



**הוועדה להגברת התחרותיות במשק**  
**המלצות סופיות והשלמה לדו"ח הביניים**

מרץ 2012



## משרד האוצר הוועדה להגברת התחרותיות במשק

כ"ד באדר התשע"ב  
18 במרץ 2012  
מנ. 2012-851

לכבוד,  
ראש הממשלה  
שר האוצר  
נגיד בנק ישראל

### הנדון: דו"ח הוועדה

בחודש אוקטובר 2010 מוינו כחברי הוועדה להגברת התחרותיות במשק הישראלי ואנו מתכבדים להגיש לכם את מסקנותינו.

על הוועדה הוטל לבחון את מבנה המשק הנוכחי ואת מידת השפעתו על רמת התחרותיות והיעילות בפעילות המשק; היציבות הכלכלית וצמיחת המשק. בכתב המינוי נתבקשה הוועדה לבחון את סוגיית התחרותיות הענפית והמשקית במובנה הרחב, לאור התפתחותן של קבוצות עסקיות בישראל ולהמליץ לאור בחינה זו על צעדי מדיניות אפשריים, על מנת להפוך את המשק לתחרותי ומשוכלל יותר וזאת בהתחשב בסטנדרטים המקובלים בעולם.

הוועדה השלימה את עבודתה. ההמלצות המובאות להלן, בצירוף דו"ח הביניים שהוצג בספטמבר, אושרו על ידי מרבית חברי הוועדה ומהוות סיכום של עבודת הוועדה. דעות מיעוט בנושאים שונים מצורפות לנייר זה.

המלצות הוועדה נבנו כ"טיפול מקיף" לבעיות שזיהינו במשק הישראלי. לפיכך, אנו מבקשים להתייחס אליהן כאל מקשה אחת שהוספה או גריעה ממנה ידרשו את בחינת סט ההמלצות כולו.

בכבוד רב,

פרופ' דיוויד גילה	פרופ' שמואל האוזר	פרופ' יוג'ין קנדל	חיים שני-יו"ר
גל הרשקוביץ	ד"ר קרנית פלוג	פרופ' עודד שריג	
ד"ר גיתית גור גרשגורן	עו"ד אבי ליכט	דודו זקן	

## תוכן עניינים

4	פרק 1- שינויים מרכזיים מדו"ח הביניים
4	מבוא
6	המלצות הוועדה בנושא התנאים להקצאת נכסים ציבוריים
6	השינויים המרכזיים בהמלצות הוועדה מדו"ח ביניים
6	המלצות הוועדה בנושא החזקות ריאליות ופיננסיות
7	השינויים המרכזיים בהמלצות הוועדה מדו"ח ביניים
9	המלצות הוועדה בנושא שליטה באמצעות מבנה החזקות פירמידאלי
11	השינויים המרכזיים בהמלצות הוועדה מדו"ח ביניים
13	סיכום
15	פרק 2- המלצות סופיות
15	2.1 המלצות הוועדה בנושא בחינת התנאים להקצאת נכסים ציבוריים
16	2.2 המלצות הוועדה בנושא בחינת אחזקות ריאליות ופיננסיות
19	2.3 המלצות הוועדה בנושא בחינת שליטה באמצעות מבנה אחזקות פירמידאלי
19	2.3.4 המלצות לגבי חברות חדשות במבנה פירמידאלי
19	2.3.5 המלצות לכללים שיחולו על חברות בשכבה השלישית ומעלה במבנים פירמידאליים קיימים בעלי שלוש שכבות ומעלה
20	2.3.8 המלצה לגבי הממשל התאגידי בחברת פער
20	2.3.9 ההמלצות ממשל תאגידי שיחולו על כל החברות הציבוריות
	פרק 3- חוות דעת מומחה
	3.1 חוות דעת בנושא שליטת תאגידיים ריאליים בתאגידיים פיננסיים
	3.2 חוות דעת בנושא מבנים פירמידאליים
	3.3 חוות דעת בנושא ריכוזיות אשראי וסיכונים סיסטמיים
	נספח 1- דעות מיעוט
	דעת מיעוט לגבי הכללת חברות אג"ח בספירת שכבות במבנים פירמידליים- ראש המועצה הלאומית לכלכלה, פרופ' יוגין קנדל והממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון, פרופ' עודד שריג
	דעת מיעוט יו"ר רשות ניירות ערך פרופ' שמואל האוזר והכלכלנית הראשית, רשות ניירות ערך ד"ר גיתית גור גרשגורן
	דעת מיעוט הממונה על התקציבים, גל הרשקוביץ

### מבוא

המשבר העולמי, שטרם ברור אם הוא מתקרב לסופו או עדיין נמצא בעיצומו, נחשב למשבר החמור ביותר מאז שנות השלושים של המאה הקודמת. משבר זה, שהחל כמשבר פיננסי בארה"ב, גלש למדינות נוספות והפך במהרה למשבר פיננסי וכלכלי עולמי. המשבר לא פסח גם על המשק הישראלי, שטרם המשבר נהנה מתקופת צמיחה וגאות מרשימים: ירידה באבטלה לכדי אבטלה חיכוכית, פעילות גבוהה של הסקטור העסקי, ירידה משמעותית ביחס חוב תוצר, עליה בדירוג אשראי, שגשוג בשווקים הפיננסיים ועוד. אותן שנים של גאות התאפיינו בתמורות משמעותיות בשוק ההון הישראלי ובמרכזן התפתחות שוק האשראי החוץ בנקאי. תמורות אלה שיכללו את שוק ההון הישראלי, שינו את אופן מימון הפעילות העסקית במשק והשפיעו בצורה ניכרת על מבנה תיק הנכסים של הציבור. כאמור, בתקופה זו פעילות הסקטור העסקי גאתה, בין היתר בזכות הטמעה מוצלחת של פעילויות עסקיות רבות שעברו מידיים ממשלתיות לידיים פרטיות במהלך שני העשורים האחרונים. ההתפתחות המהירה של המשק, בהובלתו של הסקטור העסקי, תוך העברת נכסים מידיים ציבוריות לידיים פרטיות ובהתבסס על מקורות מימון חדשים הצריכה התאמה מהירה וסנכרון של מערכי הרגולציה הממשלתיים במטרה להבטיח שוק תחרותי ויעיל, הגנה על ציבור המשקיעים ואת איתנות ויציבות המתווכים הפיננסיים. השינויים המבניים המהירים במשק יצרו פערים מסוימים בין המציאות שנוצרה בסקטור העסקי בישראל ובין ההסדרה והפיקוח הממשלתיים. על רקע אתגרים אלה ובמטרה להתמודד איתם הוקמה לפני כשנה וחצי, ע"י ראש הממשלה, שר האוצר ונגיד בנק ישראל, הוועדה להגברת התחרותיות במשק.

המלצותיה הסופיות של הוועדה מובאות במסמך שלהלן. נראה, כי עיתוי סיום עבודת הוועדה איננו אופטימאלי. האינדיקטורים הכלכליים מצביעים על האטה מסוימת בפעילות הריאלית של המשק, כאשר מצבן של שותפות הסחר של מדינת ישראל התדרדר בצורה ניכרת. עם זאת, חברי הוועדה סבורים כי המלצות הוועדה, בהינתן תקופת ההתאמה שקבעה הוועדה ליישומן, אינן צפויות לפגוע בפעילות הריאלית של המשק בטווח הקצר ולעומת זאת הן צפויות לקדם את התחרותיות במשק, לשפר את יעילות הקצאת המקורות, לתרום תרומה חיובית ליציבותה של המערכת הפיננסית ולתמוך בצמיחה של המשק ורווחת הציבור בטווח הבינוני והארוך.

גיבוש המלצות הוועדה נעשה לאור הבנה של מורכבות הנושאים שהיו על סדר יומה של הוועדה, הפנמה של השלכות רוחב שעשויות להיות להמלצות אלה והכרה בכך שלהימנעות מהתמודדות עם הסיכונים והחששות שעלו בדיוני הוועדה עלול להיות מחיר כבד ברמת המשק. מטבע הדברים, היקף ומורכבות הנושאים שעל הפרק הובילו למספר גישות שונות בנוגע לאופן הטיפול הרצוי בבעיות שבהן דנה הוועדה. המלצות הוועדה הסופיות, שיובאו להלן, התקבלו כולן ברוב קולות. לגבי חלק מהסעיפים עם זאת קיימות דעות מיעוט של חברי וועדה שונים המצורפות בנספח 1 לדו"ח זה.

לאחר פרסום המלצות הביניים, הוועדה קיימה שימועים וקיבלה התייחסויות להמלצותיה ממגוון גורמים ובכלל כך מנציגי הגופים שעלולים להיות מושפעים מהמלצות הוועדה, מנציגי חברות ציבוריות, מגופים המנהלים את כספי הציבור, מנציגי ציבור, ממנהלים בכירים במשק, מאנשי אקדמיה וממומחים שונים<sup>1</sup>. במהלך השימועים, ביקשה הוועדה לקבל חוות דעת ולשמוע עמדות לגבי המשמעויות המעשיות שנגזרות מיישום המלצותיה הן ברמת החברה הבודדת והן לגבי השפעת ההמלצות ברמה המשקית, על שוק ההון ועל הסקטור העסקי. במהלך השימועים נחשפו חברי הוועדה למגוון רחב של עמדות ודעות שהובילו לדיון ובחינה מחדשים של המלצות הביניים.

