



נייר עמדה

מוגש ע"י התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

לוועדה להגברת התחרותיות במשק

בתגובה לפרסום המלצות הביניים של הוועדה

להלן מובאת עמדת התנועה למען איכות השלטון בישראל (להלן: התנועה) באשר לאפקטיביות וישימות המלצות האמורות בנוגע לשלושה נושאים: **פירמידות השליטה, ההחזקות הצולבות וגרעיני השליטה.**

ברצוני להודות תודה מיוחדת ליוסף קלמנוביץ' על שהשקיע מאמצים בלתי-נדלים בריכוז עבודה המחקר ובכתיבת נייר העמדה. תודות רבות מגיעות גם לכל הסטודנטים שעמלו על עבודת המחקר במסגרת צוות הריכוזיות של מחלקת כלכלה ומחקר בתנועה (על פי סדר א-ב): עמרי בן-חורין, עומר ברנדס, ענבל גולני, יונתן הורביץ, מורן ויזל, נועם ריף ואיתמר שחר; יעל אגמון ואלי רזינסקי (מתנדבי "הרוח החדשה"); והמתנדבים איתן גלעדי, יניב לוינסקי ואיתן סמית.

נילי אבן-חן

א' כסליו התשע"ב

27.11.2011



1. מבוא

1.1 כללי

1. בתאריך 19.9.2011 הגישה הוועדה להגברת התחרותיות במשק (להלן: הוועדה) לראש הממשלה, שר האוצר ונגיד בנק ישראל את טיוטת המלצותיה (להלן: הטיוטה). הטיוטה כוללת המלצות לצעדי מדיניות רצויים בשלושה תחומים: החזקות צולבות, מבני שליטה פירמידאליים ואופן הקצאת נכסים ציבוריים.
2. התנועה מברכת את ראש הממשלה, שר האוצר ונגיד בנק ישראל, כמו גם את חברי הוועדה הנכבדים, על הנכונות האמיצה לנקוט בצעדים לשם פיתרון בעיית הריכוזיות במשק. אנו מאמינים כי ההחלטה על הקמת הוועדה מהווה כשלעצמה צעד חיוני, כמעט חסר תקדים, בדרך להסרת אחת הרעות החולות המרכזיות של המשק הישראלי, ועל כך אנו מבקשים להביע את הערכתנו.
3. הוועדה נדרשה, כפי שנאמר בכתב המינוי, לבחון צעדי מדיניות אפשריים לשם הגבלת השליטה בחברה ציבורית באמצעות מבנה פירמידאלי והחזקות הצולבות של חברות ריאליות ופיננסיות. אנו סבורים כי הוועדה זיהתה כראוי את מקור הכשלים והיקפם, כפי שיוסבר להלן, אולם לא נתנה פיתרונות ראויים לאותן בעיות שהיא עצמה הצביעה עליהן. לנוכח זאת אנו קוראים לוועדה לנסח המלצות ממוקדות אשר יפרקו בהצלחה את חברות הפער בישראל, יפרידו לחלוטין בין חברות ריאליות לפיננסיות, ויפזרו את גרעיני השליטה במוסדות הפיננסיים.

