשמירת ובהעסקת עובדים מקרב הציבור הישראלי.
- 18.2. אלא שבנוסף לממצאי הוועדה, אשר מצאה, כי קיימת האטה במספר העובדים המגויסים לחברות הממונפות, הרי שחברות אלה נוהגות לפעול לצמצום תנאי ההעסקה של העובדים, עד כדי מתן רווחה מינימאלית.
- 18.3. החברות פועלות באצטלה של "רה-ארגון" או "התייעלות", ומקבלות החלטות על פיטורים מאסיביים של עובדים ותיקים, המועסקים בשכר ראוי יותר שהושג לאחר שנים של ייצוג העובדים על ידי וועדי העובדים הוותיקים, בעובדים המועסקים על ידי חברות כוח אדם.
- 18.4. פעולה זו, של החלפת עובדים מיוצגים על ידי וועדים, בעובדי קבלן, גורמת לנזק אמיתי לשוק התעסוקה, והיא נובעת מהצורך של בעל השליטה הממונף, לצמצם את הוצאות החברה בטווח הקצר, אבל יותר מכל מרצונו לייצר רווחים תשבונאיים.
- 18.5. נסביר: על ידי החלפת עובד חברה וותיק בעובד קבלן, לא רק שמפחיתים את העלות הישירה והמיידית, אלא שבעיקר גורמים להפחתה של ההפרשה התשבונאית בגין הזכויות הסוציאליות של אותם עובדים ותיקים.
- 18.6. ההפחתה של ההפרשה התשבונאית מביאה לכך שנוצר לחברה רווח מלאכותי כתוצאה מצמצום ההפרשה ארוכת הטווח בספרים, וזה מאפשר לייצר רווחים תשבונאיים ראויים לחלוקה.
- 18.7. למותר לציין כי לתופעה זו, אשר כתוצאה ממנה ישנה אוכלוסיה הולכת וגדלה של עובדים שאינם מיוצגים על ידי וועדי עובדים, ושאינם נהנים מתנאי העסקה קבועים, ובוודאי שאינם נהנים מתנאים סוציאליים סבירים, ישנן משמעויות חברתיות אדירות.

18.8. ונאמר בשפה ברורה: בדרך זו, מייצרים שוק עבדים ולא שוק עובדים, אשר משרתים את רצונה של משפחה אחת להתעשר ולצבור הון, ובוודאי שלא תורמים דבר לכלכלה הישראלית ולעובדים הישראלים.

#### ג. המלצות

19. על מנת להתמודד עם בעיות השליטה הממונפת, יש לדידנו לאמץ מספר כללים:

19.1. לקבוע מנגנון שיגביל את דירקטוריון חברת הפער לאשר חלוקת דיבידנדים אך ורק מכספי תזרים המזומנים של החברה ומרווח אמיתי - להבדיל מהמצב הנוכחי שבו ניתן לחלק כספים מתוך רווח חשבונאי מלאכותי.

19.2. למנוע חלוקת דיבידנדים שנועדה לצורכי החזר השליטה הממונפת במהלך מספר שנים שייקבע על ידי הוועדה מאז נרכשה השליטה על ידי בעל השליטה, וזאת על מנת למנוע מצבים שבו ההשתלטות נעשית ללא הון עצמי מינימאלי באופן שמביא להטיה משמעותית של עסקי התאגיד לטובת חלוקה מאסיבית של דיבידנדים שישרתו את בעל השליטה.

#### ד. גילוי נאות

20. למען הגילוי הנאות יצוין, כי בין תחומי העיסוק של משרדנו, אנו מתמחים בייצוגם של מתזיקי אגרות חוב, נאמנים ובעלי מניות לצורך הגנה על זכויותיהם מול בעלי שליטה בחברות ציבוריות ו/או בחברות פרטיות מדווחות, ואנו מצויים בשורה של תהליכים משפטיים הנוגעים למסקנות הוועדה.

21. כפי שצוין לעיל, לאחרונה הגישו הח"מ בקשה לאישור הגשת תביעה נגזרת כנגד חברת בזק בשם בעל מניות בחברה (תני"ג 20087-11-11), בעילות של הפרות חובות אמונים וזהירות של הדירקטוריון, וכן של חובת ההגינות של בעל השליטה, וזאת בשל החלטת הדירקטוריון ליטול הלוואות בהיקף של מיליארדי שקלים ומנגד חלוקת דיבידנדים בהיקף של מיליארדי שקלים, תוך העמסת סיכונים ועלויות מימון על כתפי החברה, וזאת לאור צרכיו ורצונו של בעל השליטה - להקטין את הסיכונים ואת העול המימוני הכבד שנטל על עצמו.

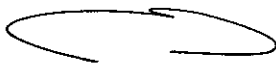
#### ה. סוף דבר

22. בהתאם לאמור בהודעת הוועדה, אנו מבקשים להופיע בפניה וליתן הסבר נוסף בעל פה לאמור בהודעה זו.

23. אשר על כן, הרינו עומדים לרשותכם בכל שאלה ו/או הבהרה הנוגעות לעניין, ובכל עת.

24. אל נא יירפו ידיכם.

בכבוד רב ובברכה,

  
שגית סולומון, עו"ד

  
אופ"ח נאור, עו"ד

נאור - גרשט, עורכי דין