ראוי לציין כי שלב השימועים חיזק, אצל רוב חברי הוועדה, את התחושה כי הבעיות והסיכונים הפוטנציאליים שאובחנו במסגרת דו"ח הביניים של הוועדה הינם נכונים ומדויקים ובמקרים מסוימים עוצמת החששות אף התגברה. עם זאת, חברי הוועדה השתכנעו כי חלק מן ההמלצות שהוצעו במסגרת דו"ח הביניים מורכבות ליישום וכי קיימות להן חלופות אחרות שתועלתן גדולה יותר. לפיכך ולאחר דיונים רבים, החליטה הוועדה לערוך שינויים מסויימים בטיוטת המלצותיה.

במסגרת המלצותיה הסופיות ביקשה הוועדה לעשות הבחנה בין המבנה הרצוי של המשק בטווח הארוך ובין התייחסות לגופים עסקיים קיימים שפועלים במסגרת הרגולטורית הנוכחית. בהתאם לכך הוחלט לקבוע הוראות מעבר בהן התייחסות שונה לגופים העסקיים שפועלים כיום לעומת ההוראות שיחולו על חברות חדשות ומבני בעלות עתידיים. זאת כדי למנוע זעזועים במשק ועל מנת להבטיח מעבר יעיל, הן מההיבט העסקי והן מההיבט הרגולטורי, למסגרת הרגולטורית העקרונית עליה המליצה הוועדה.

המלצות הוועדה מתבססות על הקביעה כי מבנה המשק בישראל, מההיבט העל ענפי, הינו ריכוזי כאשר מספר מצומצם של אנשי עסקים שולט בשיעור ניכר של נכסים ריאליים ופיננסיים במשק באמצעות קבוצות עסקיות. מספרן הנמוך של הקבוצות העסקיות אף בולט מבחינה בינלאומית השוואתית. פוטנציאל הגודל, המורכבות ורמת המינוף של קבוצות עסקיות במסגרת הרגולציה ומבנה המשק הקיימים עורר בקרב חברי הוועדה חששות לסיכונים הן ברמת המשק, הן בהיבט של איתנות המערכת הפיננסית והן ברמת ההגנה על החוסך הבודד. ההמלצות הסופיות של הוועדה נועדו להתמודד עם הסיכונים הפוטנציאליים האלה.

**חברי הוועדה מבקשים להדגיש כי המלצות הוועדה נועדו בראש ובראשונה להסיר חסמים במטרה לקדם יזמות עסקית תחרותית, יוצרת ומובילה במשק הישראלי. זאת ועוד, חברי הוועדה מבקשים להדגיש כי התרשמו במיוחד מדבריהם של משקיעים זרים שבחרו להשקיע את הונם בפעילות עסקית במשק הישראלי ושביקשו להופיע בפני הוועדה. חברי הוועדה רואים ערך רב מאוד בתרומתם של משקיעים זרים לכלכלתה של מדינת ישראל ומקווים כי המלצות הוועדה יעודדו את המשך ואף הגברת פעילותם של משקיעים אלה במשק הישראלי.**

<sup>1</sup> כל ניירות העמדה שהוצגו לוועדה זמינים באתר משרד האוצר באינטרנט בכתובת: <http://mof.gov.il/Pages/CompetitivenessCommittee.aspx>

להלן השינויים המרכזיים בהמלצות הוועדה לפי תחומי העיסוק שלה :

### **המלצות הוועדה בנושא התנאים להקצאת נכסים ציבוריים**

המלצות הוועדה בנוגע להקצאת זכויות ונכסי מדינה נועדו להבטיח שיינתן משקל ראוי לשיקולי תחרותיות ומניעת ריכוזיות טרם ביצוע ההקצאה. בדומה למכלול המלצות הוועדה, המלצות אלה נוסחו תוך התחשבות ברמת הוודאות הנדרשת ליזמים ותוך תמיכה בהליכי הקצאה יעילים ומהירים, ככול הניתן. במסגרת השימועים הועלו בפני חברי הוועדה חששות כי המלצות הוועדה, במתכונת שהוצגה בדו"ח הביניים, יובילו לחוסר וודאות בקרב הגופים הניגשים להתמודד על נכסים או זכויות שהמדינה מקצה. בנוסף הועלו חששות כי המלצות הוועדה יגרמו להתארכות התהליכים הברוקרטים במסגרת הקצאת נכסים וזכויות ציבוריים. חברי הוועדה בחנו את הטענות שהועלו בפניהם והחליטו לערוך מספר שינויים בהמלצות הוועדה כך שיובטח ששיקולי תחרותיות ומניעת ריכוזיות ילקחו בחשבון טרם ביצוע ההקצאה תוך מינימום פגיעה בוודאות ויעילות התהליך.

### **השינויים המרכזיים בהמלצות הוועדה מדו"ח ביניים**

1. הגדרה ברורה יותר של הקריטריונים של הגופים שהקצאת משאבי הציבור עבורם עלולה להגביר את הריכוזיות ולכן דורשת בחינה מיוחדת. הגדרת גופים אלה נשענת על הקריטריונים להגדרת "תאגיד ריאלי משמעותי".
2. הבטחת תהליך היועצות עם הוועדה המייעצת ועם הממונה על הגבלים עסקיים במסגרת לוחות זמנים מוגדרים מראש בכדי למנוע ככול הניתן התמשכות ההליכים.

### **המלצות הוועדה בנושא החזקות ריאליות ופיננסיות**

מתווה המלצות הוועדה בנושא בחינת החזקות ריאליות ופיננסיות עליו הומלץ במסגרת דו"ח הביניים של הוועדה והמתודולוגיה שהוצעה לשינוי מבני, בהתבסס על קריטריונים כמותיים שמעידים על פוטנציאל להיווצרות ניגודי עניינים, נותרו מקובלים על כלל חברי הוועדה.

בעקבות קיום השימועים וקבלת המלצות מהיועץ המקצועי החיצוני לוועדה, חלק מחברי הוועדה אף השתכנעו כי הספים שהוצעו אינם מייצגים נאמנה קריטריונים לפעילות ריאלית משמעותית או פיננסית משמעותית ועל כן יש צורך בהגדרה מחדש כך שגופים ריאליים ופיננסיים בעלי השפעה משמעותית על הפעילות במשק יכללו במסגרת המלצות הוועדה.

כמו כן, קיבלה הוועדה מגוון המלצות שונות באשר לקריטריונים שיכולים לשמש כאומדנים מדויקים יותר להשפעה משמעותית במשק ולפוטנציאל לניגודי עניינים בין פעילות ריאלית ופיננסית. לגבי תאגידים ריאליים

או השולטים בהם הוצעו, בין השאר, קריטריונים כגון היקף האשראי המקומי, הערך המוסף של התאגיד ונתח הפעילות מהשוק הרלבנטי. בהקשר של קריטריונים לגופים הפיננסיים נבחנה אפשרות להבחין בין תאגידים בנקאיים ובין גופים שמנהלים נכסים.

כאמור, חברי הוועדה הגיעו למסקנה כי מתווה ההמלצות שהוצע בדו"ח הביניים של הוועדה תואם את המטרות לשמן הוקמה הוועדה. בפני הוועדה הובעו דעות התומכות בהפרדה גורפת על החזקה של גופים ריאליים ופיננסיים על ידי אותו בעל שליטה ואולם, **לדעת רוב חברי הוועדה אין מקום לאיסור גורף על החזקה מקבילה של פעילות ריאלית ופיננסית כאמור או להכבדה רגולטורית משמעותית על כלל התאגידים הפיננסיים. אלא, יש מקום למקד את הטיפול באותם גופים משמעותיים, המוגדרים על פי קריטריונים כפי שיפורטו, בהם החששות שהועלו בדו"ח הביניים עלולים להשפיע באופן משמעותי יותר על התחרות במשק.** עם זאת, חברי הוועדה החליטו לבצע שינויים מסוימים בקריטריונים המגדירים תאגיד ריאלי משמעותי וכן להפחית במידה מסוימת את הספים שנקבעו, כך שהקריטריונים והספים שנקבעו יתנו מענה טוב יותר לחששות ולסיכונים הפוטנציאליים שהוצגו ע"י חברי הוועדה כמפורט להלן.

## השינויים המרכזיים בהמלצות הוועדה מדו"ח ביניים

### 1. שינוי קריטריונים להגדרת תאגיד ריאלי משמעותי

ניגודי העניינים הפוטנציאליים שנובעים מהחזקה משותפת של נכסים ריאליים ופיננסיים ע"י אותו בעל שליטה נוגעים להעברת מידע בין הגוף הפיננסי והתאגיד הריאלי, מניעת אשראי מהמתחרים של התאגיד הריאלי, מימון צולב בין שני בעלי שליטה של פעילות ריאלית ופיננסית ועלולים אף לפגוע ביכולתם של הגופים הפיננסיים למלא כראוי את תפקידם כנציגי ציבור המשקיעים. פוטנציאל הפגיעה במשק כתוצאה מהתממשות של אותם ניגודי עניינים נגזר מהיקף הפעילות הריאלית של אותם תאגידים וכן מהיקף האשראי שהם צורכים במשק. חברי הוועדה סברו כי מכירות מקומיות של התאגידים הריאליים הינו אומדן ראוי לפוטנציאל ניגודי עניינים בין הפעילות הריאלית והפיננסית. לעומת זאת, חברי הוועדה מצאו לנכון לבטל את קריטריון המאזן, שעליו הומלץ בטיוטת הדו"ח כאומדן להיקף האשראי של התאגיד הריאלי ולקבוע את האשראי המקומי של התאגיד הריאלי כקריטריון במקומו, וזאת מתוך הנחה כי קריטריון זה יצביע באופן מדויק יותר על פוטנציאל לניגודי עניינים בין לווה למלווה שנמצאים תחת אותו בעל שליטה.