1.2 מדוע יש לטפל בדחיפות בבעיית הריכוזיות

1. לנוכח המגמות המדאיגות בכלכלה הגלובאלית, בדגש על גוש האירו וארצות הברית, התנועה סבורה כי מוטב להקדים תרופה למכה, ולטפל כבר כעת באופן נחרץ ותקיף בבעיית הריכוזיות, במקום להמתין בחיבוק ידיים עד שהמשבר העולמי יגיע אל המשק הישראלי ותרחישי הקיצון יתממשו. בכך אנו מצטרפים לעמדתם של ראש הממשלה, בנק ישראל וחברי ועדת הכספים של הכנסת, אשר התריעו שוב ושוב, בקול צלול וברור, מפני הסכנות המערכתיות הטמונות בקיומן של קבוצות עסקיות ובאחזקות הצולבות בתחום הפיננסי והריאלי. כמותם גם אנו סבורים, וזאת בניגוד לכמה דעות-מטעם שנשמעו בכלי התקשורת, כי דווקא הקשיים בכלכלה הגלובאלית ממחישים ביתר שאת את הצורך לתרגם את ההצהרות דלעיל לכדי צעדים אופרטיביים, ולבצע בהקדם האפשרי "טיפול שורש" יסודי ואפקטיבי בבעיית הריכוזיות, אשר יוצרת סיכון מערכתית למשק הישראלי כולו.
2. אנו מבקשים לחזור ולהדגיש כי, אם לא יינקטו בהקדם צעדים דרסטיים ואפקטיביים לפתרון בעיית חברות הפער, האחזקות הצולבות וגרעיני השליטה - ישראל עלולה למצוא עצמה במצב חמור בהרבה. המשק הישראלי מהווה, לעת עתה, אי של שקט בתוך האוקיינוס ההומה והסוער של הכלכלה הגלובלית: גוש האירו מאיים להתפרק וארצות הברית שוקעת במיתון ממושך, ואילו כאן בישראל הכלכלה פורחת ויציבה באופן יחסי. יחד עם זאת, קברניטי המשק מתריעים השכם והערב כי "לא לעולם חוסן", וקרוב לוודאי שבעתיד הקרוב נתחיל לחוש את השפעות המשברים הגלובליים. אנו סבורים כי הסיכון הכלכלי המשמעותי שטמון בחברות הפער, באחזקות הצולבות ובגרעיני השליטה - עליו עמדה הוועדה בהרחבה - מתעצם לנוכח נתונים אלו, ולפיכך חובה לטפל בבעיה חמורה זו בדחיפות ובנחישות.



התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

The Movement for Quality Government in Israel الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل

3. בהופעתנו הראשונה בפני הועדה נתקלנו בספקנות רבה מצד חבריה באשר לעצם קיומה של בעיית הריכוזיות במשק, והתבקשנו שוב ושוב להצביע על דוגמאות קונקרטיות אשר ממחישות את קיומה של תופעה זו. **בהמשך לכך שלחנו לחברי הוועדה מספר רב של מכתבים ובהם שפע של דוגמאות קונקרטיות, "אונליין", אשר ממחישות מעבר לכל ספק סביר את התחלואים הנגרמים למשק בשל תופעת הריכוזיות.** נזכיר כאן, על קצה המזלג, מספר דוגמאות:
 - א. רכישת השליטה ב"מעריב" בידי קבוצת דנקנר (יוני 2011). רכישה זו, לפי הדעה הרווחת, לא נעשתה ממניעים כלכליים,¹ ולאחריה נוצר הרושם כי "מעריב" מעניק במה רחבה לסיקור המטיל ספק בקיומה של תופעת הריכוזיות ותומך במידה רבה בעמדתם של שליטי ההון.²
 - ב. בראשית השנה נמכרה חברת מכתשים-אגן, מקבוצת דנקנר, לידי כמצי"נה הסינית. חברת כור, בעלת השליטה במכתשים-אגן (אשר שייכת גם היא לקבוצת דנקנר), קיבלה בתמורה למכירה הטבה ייחודית (הלוואת "נון רקורס"), בעוד שלבעלי מניות המיעוט לא ניתנה הטבה שוות ערך. במאי 2011 קבע בית המשפט הכלכלי, בפסק דין תקדימי וחשוב, כי **העדפה זו מהווה קיפוח המיעוט, ומכתשים-אגן חויבה לפצות את מחזיקי המניות מקרב הציבור.**
 - ג. בחודש אוגוסט האחרון העבירו דסק"ש ואי.די.בי פיתוח הלוואות בעלים בסך 700 מיליון שקל לחברת כור, על מנת שתוכל להתמודד עם חובותיה לבנקים זרים ולבנק הפועלים, ולאחר שאולצה להכיר בהפסד של 1.8 מיליארד שקל בגין השקעותיה בבנק קרדיט סוויס. ההלוואה ניתנה בתנאים החורגים מתנאי השוק המקובלים, בלא שנקבעה ריבית, מבלי שנדרשו ביטחונות, ותוך מתן עדיפות להחזר הלוואות מבנקים זרים. לנוכח מצב עניינים זה הוגשה לבית המשפט המחוזי בתל אביב בקשת תביעה ייצוגית נגד דסק"ש על ידי שניים מבעלי מניותיה, גבע גזית ושלמה גדות, בגין העדפת אינטרס זר, ניגוד עניינים והעדפת בעלי ניירות הערך של כור (קרי אי.די.בי).³
 - ד. "כור" ו"נכסים בניין" הן חברות בקבוצת IDB. באפריל 2010 רכשו השתיים במשותף את בניין מטה בנק HSBC בניו יורק, תמורת כ-660 מיליון דולר. בחודש נובמבר האחרון מכרה כור את חלקה בבניין לנכסים בניין, תמורת 450 מיליון דולר. סכום זה משקף קפיצה של 45% בשווי המוערך של הבניין, בפרק זמן קצר להפליא של שנה וארבעה חודשים. מתעורר לכל הפחות חשד כי קפיצה מהירה שכזו אינה ריאלית, וכי שיקולים אחרים עמדו בבסיס ההחלטה (למשל - הרצון להגביר את הנזילות של חברת כור).
 4. המקרים המתוארים בסעיף 3, אשר התרחשו ב"שידור ישיר" ובמקביל לדיוני הוועדה, מחזקים, לצערנו, את המסר המרכזי אותו ביקשנו להעביר לחברי הוועדה בהופעתנו הראשונה, ואותו אנו מבקשים לחזור ולהעביר גם בנייר הנוכחי: שיטת הרגולציה הנוכחית נכשלה, והראיה - הריכוזיות בישראל קיימת ובוועטת. על מנת לעקור את תופעת הריכוזיות יש לשנות את המבנה, ולא להסתפק בהוספת כללי ממשל תאגידי ורגולציה נוספת.
 5. בהמשך לכך, התנועה מאמינה כי האווירה הציבורית הנוכחית בישראל יוצרת אקלים נוח לנקיטת צעדים אמיצים ותקיפים לפתרון בעיית הריכוזיות, הן על ידי גופי הפיקוח והן על ידי הדרג המבצע והדרג הפוליטי. מחאת יוקר המחיה שהתפרצה במהלך הקיץ האחרון ("מחאת