### 2. הפחתת ספים להגדרת תאגיד ריאלי משמעותי

חברי הוועדה השתכנעו כי הספים שנקבעו במסגרת טיוטת הדו"ח אינם עונים בצורה מספקת על החששות והסיכונים עליהם הצביעה הוועדה. לכן, ביקשו חברי הוועדה להגדיר ספים נמוכים יותר להגדרה של תאגיד ריאלי משמעותי ולקבוע כי הסף להיותו של תאגיד ריאלי משמעותי יהיה מכירות בישראל בהיקף שעולה על 6 מיליארדי ש"ח (לעומת סף של 8 מיליארדי ש"ח כפי שנקבע בדו"ח הביניים) או נטילת אשראי מקומי בהיקף שעולה על 6 מיליארדי ש"ח (לעומת סף של מאזן בסך 20 מיליארדי ש"ח כפי שנקבע בדו"ח הביניים). לדעת חברי הוועדה הגדרה זאת מהווה אומדן טוב יותר לפוטנציאל לניגודי עניינים משמעותי.

המטרה המרכזית שראו לנגד עיניהם חברי הוועדה היא הגברת התחרותיות במשק ולכן במטרה לקדם תחרותיות במשק באמצעות עידוד צמיחה של גופים ריאליים, ביקשו חברי הוועדה לא להחיל את האיסור הנגזר מהספים המצוינים לעיל על תאגידים ריאליים שיהפכו למשמעותיים לאחר קבלת היתר שליטה או החזקה בגוף פיננסי משמעותי, עד אשר יגיעו להיקף מכירות או אשראי מקומיים הגבוהים מ-7.5 מיליארד ש"ח ובתנאי שהגידול בהיקף המכירות ובהיקף האשראי אינם נובעים מרכישה של גופים ריאליים חדשים.

זאת ועוד, במטרה לבצע הבחנה בין מבנה המשק הרצוי בטווח הארוך לבין השלכת ההמלצות על הגופים הקיימים, ביקשה הוועדה לקבוע כי גם לגבי תאגידים ריאליים שנשלטים ע"י מי ששולט בגוף פיננסי משמעותי כיום, תידרש הפרדה בין הפעילויות הריאליות והפיננסיות רק כאשר היקף המכירות של התאגיד הריאלי בישראל יעלה על 7.5 מיליארד ש"ח או שנטילת האשראי המקומי תעלה על 7.5 מיליארד ש"ח.

### **3. הפחתת הסף להגדרת תאגיד פיננסי משמעותי**

בדומה לספים שמגדירים תאגיד ריאלי משמעותי, השתכנעו חברי הוועדה כי יש להפחית את הסף שמגדיר תאגיד פיננסי משמעותי ולקבוע כי הסף יהיה נכסים העולים על 40 מיליארד ש"ח. על אף שהשינוי הנ"ל אינו צפוי להשפיע על מבני הבעלות הקיימים, סברה הוועדה כי קביעת רף של 50 מיליארד ש"ח הוא גבוה מדי, וכי יש מקום להקטין את הרף להגדרתו של תאגיד פיננסי משמעותי ל-40 מיליארד ש"ח. לדעת חברי הוועדה רף זה משקף בצורה טובה יותר תאגיד שהוא משמעותי בהיקפו ומשפיע על פעילות בשוק ההון. יצוין כי הוועדה שמעה טיעונים בעד הגדרת ספים שונים לתאגיד בנקאי לעומת גופים פיננסיים המנהלים כספי אחרים, אך למרות ההבדלים בין סוגי הגופים החליטה הוועדה מטעמי אחידות ופשטות להשתמש באותו קריטריון.

### **4. הפחתת תקופת מעבר לגבי איסור כהונה מקבילה של דירקטורים בתאגידים ריאליים ופיננסיים משמעותיים**

כאמור, אחד החששות המרכזיים שנובעים מהחזקה מקבילה של פעילות ריאלית ופיננסית הוא פוטנציאל להעברת מידע וקבלת החלטות מוטה של החברות. לכן, בעקבות שלב השימועים, החליטו חברי הוועדה כי פרק הזמן של 4 שנים שנקבע במסגרת דו"ח הביניים שבמהלכו יתאפשר המשך כהונה של דירקטורים בתאגידים ריאליים ופיננסיים במקביל הינו ארוך מדי ולא מאוזן ביחס לחששות ולפגיעה הפוטנציאלית במשק.

לכן, חברי הוועדה ממליצים לקבוע כי תקופת המעבר שבמהלכה תותר כהונה של דירקטורים בתאגיד ריאלי משמעותי ובתאגיד פיננסי משמעותי תקוצר לשנתיים. לדעת חברי הוועדה פרק זמן זה יאפשר החלפה הדרגתית של חברי הדירקטוריון שלא יעמדו בקריטריונים וזאת מבלי לפגוע בפעילות השוטפת של התאגידים הריאליים והפיננסיים.

עם זאת, חברי הוועדה מבקשים להותיר את תקופת המעבר על 4 שנים לגבי דירקטורים המכהנים בתאגידים ריאליים ופיננסיים משמעותיים שבבעלות אותו שולט, שלגביהם המליצה הוועדה על הפרדה מוחלטת. זאת מכיוון שהחלפת דירקטוריונים בגופים אלו עשויה להתרחש ממילא עם החלפת השליטה בהם ולכן חשוב שלוחות הזמנים לשני שינויים אלו יהיו מקבילים. החרגה זאת, לדעת



הוועדה, מייצרת איזון ראוי בין הצורך להקטין את ניגודי העניינים בגופים אלו ובין הרצון לשמור על יציבותם ותפקודם התקין של אותם גופים.

למיטב ידיעתה של הוועדה, שינוי הקריטריונים והספים אינו צפוי להשפיע על מספר וזהות הגופים שזוהו כגופים פיננסיים משמעותיים שנשלטים על ידי מי ששולט בתאגיד ריאלי משמעותי. לעומת זאת, השינויים המתוארים לעיל מגבילים מאוד את מספר התאגידיים הריאליים שיכולים להיות בעלים של תאגיד פיננסי משמעותי וכפועל יוצא מכך צפויים להפחית באופן משמעותי את הפוטנציאל להיווצרות ניגודי עניינים במסגרת פעילות הסקטור העסקי בישראל ובכך לקדם את התחרותיות במשק ולהבטיח את איתנות התאגידיים הפיננסיים.

### המלצות הוועדה בנושא שליטה באמצעות מבנה החזקות פירמידאלי

כפי שתואר בהרחבה במסגרת דו"ח הביניים של הוועדה, המשק הישראלי מתאפיין במבנה בעלות ריכוזי, כאשר לרוב החברות הנסחרות בבורסה בת"א ישנו בעל מניות עיקרי שמסוגל לכוון את פעילות התאגיד. מאפיין נוסף של מבנה המשק הישראלי הוא חלקן הלא מבוטל של חברות ציבוריות הנשלטות על ידי מספר מצומצם של קבוצות עסקיות, אשר חלקן הגדול מאופיינות במבני שליטה פירמידאליים.

מהנתונים ששימשו את הוועדה עולה כי רבע מכלל החברות הרשומות למסחר בישראל משתייכות לכ-25 קבוצות עסקיות גדולות וכי משקלן בנתח השוק (ללא חברת "טבע") נאמד בכ-69%. בנוסף נמצא כי קבוצות אלו מאופיינות בפיזור ענפי רחב, במפגשים בין שווקים רבים, במערכת ענפה של קשרים בין-קבוצתיים המשתקפת בקשרי בעלות וברשת דירקטורים משותפת וכן ברמת מינוף גבוהה. רוב הקבוצות העסקיות נמנות עם הלוויים הגדולים של מערכת הבנקאות ומשקלן של 10 הקבוצות הגדולות באשראי העסקי החוץ בנקאי הוא כ-50% מסך ההנפקות. יתרה מזאת, מחקרים בינלאומיים מראים כי עומק הפירמידות בישראל הוא מהגבוהים בעולם. השילוב של פירמידות עמוקות ורמות חוב גבוהות מייצרים בישראל מציאות בה מעטים שולטים במבנים גדולים, מורכבים וממונפים בעיקר באמצעות כספים של אחרים.

ניתוח מקיף שהוצע בדו"ח הביניים הדגיש כי לקבוצה עסקית יש יתרונות: כך, לדוגמא, בשווקים בעלי מוסדות כלכליים בלתי מפותחים עשויות קבוצות עסקיות למלא פונקציה של מתווכים (לאו דווקא פיננסיים) אשר מצמצמים עלויות ביצוע עסקה ואסימטריה במידע בין החברות המסונפות אליהן, לפעול לפיזור סיכונים וכן להגדיל את היקף המקורות העומדים לרשות אותן החברות דרך שווקים פנים קבוצתיים. יחד עם זאת צוין כי המבנה המורכב של קבוצות עסקיות, הכולל לרוב צורה פירמידאלית של החזקות, מאפשר השגת שליטה בפועל על מרבית החברות בהשקעה קטנה יחסית. במילים אחרות, מבנה זה מאפשר יצירת פער משמעותי בין הבעלות לשליטה שהוא ליבה של "בעיית הסוכן" (principal-agent problem) - בעיה זו כידוע מגבירה את הפוטנציאל לפגיעה ביעילותם של השווקים ומכאן גם באינטרס הציבורי. בנוסף, המבנים הפירמידאליים

מאפשרים יצירה של שדולה עסקית ואף פוליטית המביאה ל"התבצרותם" (entrenchment) הכלכלית של קבוצות עסקיות ובעליהן. המפגש של "בעיית הסוכן" הקלאסית והתבצרותם של בעלי השליטה מגביר את ההסתברות לניצול המקורות של החברות הנמצאות ברמות הנמוכות בפירמידה, מעבר לשיעור הבעלות בהן ואף תוך פגיעה באינטרסים של שאר בעלי המניות. בנוסף, המבנה הפירמידאלי מעודד נטילת סיכונים מופרזת של בעלי הקבוצות (כתוצאה מקיומו של "הסיכון המוסרי") ובשילוב עם הגודל והמורכבות של מבנים אלו עשוי להוביל לפגיעה ביציבות המשק כולו.

היכולת לשלוט במבנים מורכבים של חברות באמצעות השקעה מועטה יחסית בהון, מעוררת חששות משמעותיים לפגיעה במשקיעים, פגיעה בתחרותיות ובפגיעה ביציבות המשקית. הוועדה סבורה כי חששות אלה מחייבים מעורבות רגולטורית היכולה להתבצע בצורה של כפיית שינויים מבניים על צורת ההתאגדות של אותן קבוצות עסקיות או באמצעות שימוש בכלי ממשל תאגידי המקבלים את המבנים הפירמידאליים כמות שהם ומטרתם להפחית את הפוטנציאל לפגיעה במשקיעים במבנים אלה. בנוסף לכלים אלה, ולאור הנסיבות המיוחדות של המשק הישראלי, הוועדה מצאה לנכון לכל אורך עבודתה לחתור גם, בעזרתו של היועץ החיצוני לוועדה, לגיבוש כללים המיועדים להשפיע על מבנה המשק.

במסגרת המלצות דו"ח הביניים הוועדה בחרה שלא להטיל הגבלות ישירות על המבנים המותרים בשימוש במשק אלא להסתמך על שורה של מהלכים משמעותיים ומשלימים מתחום הממשל התאגידי שנועדו לטפל באותם מצבים, בהם מתקיים פער (Wedge) בין החזקות בהון לשליטה בפועל ושזוהו כבעלי פוטנציאל משמעותי להיווצרות ניגודי עניינים. בין היתר, המליצה הוועדה על כללים שהיו צפויים להשפיע על המבנים הפירמידאליים במשק באמצעות מתן "זכות יציאה" במקרים מסוימים לבעלי מניות מיעוט בחברות פירמידה, הגבלת היכולת של בעלי שליטה להרחיב פירמידות באופן לא יעיל והגבלת השימוש בזכויות הצבעה שאינן משקפות החזקה בהון. אחד הכלים המרכזיים עליהם הסתמכו המלצות הוועדה בדו"ח הביניים הוא היכולת של הגופים המוסדיים להוות שחקן מרכזי בניסיון להתגבר על הפוטנציאל להיווצרות ניגודי עניינים.

במסגרת הליך השימועים, העלו נציגי המגזר העסקי בישראל, נציגי הגופים המוסדיים והקהילה האקדמית חששות לגבי עלויות היישום של הכלים שנכללו בהמלצות הביניים. לאור תגובות אלה, החליטה הוועדה, בתמיכת יועצה החיצוני, על יישום שינויים מבניים באמצעות הגבלת מספר השכבות הפירמידאליות. כלי זה מייצג בצורה טובה את הפער הפוטנציאלי (במקרים רבים עלייה במספר השכבות מייצגת גם עלייה בפער), הוא חד משמעי ופשוט יחסית ליישום, אינו משפיע על הניהול השוטף בחברות ואינו נסמך על היכולת והרצון של שחקנים מוסדיים למעורבות בפקוח על החברות. הגבלה זו מטפלת הן בבעיות המיקרו (פגיעה במשקיעים) מכיוון שהיא תוחמת את פוטנציאל ניגוד העניינים בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט והן בבעיות המאקרו (פגיעה בתחרותיות וביציבות) בכך שהיא מקטינה את הסיכון ליציבות המשק מקיומם של מבנים רבים שהם גדולים וממונפים ואשר בינם לבין עצמם מתקיימים קשרי גומלין סבוכים ומורכבים.

לפיכך, לאחר שבחנה את מגוון האלטרנטיבות והכלים שהונחו בפניה וקיימה מספר רב של דיונים, ממליצה הוועדה על מספר שינויים עיקריים באופן הטיפול בפוטנציאל הבעיות הנובע ממבנה המשק:

## 1. הבחנה בין המצב הרצוי בעתיד ובין המבנים הקיימים כיום

לאור האמור לעיל המליצה הוועדה להגביל בעתיד את הקבוצות העסקיות בישראל למבנים של שתי שכבות ציבוריות או חברות אגרות חוב, לכל היותר.

חברי הוועדה סברו כי יש להבחין בין מבנה המשק הרצוי בטווח הארוך לבין הכללים שיחולו על הגופים הקיימים. מאחר ומבנה המשק הנוכחי כולל עשרות רבות של חברות המאוגדות במבנה פירמידאלי הגיעה הוועדה למסקנה שהעלות למשק של שינוי גורף ומיידי תהיה גדולה מהתועלת. לכן המליצה הוועדה לאפשר המשך שליטה של עד שלוש שכבות למבנים קיימים תחת מגבלות רגולטוריות שיתנו מענה סביר לפוטנציאל ניגוד העניינים הקיים במבנים אלה.

חברי הוועדה מבקשים לקבוע כי החל משנה לאחר קבלת ההמלצות מספר הדירקטורים החיצוניים בחברה ברמה שלישית לא יפחת מרוב מחברי הדירקטוריון פחות אחד. בנוסף, רוב הדירקטורים בחברות אלה יהיו דירקטורים בלתי תלויים.

זאת, בצירוף ההמלצה שהתקבלה בדו"ח הביניים לפיה בחירת הדירקטורים החיצוניים תהיה טעונה אישור האסיפה הכללית, כאשר במניין הקולות לא יובאו בחשבון קולות בעל שליטה או מי שיש לו עניין אישי במינוי המועמד.

לאור המצב הכלכלי במשק הישראלי ובמטרה לבצע מעבר הדרגתי ויעיל ככול הניתן הוועדה ממליצה כי תקופת המעבר לירידה משליטה בחברות הנמצאות בשכבות 4 ומעלה תעמוד על 4 שנים.

חברי הוועדה סברו כי קיימים מצבים בהם האינטרס הציבורי לקיום של חברות ציבוריות מצדיק לאפשר לגופים הרוצים למכור פעילות השייכת לחברה בשכבה השנייה לעשות זאת גם באמצעות הנפקתה לציבור, לכן הוועדה ממליצה לאפשר יצירת חברה ציבורית בשכבה שלישית באופן זמני. משך זמן החזקתה של החברה הציבורית בשליטה בשכבה השלישית לא יעלה על 3 שנים שהוא משך זמן סביר להיפרדות אופרטיבית מלאה ודילול השליטה בבורסה.

מאחר וקיים חשש לעקיפת חלק מהמלצות הוועדה על ידי שימוש מלאכותי בבורסות בחו"ל החליטו חברי הוועדה להגדיר קריטריונים מדויקים למצבים אלה בתוך 90 יום ממועד פרסום המלצות הוועדה.

## 2. עדכון וצמצום ההגדרה של חברת פער

מאחר והוועדה מצאה לנכון לנקוט בצעדים מבניים שונים מאלה שהומלצו בטיטות ההמלצות, הוחלט על מיקוד קבוצת ההתייחסות רק לחברות בהן קיים פוטנציאל משמעותי לפגיעה במשקיעים. כמפורט בדו"ח הביניים, המבנה הפירמידאלי מאפשר יצירת חברות בהן קיים בעל שליטה סופי אשר מצד אחד אחזקותיו ההוניות בחברה נמוכות ומנגד אינו חשוף להשתלטות. לכן קיים החשש כי האינטרס של בעל השליטה יסטה משמעותית מהאינטרס של בעלי מניות המיעוט. הוועדה ביקשה להכליל בקטגוריה זאת חברות בהן האינטרס ההוני של בעל השליטה הסופי הוא ברמה כזאת שבה, לו היה מחזיק בחברה במישרין, מנגנוני שוק היו מאפשרים השתלטות על החברה במקרה של ניהול בלתי יעיל שלה. יחד עם זאת, הרף נקבע בשים לב למבנים הקיימים בשוק ההון כך שהרף לא יכלול את מרבית החברות בשוק ההון הישראלי.