¹ ראו, לשם המחשה, דיווח אודות הלוואה בריבית נמוכה שהעניקה דסק"ש למעריב - <http://www.themarket.com/markets/1.1518046>
² איתמר לוי, News1, <http://www.news1.co.il/Archive/003-D-64265-00.html>
³ בחודש נובמבר האחרון פורסם כי דסק"ש הגיעה להסכמה עם התובעים אודות סילוק הבקשה לתביעה, בכפוף לאישור בית המשפט - <http://www.themarket.com/markets/1.1557421>



התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel

האוהלים") המחישה, לטעמנו, את הבשלת ההכרה הציבורית בצורך הדחוף לטפל בבעיית הריכוזיות והקבוצות העסקיות הגדולות. המחאה העלתה אל סדר היום הציבורי את בעיית הריכוזיות, אשר חונקת את התחרות החופשית במשק ופוגעת שוב ושוב בכיסס ההולך ומתדלדל של הצרכנים הקטנים. **אנו קוראים לראש הממשלה, שר האוצר ונגיד בנק ישראל להיענות לרחשי הציבור ולשחרר את המשק מעולן של חברות הפער ומנגעי החזקות הצולבות, אשר מסבים פגיעה אנושה לתחרות במשק ולהקצאת המקורות, ויוצרים סיכון מוחשי ומתמשך ליציבות המערכת הפיננסית והמשק כולו.**

6. בנוסף על האמור, **אנו מבקשים להצטרף לדברי הוועדה ולהתריע בשנית מפני הרחבת השפעתן הפסולה של הקבוצות העסקיות הגדולות על הדרג הפוליטי והביצועי בישראל.**⁴ קבוצות בעלות כוח-שוק ריכוזי משמעותי עלולות להתפתות ולתרגם את הכוח הכלכלי שבידיהן לכדי כוח פוליטי, ולהטות את תהליכי קבלת ההחלטות בדרגים הפוליטיים והביצועיים לטובתם של שליטי חברות הפער, על חשבון האינטרסים של הציבור הרחב.