לכן הגדרת חברת פער שונתה וצומצמה להגדרה חדשה ולפיה חברת פער היא חברה שיש בה בעל שליטה המחזיק בפחות מ- 33% בזכויות ההוןיות, דרך חברה ציבורית או חברת אג"ח אחרת (בשרשור).

בחברות אלה מומלץ על אימוץ ממשל תאגידי מוגבר לעומת שאר החברות הציבוריות במשק, ועל כן מוצע לקבוע כי החל משנה לאחר אישור המלצות הוועדה שליש לפחות מהדירקטורים בחברות פער יהיו דירקטורים חיצוניים, כאשר הליך מינויים יהיה זהה להליך בחירות דירקטורים בחברות בשכבה שלישית כאמור לעיל.

### 3. מתן תמריצים שיעודדו מעבר של קבוצות עסקיות קיימות למבנה החדש

הוועדה ערה לכך שלהמלצותיה עלולה להיות השפעה כלכלית לא מבוטלת על קבוצות עסקיות קיימות ובעלי המניות שלהן. השינויים המבניים אותם מבקשת הוועדה להחיל נועדו לקדם את התחרותיות במשק הישראלי באמצעות הפחתת סיכונים פוטנציאליים. יחד עם זאת, הוועדה מאמינה כי על מנת לסייע לחברות לעבור למבנה הרצוי ובמטרה להפחית ככול הניתן את העלויות העודפות שעוללות להיגרם לקבוצות העסקיות, ראוי כי הממשלה תעודד קבוצות אלו לשנות את מבנה התאגדותן באמצעות מכירת חברות וזאת באמצעות תמריצים מיסויים. הוועדה ממליצה למשרד האוצר להגיש בתוך 90 יום מאישור הדו"ח בממשלה סט צעדים אופרטיביים בתחום זה.

### 4. המלצות לטיפול בסיכון הסיסטמי

לדעת חברי הוועדה, המצב שבו מספר שחקנים, המאופיינים בפיזור ענפי רחב ובמינוף גבוה, אשר חלקם אף שולטים במוסדות פיננסיים מהווים נתח ניכר מהפעילות העסקית, אינו מיטיב עם ביצועיו של המשק ואף חושף אותו לזעזועים שונים. מבנים מורכבים של שליטה מעצימים את ניגודי העניינים הקיימים בין בעלי השליטה לבין הציבור הרחב משום שהם הופכים את השגת הכוח הכלכלי, אפשרויות המינוף ונטילת סיכונים עודפים לנוחים וזולים יותר. בנוסף, מורכבות הקשרים המתקיימים במבנים אלה ובינם לבין שאר השחקנים במשק מקשה על הערכת הסיכונים, הן ברמת הישות העסקית הבודדת והן ברמת המשק בכללותו.

להערכת חברי הוועדה מבנה החזקות המתאפיין בפעילותן של קבוצות עסקיות פירמידליות מקיים בו-זמנית את שני הקריטריונים העיקריים שעל פיהם מאובחן סיכון מערכתי: גודל כלכלי ומורכבות. פוטנציאל לסיכון מערכתי טמון הן במבנה הבעלות עצמו והן בקשרי הגומלין בין החברות בתוך הקבוצה, בין הקבוצות השונות ובינן לבין המוסדות הפיננסיים במשק. גורמים אלה הופכים את המבנים הפירמידליים למקור לסיכון מערכתי. זאת מפני שגודלם מגביר את עומק הפגיעה במשק בעת משבר ואילו מורכבותם מגבירה את רוחב הפגיעה, כלומר את פיזור על פני תחומים רבים של הפעילות במשק, לרבות התחום הפיננסי.

מקורה של חשיפת היתר של הפירמידות לזעזועים שליליים הוא בהקצאת מקורות שעלולה להיות לא יעילה - בשל העדפת פרויקטים הממקסמים את רווחיהם של בעלי השליטה ולא של כלל בעלי המניות ובשל הסיכון המוסרי. סיכון זה גובר ככל שהפער בין השליטה לבין הזכויות ההוןיות גדל. המאפיין העיקרי של המבנים הפירמידליים הוא פער זה המתעצם ככל שעולות מספר השכבות במבנה. הקושי

בהתמודדות עם זעזועים שליליים נגרם בגלל ניצול החברות המסונפות, הנמצאות בתחתית הפירמידה, באמצעות "שאיבת" מקורות (tunelling) מהן בתקופות הגאות, והעברתם לראש הפירמידה, כך שהן נותרות ללא מקורות פנויים, ואף ללא כריות ביטחון, בתקופות השפל. הואיל ונמצא כי מרבית החוב מרוכז בראש הפירמידה, עולה הסיכון לחדלת הפירעון של הקבוצה כולה. בדו"ח הביניים המליצה הוועדה לבחון את המגבלות המוטלות על הגופים המוסדיים במתן אשראי ללווה בודד ולקבוצות לווים. זאת מכיוון שחברי הוועדה השתכנעו כי רמות המינוף וכן ריכוזיות האשראי במשק הישראלי מייצרים פוטנציאל להגברת הפגיעות הפיננסית והסיכון הסיסטמי של המשק.

במהלך החודשים האחרונים ביצע אגף שוק ההון במשרד האוצר בדיקה של מגבלות ההשקעה המוטלות על הגופים המוסדיים והוחלט כי קיים צורך בעדכון מגבלות אלו. על כן ולאחר שקיימו דיונים בנושא, ביקשו חברי הוועדה לתמוך במהלך שמוביל אגף שוק ההון במשרד האוצר להחמרת המגבלות לנטילת אשראי שיחולו על מנפיק בודד וקבוצת לווים. חברי הוועדה סבורים כי המגבלות הקיימות על תאגידי בנקאיים ואלה שנקבעו זה עתה על הגופים המוסדיים למתן אשראי ללווים גדולים אמורים להבטיח התמודדות נאותה עם סיכונים מערכתיים. עם זאת, חברי הוועדה ממליצים כי הרגולטורים שמפקחים על פעילות תאגידי פיננסיים יקיימו בחינות ומבחני לחץ עיתיים לבחינת יכולת ההתמודדות של המערכות שתחת פיקוחם עם סיכונים סיסטמיים שונים.

## סיכום

עבודת הוועדה התבססה על הקביעה כי המבנה הקיים של המשק הישראלי הוא בעל פוטנציאל לפגיעה בתחרותיות וכן כי אותו ריכוז של כוח כלכלי על ענפי ופיננסי בידי מעטים מגלם בתוכו פוטנציאל לפגיעות וחשיפה של המשק בכלל ושל ציבור הצרכנים והחוסכים בפרט לסיכונים וכשלים מערכתיים. חברי הוועדה סבורים כי יישום מכלול המלצות הוועדה כמקשה אחת יוביל להגברת התחרותיות והיעילות בפעילות המשקית, יבטיח את איתנות המערכת הפיננסית ויסייע בהגנה על הנכסים המנוהלים של הציבור ועל כספי המשקיעים בחברות ציבוריות.

בבואה להמליץ על לוחות זמנים ליישום המלצותיה נתנה הוועדה משקל לא מבוטל למצב הכלכלי העולמי ולחוסר הוודאות השורר כיום בשווקים. על כן, בחרה הוועדה בתוואי ליישום המלצותיה שלדעת חברה יאפשר זמן סביר להתארגנות מחדש של הגופים שיושפעו מהמלצותיה אך במקביל ימנע מהמצב הקיים, שנתפס על ידי הוועדה כבעל פוטנציאל מזיק למשק הישראלי, להימשך זמן רב מידי.

התמורות שיחולו בכלכלה העולמית לצד השינויים בכללי המשחק שהוועדה מבקשת ליישם במשק הישראלי עלולים להוביל לשינויים במשק שלא ניתן לצפות מראש. לפיכך, חברי הוועדה רואים לנכון להמשיך בשיתוף פעולה, תיאום ומעקב של הגופים השונים החברים בוועדה אחר יישום המלצותיה והשלכותיהן על מנת שניתן

יהיה לייצר תמונת מצב מקיפה של השפעת ההמלצות על המשק בכל נקודת זמן. הוועדה ממליצה כי בעלי התפקידים החברים בוועדה ימשיכו להיפגש בתדירות של לפחות אחת לרבעון על מנת להמשיך לעקוב אחר התפתחות התחרותיות במשק הישראלי וכן כדי לזהות חסמים ובעיות רלבנטיות שהתמודדות עימם חוצה תחומי אחריות ומשרדים.

לבסוף, מבקשת הוועדה להפנות את תשומת לב הממשלה לפניית שקיבלה בנושא בחינת הפרדת האחזקות בגופי תקשורת מגופים ריאליים ופיננסיים. בהמלצות הוועדה קיימת התייחסות מסוימת לכך בפרק העוסק בהקצאת נכסי הציבור. על פי ההמלצות יוטלו מגבלות על קבוצות ריאליות משמעותיות להרחיב את פעילותן לתחום התקשורת, אולם נושא זה לא עמד במוקד עבודת הוועדה.