7. אנו שבים ומזכירים את דברי שר האוצר, ד"ר יובל שטייניץ, אשר על רקע מסקנות ועדת ששינסקי הזהיר בלשון שאיננה משתמעת לשתי פנים: "החשש הוא שבגלל אינטרסים כלכליים כבדי משקל נאבד את היכולת להגיע להחלטות מדיניות... אנו קרובים לקו האדום שמעברו היכולת שלנו לשלוט תשתבש". **פרסומים שונים בכלי התקשורת מעוררים חשד כי גם כיום מתנהל מאחורי הקלעים מסע שקט של הטרדות ולחצים מצד שליטי ההון, אשר מעוניינים בשלב ראשון לרכך ולסרס את המלצות הטיוטה, ובשלב הבא למנוע ככל האפשר את יישומן האפקטיבי.**

8. על מנת להבין את גודל הסכנה די להעיף מבט אל דרום קוריאה, שם הקבוצות העסקיות הגדולות - צייבול, בלשון המקומית - הפכו זה מכבר לשחקן דומיננטי ורב-השפעה בשדה הפוליטי. לשם המחשה, ועל קצה המזלג, נזכיר את פרשת השחיתות שזכתה לכינוי "cash-for-summit", במהלכה נחשפה מעורבותו האינטנסיבית של תאגיד יונדאי בתשלום שוחד בגובה מאות מיליוני דולרים ובבחישה ביחסים הדיפלומטיים בין צפון קוריאה לדרום קוריאה. לי מיונג בק, נשיא דרום קוריאה בהווה ומנכ"ל קונצרן יונדאי בעבר, מגלם בדמותו את מהות הבעיה: רבות מן ההחלטות שקיבל בק במהלך תקופת נשיאותו מעלות ניחוח חריף של הטיה "פרו-צייבולית", ובהן חנינה שערורייתית לראש קבוצת סמסונג ב-2010, קידום חקיקה שמקלה על חברות ענק להחזיק אחזקות פיננסיות, תיסוף מלאכותי של המטבע המקומי על מנת לסייע לקונצרנים הגדולים ועוד.

9. **לסיכום חלק זה, ישראל מודל 2011 טרם פיתחה במלואם את התסמינים החמורים מן הסוג המתואר. אולם, אם הוועדה לא תנצל את שעת הכושר שנקרתה בפניה, ולא תנקוט בצעדים חריפים ומיידיים לטיפול בבעיית הריכוזיות - לא נוכל לומר בביטחון שכך יהיה גם בישראל מודל 2012.**

1.3 סיכום ותמצית נייר העמדה להלן

1. לנוכח כל האמור לעיל, אנו מבקשים לחזק את ידיהם של מקבלי ההחלטות בדרג המבצע ובדרג הפוליטי. **נפלה לידי קברניטי המשק הזדמנות היסטורית לתקן עיוותים חמורים ושורשיים**

⁴ ראו, לדוגמא, עמ' 256 ועמ' 290-291 לטיוטה.



התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel

הפוגעים במשק הישראלי. נדרש אומץ אישי וציבורי רב, על מנת לקבל החלטות אשר מיטיבות עם הציבור כולו ולא עם קבוצה מצומצמת של שליטי הון עתירי כוח ורבי השפעה. **התנועה קוראת למקבלי ההחלטות לאזור את האומץ הדרוש ולתרגם את המלצותיה הסופיות של הוועדה לצעדים אופרטיביים בשטח,** מבלי להיכנע ללחציהם של בעלי העניין שיבקשו להותירן כאות מתה, בבחינת "נמר של נייר".

המשך הנייר יהיה בנוי באופן הבא:

2. בפרק מס' 2 נתייחס להמלצות הוועדה בכל הנוגע לפירמידות השליטה בישראל. בניגוד לפרסומים ולחוות דעת שהוגשו לוועדה מטעמם של בעלי עניין, **אנו מצטרפים לעמדת הוועדה לפיה טיפול יסודי בתופעת חברות הפער יתרום תרומה חיונית לפתרון בעיית הריכוזיות בישראל.** קונקרטי, אנו קוראים לוועדה להמליץ על הטלת **איסור מוחלט על קיומן של חברות הפער,** או למצער להמליץ על **הטלת מס דיבידנדים, הגבלת זכויות ההצבעה של בעלי השליטה ואיסור גורף על עסקאות בעלי עניין בחברות פער,** באופן שימחק כמעט לחלוטין את התמריצים להתקיימותן של חברות אלו.

3. בפרק מס' 3 נתייחס להמלצות הוועדה בכל הנוגע להפרדת החזקות הצולבות בתחום הריאלי והפיננסי. טענתנו היא **כי אין שום צידוק תיאורטי ל"סייג הגודל" שקבעה הוועדה,** לנוכח הרציונאליים שהיא עצמה עמדה עליהם בהרחבה לשם הצדקת הצורך בהפרדת אחזקות ריאליות ופיננסיות. יתירה מזאת, **"סייג הגודל" שקבעה הוועדה פוסח כמעט על כל החזקות הצולבות במשק הישראלי דהיום,** חרף אינספור הבעיות שנובעות ממצב עניינים זה. לנוכח זאת **אנו ממליצים להטיל איסור מוחלט על החזקות הצולבות בתחום הריאלי והפיננסי.**

4. בפרק מס' 4 נתייחס בקצרה לסוגיה אשר כלל לא טופלה על ידי הוועדה, הלא היא סוגיית גרעיני השליטה במוסדות הפיננסיים. טענתנו היא **כי מדיניות גרעיני השליטה הנוכחית מאפשרת לקומץ שליטי הון לשלוט בגופים החזקים ביותר בכלכלה, במקורות האשראי ובחסכוניותו של הציבור הרחב, באמצעות השקעה מזערית ביחס לסכומים האדירים ולכוח הרב שמרוכז בידם.** אנו סבורים כי ביזור מבנה הבעלות במוסדות הפיננסיים הינו **מהלך חיוני להקטנת הריכוזיות ולהגנה על האינטרסים של הציבור הרחב,** והתעלמות הוועדה מסוגיה זו (חרף פניותינו הרבות בעניין) חותרת תחת המטרה המוצהרת שלשמה הוקמה ואף עלולה להוות חריגה מסמכות.

2. פירמידות השליטה

2.1 חברות פער, פירמידות שליטה ובעיית הריכוזיות במשק

1. הפרק הרביעי להמלצות הוועדה מאופיין, לכאורה, בכשל לוגי. החלק הראשון של הפרק מתאר בהרחבה, ותוך הסתמכות על הספרות המחקרית העדכנית, את הסיכונים הנובעים מקיומם של **מבני שליטה פירמידאליים.** החלק השני של הפרק, לעומת זאת, מתמקד בהמלצות מדיניות לטיפול בתופעת חברות הפער.

2. פרסומים רבים הציפו את כלי התקשורת בשבועות האחרונים, מטעם גופים ואישים שונים, והדגישו את קיומו של כשל לכאורי זה בהמלצות הוועדה. לצד הדגשת הכשל הלוגי, אותם פרסומים ביקשו להעביר מסר ברור: החלטת הוועדה להתמקד ב"חברות פער" פוגעת במספר רב



התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel

- של חברות, שאין להן ולבעיית הריכוזיות במשק דבר וחצי דבר. מסר זה, כך דווח בכלי התקשורת, עולה גם מכמה חוות דעת שהוגשו לוועדה בידי מספר חברות.
3. בניגוד לפרסומים אלו, התנועה מבקשת להצטרף לעמדת הוועדה ולטעון כי **קיימת זיקה הדוקה בין תופעת חברות הפער לבין בעיית הריכוזיות בישראל**. בהמשך לכך, התנועה מבקשת להצטרף לעמדת הוועדה ולטעון כי **טיפול יסודי בתופעת חברות הפער יתרום תרומה חיונית לפתרון בעיית הריכוזיות בישראל**.
4. ראשית, קיים קשר מובהק בין המבנה הפירמידאלי של קבוצה עסקית לבין תופעת חברות הפער. זאת משום שמבנה פירמידאלי אפקטיבי נוצר באמצעות אגרגציה (צבירה) של מספר חברות בשרשרת, כך שבהדרגה - ככל שיוורדים במורד השרשור - בעיית חברות פער הולכת ומוחמרת. במילים אחרות, **כל פירמידה מורכבת ממספר רב של חברות פער**, כאשר הפער בין הבעלות השליטה הולך ועולה ככל שהחברה ממוקמת נמוך יותר במבנה הפירמידאלי. לפיכך, אנו סבורים כי **טיפול בחברות הפער יפתור ממילא גם את בעיית הפירמידות**, שעל סכנותיה הרבות עמדה הוועדה בהרחבה ואין צורך לחזור עליהן כאן.
5. שנית, ובהמשך לכך, **המוצר המשפטי ששמו חברת פער הוא אנטי-דמוקרטי מעצם טבעו, מרוקן מתוכן את מנגנוני הבקרה הקבועים בחוק החברות ומאפשר את יצירת הריכוזיות במשק**. זאת משום שחברת הפער מאפשרת לשחקן אחד בשוק להשתלט בכלים משפטיים על נתחים מכספם של שחקנים אחרים, חלשים יותר, ולעשות בהם שימוש חופשי לצרכיו-שלו. מצב כזה, שבו יחיד סגולה שלא נבחרו על ידי איש שולטים על כסף שאיננו שייך להם - איננו דמוקרטי ואיננו שוויוני, שהלוא במצב דמוקרטי תקין, כוח ההצבעה והיכולת להשפיע נגזרים במישרין מגובה האחזקות. בד בבד, **חברות הפער חותרות תחת מהותה של הדמוקרטיה התאגידית**, כפי שזו באה לידי ביטוי במנגנונים הקבועים בחוק החברות. זאת משום שהן מאפשרות לבעל השליטה לאכוף את רצונו על בעלי מניות המיעוט באסיפה הכללית, ולתמרן כרצונו את הרכב הדירקטוריון והחלטותיו. אולם חשוב מכל, בהדרגה ובאמצעות המוצר המשפטי של חברות הפער, **מצליחה קבוצה קטנה של שחקנים מתוחכמים לשלוט על נתחים עצומים מחסכונות הציבור**, ובכך לצמצם מאוד את ההון הפנוי אשר אמור היה לשמש להשקעות חדשות ולעידוד הצמיחה. המוצר המשפטי של חברות הפער הוא שאפשר לשוק ההון בישראל להגיע למצב המתואר בדוח הוועדה, כאשר 24 קבוצות עסקיות שולטות ב-68% משווי השוק הכולל של החברות הציבוריות.⁵ וזוהי, על רגל אחת, בעיית ריכוזיות ההון במשק.
6. בנוסף, חשוב להדגיש כי **טיפול בפירמידות דרך הקונסטרוקציה המשפטית של חברות פער איננו בגדר "חידוש יש מאין", ומבוסס על מודל דומה שהונהג בהצלחה בארצות הברית**. על קצה המזלג, באוגוסט 1935 חתם הנשיא רוזוולט על דבר חקיקה ייחודי: The Public Utility Holding Company Act (ה-PUHCA). חוק זה הפקיד בידי הרשות לניירות ערך (ה-SEC) את הסמכות לפרק את כל הפירמידות שנוצרו בענפי החשמל והגז. שיטת הפירוק התבססה על הגדרת "חברת אחזקות", מונח אשר מתייחס לכל חברה אשר בבעלותה 10% או יותר ממניותיה של חברת תשתיות או של חברת אחזקות אחרת. ה-PUHCA הטיל מגבלות חמורות על פעילותן של חברות האחזקה ושל כל חברות-הבת הנשלטות על ידן, ובעיקר - העניק ל-SEC סמכות לפרק בכפייה את קשרי הבעלות והשליטה בין חברות האחזקה לבין חברות-הבת שלהן. טיפול בחברות אחזקה דומה, במידה רבה, לטיפול בחברות פער, שהרי לשם יצירת חברות פער יש לעשות שימוש

⁵ עמ' 140 לטיוטה.



התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel

- בשכבות-ביניים של חברות אחזקה, שיחצצו בין בעל השליטה לבין החברה הנשלטת ועל ידי כך ייצרו את הפער בין הבעלות לשליטה.
7. במבחן התוצאה המודל האמריקאי הוא מודל מוצלח ונכון, אשר הביא לפירוק חלק ניכר מן הפירמידות בענפי החשמל והגז.⁶ אנו סבורים, אפוא, כי **צדקה הוועדה כאשר בחרה להסתמך על המודל האמריקאי כנקודת-ייחוס היסטורית טובה, ולהצדיק באמצעותו טיפול בפירמידות דרך טיפול בחברות הפער.**
8. לסיכום נקודה זו, **התנועה מחזקת את ידי הוועדה וסבורה כי טיפול בחברות הפער יכול לתרום תרומה משמעותית לפתרון בעיית הריכוזיות בישראל.** זאת משום שחברות הפער הן מוצר משפטי שבמהותו הינו אנטי-דמוקרטי, ושנועד מטבעו להפריד בין הבעלות לשליטה, לאפשר את הקמתן של פירמידות השליטה ולהחריף את בעיית הריכוזיות בשוק ההון.