בחינה מקיפה של סוגייה זו חורגת ממנדט הוועדה וכן אינה תואמת את תחומי ההתמחות של חבריה. לכן, קבעו חברי הוועדה כי עיסוק הוועדה בנושא זה יהיה בלתי ראוי. יחד עם זאת, חברי הוועדה מזהים כי ישנו עניין ציבורי רב סביב הנושא ולכן ממליצים לממשלה לבחון באם נושא זה דורש בחינה ציבורית מעמיקה. במידה והממשלה תחליט כי קיים צורך בבחינת הפרדת האחזקות בגופי תקשורת מגופים ריאליים ופיננסיים הוועדה סבורה כי ראוי שייבחרו מומחים רלבנטיים לתחום שיובילו את הבדיקה הציבורית. כמובן שכלל חברי הוועדה ישמחו לעמוד לרשות ועדה זו ולתרום לה כפי יכולתם במידה ויידרשו לכך.

בכתיבת דו"ח זה ולעבודת הוועדה תרמו אנשים רבים, מלבד חברי הוועדה, ותודתנו נתונה להם: יואב אורון, דנה נויפלד, מוריס דורפמן, קונסטנטין קוסנקו, יואל בריס, נטע דורפמן, סטס סוקולינסקי, ליאור תבורי, הילה בן חיים, יניב פרץ, מיכל שי, שירלי אבנר, שירן ברזילי, רוני טלמור, חיים זקס, אילן שטיינר, עידית פרויס, אייל אפשטיין, יעל מבורך, חן לב, בתיה הררי, לירן אבישר, אבנר לנגוט, לירון קצב, יוני פנינג, איציק שורקי מוטי ימין, ניר הלפרין, גלית בן-נאים ואריאל סווארי. אנו מבקשים להודות גם לחברי הוועדה בתחילת דרכה: אייל גבאי, פרופ' זוהר גושן, רונית קן, רוני חזקיהו וד"ר אודי ניסן שליוו את עבודת הוועדה ותרמו לגיבוש מסקנותיה.

## 2.1 המלצות הוועדה בנושא בחינת התנאים להקצאת נכסים ציבוריים

2.1.1. הגופים האחראים על הליכי הקצאת זכויות ונכסים של המדינה או מטעמה יחויבו לשקול

שיקולי תחרות במסגרת הליך ההקצאה. לשם כך תוטל על גופים אלה החובה להתייעץ עם הממונה על הגבלים עסקיים, מקום בו ערכו הכלכלי של הנכס או הזכות המוקצית עולה על 150 מיליוני ש"ח, או במקרים שבהם השווי הכלכלי של הנכס אינו מגלם בהכרח את חשיבותו הציבורית<sup>2</sup>;

2.1.2. הגופים האחראים על הליכי הקצאת זכויות ונכסים כאמור יחויבו גם לשקול שיקולי ריכוזיות כלל משקית בהקצאת זכויות בתשתיות חיוניות (כמוגדר במסמך זה). בכלל זה יישקלו חששות ליצירת גופים "גדולים מכדי להיכשל".

2.1.2.1. החובה לשקול שיקולים כאמור תחול במקרה של הקצאת זכות בתשתית חיונית, מקום בו לרוכש יש שליטה בתשתית חיונית ומתקיים אחד משני אלה: (א) הרוכש שולט ביותר מ-50% מתחום תשתיות חיוניות הרלוונטי להקצאה (ב) מחזור המכירות השנתי בישראל של קבוצת הרוכש מעל 6 מיליארד ₪.

2.1.2.2. שקילת שיקולי ריכוזיות יהיו כפופים לעיקרון של אי פגיעה משמעותית בצרכן.

2.1.3. לעניין שיקולים אלה, יחוייב הגוף המקצה בהתייעצות עם ועדה מייעצת, בראשות מנכ"ל משרד האוצר ובהשתתפות הממונה על הגבלים עסקיים, נציג היועץ המשפטי לממשלה וראש המועצה הלאומית לכלכלה במשרד ראש הממשלה.

2.1.4. הגורם המקצה יפנה לוועדה להתייעצות מוקדם ככל הניתן והכל בהתאם לנסיבות ההקצאה<sup>3</sup>.

2.1.5. אופן שקילת שיקולי התחרות וביזור השליטה בתשתיות חיוניות, ודרך ההתייעצות עם הגורמים הרלבנטיים, יוסדרו על ידי הוועדה המייעצת, בראשות מנכ"ל משרד האוצר, לפני מועד כניסת חובות השקילה וההתייעצות לתוקפן. להערכת חברי הוועדה, לא יהיה ניתן לקבוע פרוצדורה אחת מוגדרת אשר תוכל לתת מענה לכל סוגי הקצאת הזכויות במדינת ישראל, ולכן תידרשנה התאמות מסוימות בהתאם לאופי הזכות המוקצית ולסדרי עבודת הגוף המקצה.

2.1.6. ההמלצות יחולו גם על הקצאה מחדש לבעל זיכיון קיים, בשינויים המחויבים.

<sup>2</sup> על הגוף המקצה מוטלת האחריות לקבוע האם ההקצאה מחייבת התייעצות בממונה על הגבלים העסקיים, בין היתר בשאלת התקיימותה של חשיבות ציבורית שאינה משתקפת בשווי הכלכלי של ההקצאה. עם זאת, הממונה על הגבלים עסקיים רשאי לפנות לגורם המקצה ולהציע את חוות דעתו גם אם לא קיבל פנייה מהגוף המקצה אם הוא סבור כי מתקיימים התנאים לחובת היועצות בו.

<sup>3</sup> החששות והשיקולים שינחו את עבודת הוועדה המייעצת יהיו כמפורט בדו"ח הביניים של הוועדה.

2.1.7. במסגרת הליכי ההתייעצות עם הממונה על הגבלים עסקיים או הוועדה, לפי העניין, יינתן לגורם המייעץ פרק זמן של עד 30 ימים בהם יהיה רשאי להודיע על כוונתו לפתוח בבדיקה מעמיקה. לא הודיע הגורם המייעץ על כוונה לפתוח בבדיקה מעמיקה, יראו את הגורם המקצה כאילו מילא אחר חובת ההתייעצות והוא רשאי להמשיך בהקצאה לפי שיקול דעתו. הודיע הגורם המייעץ על כוונתו לפתוח בבדיקה מעמיקה, יינתן פרק זמן נוסף לקיום בדיקה שיהיה קצר ככל הניתן בהקשר להקצאה הספציפית, ולא יעלה על 90 יום.

2.1.8. לממונה על ההגבלים העסקיים יוענקו סמכויות לאסוף מידע, ובכלל זה כדי לסייע לוועדה המייעצת ולאפשר לו לייעץ לגופים המקצים. בנוסף יתוקן חוק ההגבלים כך שתיקבע בו חובת סודיות הולמת לעניין זה.

2.1.9. הגורם המקצה יקח חלק בהליך ההתייעצות ובגיבוש חוות הדעת של הגורם המייעץ, הוועדה או הממונה, לפי העניין. העמדה הסופית של הגורם המייעץ תועבר בכתב לגורם המקצה ותכלול מידע מעובד ולא נתונים גולמיים, על מנת שלא לפגוע בסודות מסחריים ובמידע עסקי רגיש.

## 2.2 המלצות הוועדה בנושא בחינת אחזקות ריאליות ופיננסיות

### 2.2.1. איסור שליטה או החזקה, מעבר לשיעור שיוגדר, בגוף פיננסי משמעותי ע"י תאגיד ריאלי משמעותי או ע"י השולט בתאגיד ריאלי משמעותי :

2.2.1.1. תאגיד ריאלי משמעותי או השולט בתאגיד ריאלי משמעותי לא ישלוט בגוף פיננסי משמעותי ולא יחזיק בו למעלה משיעור שייקבע על ידי הרגולטורים שיוסמכו לעניין זה. הרגולטורים יוסמכו לקבוע כללים לגבי שיעור החזקה כאמור, ובלבד ששיעור החזקה המרבי לא יעלה על 10 אחוזים מסוג כלשהו של אמצעי שליטה בגוף פיננסי משמעותי. על אף האמור, לעניין גוף פיננסי משמעותי בלא גרעין שליטה - לא יעלה שיעור החזקה המרבי על 5 אחוזים מסוג כלשהו של אמצעי שליטה. בקביעת כללי החזקה כאמור, יובאו בחשבון בין היתר מבנה הענף ומבנה השליטה בגוף הפיננסי.

2.2.1.2. החזיק תאגיד ריאלי משמעותי או השולט בתאגיד ריאלי משמעותי בהיתר שליטה או החזקה בגוף פיננסי משמעותי טרם מועד החלתו של החוק או הפך תאגיד ריאלי למשמעותי לאחר קבלת היתר שליטה או החזקה בגוף פיננסי משמעותי, לא יחול האיסור כאמור בסעיף 2.2.1.1 אס :

2.2.1.2.1. מחזור המכירות של התאגיד הריאלי בישראל אינו עולה על 7.5 מיליארד ש"ח והגידול במחזור המכירות של התאגיד הריאלי בישראל לא נבע מרכישה או מיזוג של תאגיד ריאלי אחר.