2.2 צעדי מדיניות נדרשים לשם פירוק חברות הפער

2.2.1 כללי

1. בתת-פרק זה אנו מבקשים לפרוש את עמדתנו בכל הנוגע לצעדי המדיניות הנדרשים לשם טיפול אפקטיבי ונחוש בתופעת חברות הפער.⁷
2. ככלל, ובהתייחס לגופן של המלצות, אנו סבורים כי **הצעדים שהציעה הוועדה אינם מספיקים לשם מאבק אפקטיבי בחברות הפער.** יתירה מזאת: מרבית הצעדים שהציעה הוועדה אינם מתמקדים בשורש הבעיה, וכפי שיפורט להלן.
3. משל למה הדבר דומה? לשולחן ערוך בכלים נאים ועמוס במטעמים משובחים, אליו מסבה נבחרת מצומצמת של גבירים עוטי מחלצות, אשר מנהלים שיחה אינטימית בעודם מעבירים בינם לבין עצמם את המנות המשובחות. מסביב לשולחן מצטופפים מאות אנשים רעבים. מדי פעם ניגש אחד מהם אל השולחן, ומנסה לשלוח את ידו אל דברי המאכל. אולם איש עוד לא הצליח לדחוק הצידה אף לא אחד מן הגבירים המכובדים, שכרסם שמנה מרוב אכילה ולא ניתן להזיזם ממקומם. מלצרים בכפפות לבנות עומדים על הגבירים לשרתם, ומביטים בשתיקה על המחזה המקומם. מצלמות האבטחה של האולם מקליטות בדממה את הגבירים האנוכיים והשתלטניים, ומשדרות את התמונות המכעיסות למסכי ענק התלויים ברחבי העיר. מאבטחים גברתנים מקיפים את שולחן הסעודה, במטרה לאכוף את הוראת בעל האולם שלא לאפשר לגבירים המכובדים לחסל לבדם את כל המטעמים. אולם המאבטחים, במקום לפתוח את השורות ולאפשר לכל הנוכחים גישה חופשית למטעמים - מעדיפים לצלם את הנעשה באיפונים החדשניים שבידם. איש אינו פוצה ומצפצף, והחגיגה נמשכת באין מפריע.
4. הנמשל, לצערנו, הוא ברור. חברות הפער בישראל הן כלי בידי קבוצה קטנה של שליטי הון, אשר מחלקת בינה לבין עצמה את מרבית עוגת האשראי וההון של המשק, ומותירה לציבור הרחב פירורים בלבד. שומרי הסף של המשק, בדרג הפוליטי ובדרג המבצע, חברו יחדיו להקים את ועדת הריכוזיות, והוציאו מתחת ידיהם תמונת מצב מדויקת ומפורטת, מבהילה בחומרתה, של רמת

⁶ מסיכום שערכה ה-SEC ביוני 1952 עולה כי עד לתאריך זה פורקו 761 חברות, בשווי נכסים כולל של 10.5 מיליארד דולר (הדוח השנתי ה-18 של SEC, 1952, עמ' 83-86). דוח של הרשות משנת 1995 בחן את הדברים באופן יסודי, והצביע גם הוא על כך שכבר בשנת 1952 הושגו מרבית המטרות שהחוק הציב לעצמו - פישוט מבנה ענף התשתיות (DIVISION OF INVESTMENT MANAGEMENT - SEC, THE REGULATION OF PUBLIC UTILITY HOLDING COMPANIES 6 (1995)).

⁷ לדעתנו מן הראוי להחיל את כל צעדי המדיניות שיידונו להלן על כל חברות הפער. בד בבד, ומבלי לגרוע מאמירה זו, אנו סבורים כי הצעדים שיפורטו צריכים לחול ביתר שאת על הקבוצות העסקיות הפירמידאליות.



התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

The Movement for Quality Government in Israel الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل

הריכוזיות במשק הישראלי. אולם בהגיע השלב הבא, שבו יתורגמו הניתוחים והנתונים החמורים לכדי צעדי מדיניות אפקטיביים - נאלמה הוועדה דום, ונמנעה מלהמליץ על הצעדים המתבקשים לפיתרון שורשי הבעיה.