2.2.1.2.2. האשראי הקובע של התאגיד הריאלי אינו עולה על 7.5 מיליארד ש"ח. ובלבד שהגידול במחזור המכירות או באשראי הקובע לא נבע מרכישה או מיזוג של תאגיד ריאלי אחר לאחר מועד החלתו של החוק. עלה מחזור המכירות הקובע או האשראי הקובע של התאגיד הריאלי על הסכום כאמור, רשאים הרגולטורים, לפי העניין, לקבוע תנאים לבעל ההיתר לעמידה בתנאי סעיף 2.2.1.1.

2.2.1.3. הפך גוף פיננסי למשמעותי לאחר שתאגיד ריאלי משמעותי או השולט בתאגיד ריאלי משמעותי קיבל היתר שליטה או החזקה בו, לא יחול האיסור כאמור בסעיף 2.2.1.1 אס הגידול בכלל הנכסים של הגוף הפיננסי המשמעותי לא נבע מרכישה או מיזוג של גוף פיננסי אחר, ובלבד שכלל הנכסים כאמור אינו עולה על 60 מיליארד ש"ח. עלה סך



הנכסים של התאגיד הפיננסי על הסכום כאמור, רשאים הרגולטורים, לפי העניין, לקבוע תנאים לבעל ההיתר לעמידה בתנאי סעיף 2.2.1.1.

2.2.1.4 אין בהמלצות לעיל לגרוע מסמכויותיהם של הרגולטורים לקבוע קריטריונים למתן היתרי החזקה או שליטה.

### 2.2.2 הגבלת כהונה של דירקטורים בגוף פיננסי משמעותי:

2.2.2.1 לא ימונה ולא יכהן כדירקטור בגוף פיננסי משמעותי אדם השולט בתאגיד ריאלי משמעותי, קרוב שלו, שותפו, אדם בעל זיקה לשולט או נושא משרה בתאגיד ריאלי משמעותי, ואולם, מינוי או כהונה כאמור יותר בגוף פיננסי משמעותי שתאגיד ריאלי משמעותי מחזיק בו כדין בהתאם לאמור בסעיף 2.2.1.2 או 2.2.1.3 לעיל.

2.2.2.2 הוועדה ממליצה כי הרגולטורים ינסחו כללים משותפים, במסגרת דרישות Fit & Proper, שיקבעו הגבלות על היקף העסקתו של יו"ר דירקטוריון של גוף פיננסי משמעותי בתאגידים ריאליים.

### 2.2.3 חובת דיווח:

2.2.3.1 הרגולטורים יוסמכו, ככל הנדרש, לקבוע הוראות דיווח על מנת להבטיח אכיפה יעילה של המלצות אלה, לרבות דיווח מבעלי היתרים לשליטה ולהחזקה בחברות פיננסיות בנוגע לחברות פרטיות ריאליות שבשליטתם.

### 2.2.4 סנקציות על הפרת ההוראות:

2.2.4.1 ייקבעו סנקציות פליליות ועיצומים כספיים על מי שעובר על הוראות סעיפים 2.2.1 עד 2.2.3.

### 2.2.5 עדכון סכומים ושיעורים:

2.2.5.1 שר האוצר, נגיד בנק ישראל ויו"ר רשות ניירות ערך, יוסמכו לעדכן את הסכומים והשיעורים הקבועים בהמלצות אלה.

### 2.2.6 הוראות מעבר:

2.2.6.1 הוראות סעיף 2.2.1 יכנסו לתוקף 4 שנים ממועד החלת החוק.

2.2.6.2 הוראות סעיף 2.2.2 יכנסו לתוקף שנתיים ממועד החלת החוק ואולם גופים

שהבעלות עליהם עשויה להשתנות בשל המלצה 2.2.1.1 יקבלו ארכה של שנתיים נוספות לביצוע הוראות החוק.

### 2.2.7 חקיקה משלימה נדרשת:

2.2.7.1 לאור השלכות יישום המלצות הוועדה ולאור העברתו בכנסת של חוק הבנקאות (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011 לעניין בנקים ללא גרעין שליטה יש לקדם תיקוני חקיקה משלימים לעניין זה.

### 2.2.8 איסור שליטה של שולט בתאגיד בנקאי משמעותי, בתאגיד פיננסי משמעותי שאינו בנק:

2.2.8.1 השולט בתאגיד בנקאי שהוא גוף פיננסי משמעותי לא ישלוט בגוף פיננסי משמעותי שאינו תאגיד בנקאי.

## בסעיף 2.2. זה -

"גוף פיננסי" – תאגיד בנקאי, סולק, מבטח, חברה מנהלת, מנהל קרן להשקעות משותפות באמנות, חברה להנפקת מוצרי מדדים או מנהל תיקים;

"גוף פיננסי בלא גרעין שליטה" – גוף פיננסי שכל מחזיקי אמצעי השליטה בו אינם חייבים בהיתר לפי הוראות הדין הרלוונטי;

**"גוף פיננסי משמעותי"** – גוף פיננסי אשר כלל נכסיו עולה על 40 מיליארד ש"ח; לעניין הגדרה זו יחושבו כלל הנכסים של גוף פיננסי ככלל הנכסים שלו ושל כל הגופים הפיננסיים שבשליטתו ושבשליטת השולט בו, ולעניין השולט יחד עם אחרים, ייוחסו כלל הנכסים כאמור לכל אחד ואחד מהשולטים בנפרד; לעניין הגדרה זו סולק יחשב כמשמעותי אם הוא עונה להגדרת "סולק בעל היקף פעילות רחב" כהגדרתו בחוק הבנקאות (רישוי), תשמ"א-1981 (להלן – חוק הבנקאות).

**"תאגיד ריאלי משמעותי"** – תאגיד שאינו גוף פיננסי ש: 1) מחזור המכירות הקובע שלו בישראל עולה על 6 מיליארדי ש"ח; לעניין זה יחושב מחזור המכירות של תאגיד ריאלי משמעותי כסך מחזור המכירות שלו ושל כל התאגידים הריאליים שבשליטתו ושבשליטת השולט בו, ולעניין השולט יחד עם אחרים, ייוחס כלל מחזור המכירות כאמור לכל אחד ואחד מהשולטים בנפרד; או 2) האשראי הקובע שלו עולה על 6 מיליארדי ש"ח; לעניין זה יחושב האשראי של תאגיד ריאלי משמעותי כסך האשראי שלו ושל כל התאגידים הריאליים שבשליטתו ושבשליטת השולט בו, ולעניין השולט יחד עם אחרים, ייוחס סך האשראי כאמור לכל אחד ואחד מהשולטים בנפרד, ולמעט אשראי שמטרתו רכישת שליטה בגוף פיננסי, לרבות החזקות נוספות בגוף פיננסי ע"י בעל שליטה. (\*).

**"מחזור המכירות הקובע"** – מחזור מכירות שנתי בישראל בשנה הקלנדרית האחרונה שלגביה נערכו דו"חות כספיים שנתיים. רשאים הרגולטורים, לפי העניין, במידה והשתכנעו כי מחזור מכירות התאגיד בשנה הקלנדרית האחרונה אינו מייצג את פעילות התאגיד, להסתמך על מחזור המכירות של התאגיד בשנים קודמות לשנה הקלנדרית האחרונה.

**"אשראי קובע"** – אשראי מאזני ואגרות חוב שהונפקו, והכל בישראל, נכון לשנה הקלנדרית האחרונה שלגביה נערכו דו"חות כספיים שנתיים. רשאים הרגולטורים, לפי העניין, במידה והשתכנעו כי אשראי מאזני ואגרות חוב שהונפקו של התאגיד בשנה הקלנדרית האחרונה אינם מייצגים את פעילות התאגיד, להסתמך על אשראי מאזני ואגרות חוב שהונפקו של התאגיד בשנים קודמות לשנה הקלנדרית האחרונה.

**"החזקה"** – כהגדרתה בחוק הבנקאות (רישוי), תשמ"א-1981 (להלן – חוק הבנקאות (רישוי));

**"זיקה"** – כהגדרתה בסעיף 240 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן – חוק החברות);

**"כלל נכסים"** – בתאגיד בנקאי – סך נכסיו המאזניים על בסיס מאוחד ובגוף פיננסי אחר – סך הנכסים שלו והנכסים המנוהלים על ידו, לרבות הנכסים המנוהלים על ידו עבור גופים פיננסיים אחרים;

**"קרוב"** – כהגדרתו בחוק הבנקאות (רישוי);

**"רגולטורים"** – המפקח על הבנקים, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון או יו"ר הרשות לניירות ערך, לפי העניין;

**"שליטה"** – כהגדרתה בחוק הבנקאות (רישוי) לרבות דבוקת שליטה, כהגדרתה בחוק החברות, בתאגיד בו אין שולט או מחזיק דבוקת שליטה אחר.

### 2.3. המלצות הוועדה בנושא בחינת שליטה באמצעות מבנה אחזקות פירמידיאלי

המלצות הוועדה מתייחסות למצב עקרוני רצוי תוך התייחסות מיוחדת לתקופת המעבר ולמבנה ההחזקות הקיים.

- הכלל העקרוני הוא כי תותר החזקה של חברות ציבוריות וחברות אג"ח במבנה פירמידיאלי בן שתי שכבות בלבד. על חברות השייכות למבנה פירמידיאלי בשכבה שנייה יוחלו כללי ממשל תאגידי. זאת אם בעל השליטה שולט בחברה באמצעות אחוז נמוך יחסית בהון. (\*)
- חברות קיימות- בתום תקופת המעבר, מבנים פירמידיאליים יחוייבו לבצע שינויים במבנה ההחזקות, כך שיכללו 3 שכבות לכל היותר. על חברות בשכבה שלישית יוחלו כללי ממשל תאגידי מחמירים יותר מאלה החלים על חברות המצויות בשכבה השנייה. (\*)
- תקופת המעבר- 4 שנים מקבלת ההמלצות.

2.3.1. **הגדרת חברת פער-** חברה ציבורית שבה בעל שליטה סופי (שליטה כהגדרתה בחוק ניירות ערך, התשכ"ח 1968), מחזיק פחות מ-33% בהון דרך חברה ציבורית או חברת אגרות חוב אחרת. (\*)

2.3.2. **הגדרת שכבה במבנה הפירמידיאלי-** חברה ציבורית או חברת איגרות חוב, המוחזקת על ידי חברה אחרת כאמור או מחזיקה חברה אחרת כאמור, הנמצאות בשליטתו של אותו בעל שליטה סופי. (\*)

2.3.3. **מבנה פירמידיאלי-** קבוצת חברות ציבוריות או חברות איגרות חוב שלהן אותו בעל שליטה סופי, המוחזקות במבנה החזקות הכולל שתי שכבות לפחות.

### 2.3.4. המלצות לגבי חברות חדשות במבנה פירמידיאלי

2.3.4.1. שליטה בחברות במבנה פירמידיאלי, הכולל יותר משתי שכבות היא אסורה. (\*)

2.3.4.2. על אף האמור, תותר הנפקה של חברה והפיכתה לציבורית, כשכבה שלישית, לפרק זמן קצוב (3 שנים) עד למכירת השליטה בה.

2.3.4.3. בתוך 90 יום מקבלת ההמלצות תשלם הוועדה את המלצותיה בנוגע לתחולת ההמלצות על חברות ציבוריות הנסחרות בחו"ל. יבחנו כללים למניעת מנגנון עקיפה של המלצות הוועדה דרך רישום חברות למסחר בחו"ל.

2.3.4.4. על חברה בשכבה השנייה, שהיא חברת פער, יחול הכלל בפסקה 2.3.8. (\*)

### 2.3.5. המלצות לכללים שיחולו על חברות בשכבה השלישית ומעלה במבנים פירמידיאליים קיימים בעלי שלוש שכבות ומעלה

2.3.5.1. בתום תקופת המעבר לא יותר מבנה פירמידיאלי המכיל יותר משלוש שכבות.

2.3.5.2. החל משנה לאחר קבלת ההמלצות: מספר הדירקטורים החיצוניים יהווה רוב פחות אחד ממספר חברי הדירקטוריון; מינוי דירקטור חיצוני יהיה טעון אישור אסיפה כללית ובמניין הקולות לא יובאו בחשבון קולות בעל השליטה או מי שיש לו עניין אישי במינוי המועמד<sup>4</sup>; ו-רוב הדירקטורים יהיו בלתי תלויים.

<sup>4</sup> לעניין זה עניין אישי - למעט עניין אישי שאינו כתוצאה מקשריו עם בעל השליטה.

2.3.5.3 על חברה בשכבה השניה, שהיא חברת פער, יחול הכלל בפסקה 2.3.8. (\*).

2.3.6 **על מנת ליצור תמריץ להסדרה עצמית של המבנים הפירמדיאליים ישקלו הצעדים הבאים:**

2.3.6.1 דחיית תשלום המס בגין מכירת חברה עד לתום תקופת המעבר.

2.3.6.2 הכרה בהפסד הון כתוצאה ממכירה כפויה.

2.3.6.3 הקלות בפרשנות של רשות המיסים בנוגע לאישור פטור (דחייה) ממס הנובע ממיזוג.

2.3.6.4 בתוך 90 יום משרד האוצר יציג בפני הממשלה את התיקונים הנדרשים בחוק ו/או בתקנות המס לטובת סעיפים 2.3.6.1-2.3.6.3.

2.3.7 **בתום תקופת המעבר** - בתום תקופת המעבר, מניות בעל השליטה בחברות שיוותרו בשכבה רביעית ומעלה יועברו לנאמן. (\*).

### 2.3.8 **המלצה לגבי הממשל התאגידי בחברת פער**

בדירקטוריון של חברת פער יהיו שליש מבין חברי הדירקטוריון, לפחות, דירקטורים חיצוניים. מינוי דירקטור חיצוני יהיה טעון אישור אסיפה כללית ובמניין הקולות לא יובאו בחשבון קולות בעל השליטה או מי שיש לו עניין אישי במינוי המועמד<sup>5</sup>; (\*).

### 2.3.9 **המלצות ממשל תאגידי שיחולו על כל החברות הציבוריות**

2.3.9.1 **עסקאות בעלי עניין:** (\*)

2.3.9.1.1 מוצע לקבוע חובה מסוג של "אמץ או גלה" לקיומו של הליך תחרותי בפקוח ועדת הביקורת באישור עסקת בעל עניין במכירת נכס, בקבלת שירותים תפעוליים, ברכישת מוצר מדף או בקבלת הלוואה. במידה והחברה אימצה נורמה כאמור היא תחויב, ככל שהתקשרה בעסקת בעל עניין כאמור ללא הליך תחרותי לגלות לציבור מדוע בחרה שלא לעשות כן.

2.3.9.1.2 מומלץ לקבוע כי עסקאות שאינן "חריגות" אך גם אינן זניחות יחייבו פיקוח של וועדת הביקורת, אשר תהיה אחראית גם להגדיר אמות מידה ל"זניחות". החברה תידרש לתת דיווח לבעלי המניות שיכלול הסבר של וועדת הביקורת כיצד מצאה לנכון לפקח על גיבוש תנאי העסקאות הללו.

2.3.9.2 **חיזוק בעלי מניות המיעוט**

2.3.9.2.1 רשות ניירות ערך ומשרד המשפטים יפעלו להקמת פלטפורמה שתאפשר למשקיעים להצביע באסיפות כלליות ובאסיפות אג"ח באמצעות האינטרנט.

2.3.9.3 **עידוד אכיפה פרטית בידי בעלי מניות**

2.3.9.3.1 מוצע להרחיב את סמכות המימון שבידי רשות ניירות ערך הקיימת כיום גם לתובענות ייצוגיות ותובענות נגזרות, ולהתיר לה לממן גם תובענות פרטיות ובקשות לסעד זמני בתחום של דיני חברות ודיני ניירות ערך.

2.3.9.4 **עידוד פעילות מוסדיים**

<sup>5</sup> לעניין זה עניין אישי - למעט עניין אישי שאינו כתוצאה מקשריו עם בעל השליטה.

2.3.9.4.1 מוצע לבחון דרישה כי משקיעים מוסדיים יחויבו להביא בחשבון, במסגרת מדיניות ההשקעה, בין היתר, את איכות הממשל התאגידי (ככל שאין הסדרה של מחויבות כאמור בדין). כן יחויבו המשקיעים המוסדיים להביא בחשבון מתן הלוואות שנועדו לרכישת שליטה ממונפת (LBO).

2.3.9.4.2 מוצע לחייב משקיעים מוסדיים לקבוע "תמרורי אזהרה", בהתקיימם יידרשו לנקוט בפעולות מול החברה (ככל שאין הסדרה של מחויבות כאמור בדין).

2.3.9.4.3 מוצע ליצור פיקוח והסדרה על גופים המייעצים למשקיעים מוסדיים לעניין אופן ההצבעה באספות (לרבות בהיבטים של כשירות וניגודי עניינים).

### **2.3.10 חיזוק סמכויות הממונה על ההגבלים העסקיים:**

2.3.10.1 הוועדה ממליצה לממשלה לאמץ תיקון לחוק ההגבלים העסקיים המבהיר כי לבית הדין להגבלים עסקיים, לבקשת הממונה, יש סמכות להטיל על חברי קבוצת ריכוז סעדים מבניים לקידום התחרות. בנוסף, הוועדה ממליצה לממשלה לאמץ את תזכיר החוק העומד לדיון בימים אלה בוועדת הכלכלה, המסמיך את הממונה על הגבלים עסקיים להטיל עיצומים כספיים בגין הפרות של חוק ההגבלים העסקיים.

### **2.3.11 המלצות לטיפול בסיכון הסיסטמי:**

2.3.11.1 מומלץ לתמוך בשינוי מגבלות ההשקעה שהוביל אגף שוק ההון כך שמנפיק בודד, קבוצת לוויים, 5 מנפיקים גדולים ביותר ו-5 קבוצות לוויים גדולות ביותר לא יהיו נתח הגדול מ-5%, 10%, 20%, 40% מהנכסים המנוהלים של כל קרן, בהתאמה. (\*)

2.3.11.2 מומלץ כי מגבלות אלו יבחנו שוב בתום תקופת המעבר ויוצגו לממשלה.

מובהר כי, אם באיזה מקום קיימת סתירה בין ההמלצות שהובאו בדו"ח הביניים לבין המלצותינו הסופיות, יגברו האחרונות.

(\*)- קיימת דעת מיעוט בסעיף זה.

## **פרק 3 חוות דעת מומחה**