5. חריג לכך הוא, בעינינו, הצעת הוועדה להגבלת כוחו של בעל השליטה באסיפה הכללית ("הצעה 16"), אליה נתייחס בהרחבה בהמשך. אנו סבורים כי הצעה זו, בתוספת שיפור קל אך מהותי (כפי שיוסבר להלן), היא בעלת פוטנציאל אמיתי לנטרל את התמריץ ליצירתן של חברות הפער, ועל ידי כך לחולל שינוי מבני עמוק במשק ולעקור מן השורש את בעיית הריכוזיות.

6. לפיכך, ולסיכום נקודה זו, **התנועה קוראת לוועדה להתמודד כראוי עם הסיכונים עליהם הצביעה לאורך הטייטה, ולהציע צעדי מדיניות תקיפים ואפקטיביים לפירוק חברות הפער.** אין להשלים עם המשך המצב הקיים, שבו קבוצה קטנה של שליטי הון משתלטת לאור יום ובחסות החוק הקיים על נכסי הציבור הרחב, עושה בהם שימוש כרצונה ומטילה את הסיכון על כתפי המשק כולו.⁸ ההמלצות שלהלן יבקשו לפתור בעיה זו מן השורש.

2.2.2 פירוק חברות הפער

1. התנועה סבורה כי **ההמלצה הראשונה והמתבקשת היא לאסור על קיומן של חברות פער, ובכך לעקור את הרע משורשו**, מבלי להזדקק לתחבולות עקיפות ומורכבות.

2. יודגש כי **ישנם תקדימים בעולם לפעולה ישירה לפירוק חברות הפער.** מהלך דרסטי שכזה הושק באוגוסט 1935 בארצות הברית, אז חתם הנשיא על ה-PUHCA. חוק זה, כמתואר לעיל (עמ' 5), הסמיך את הרשות לניירות ערך (ה-SEC) לפרק כל חברת אחזקות וחברות בת המסונפות אליה במשק האנרגיה והגז משיקולים הקשורים למבנה הבעלות המורכב, היקף הפריסה הארצית ומידת הביזור הענפי של הקבוצה כולה. תהליך יישומו של ה-PUHCA נמשך זמן רב, אולם בסיכומו של דבר הוכתר הפרויקט בהצלחה, בין היתר בזכות אקלים משפטי מתאים, תמיכה פוליטית איתנה ועקבית מצד הנשיא ובית הנבחרים ואסטרטגיה נחושה וסבלנית של ה-SEC. מהלך דומה התרחש ביפן, אשר חלקים גדולים מכלכלתה נשלטו עד מלחמת העולם השנייה בידי פירמידות ענק, ה"זייבטסו" (Zaibatsu). ממשל הכיבוש האמריקני ביפן, בראשות הגנרל מקארטור, פעל לפירוק הזייבטסו כחלק מן הרפורמות החוקתיות והחברתיות רחבות-ההיקף שבוצעו במדינה לאחר המלחמה. במסגרת זאת נאסרה פעילותן של חברות האחזקה אשר סייעו בבניית הפירמידות (באמצעות החזקת מניות בשרשור לטובת בעל השליטה), לצד החרמה ישירה של מניות ופיזור כפוי של גרעיני שליטה משפחתיים.⁹

3. לסיכום, אנו מצרים על כך שפירוק מלא של חברות הפער לא שימש נקודת מוצא לדוח הביניים של הוועדה. אין לנו אלא לצטט את לשונו של ז'בוטינסקי, במאמרו המפורסם: **כן, לשבור.** נזכיר כי ז'בוטינסקי פרסם את המאמר בשנת 1932, וקרא בו לשבירת כוחה המונופוליסטי של הסתדרות העובדים הכללית. ז'בוטינסקי תמך בפה מלא בארגוני העובדים, אשר מגנים על זכויות החלשים בחברה, אולם טען כי המונופול של הסתדרות איננו משרת מטרה זו. ובחזרה למציאות

⁸ בשולי הדברים, ומבלי לגרוע מן האמור בגוף הטקסט, אנו סבורים כי אם "קבוצת המיקוד" של הוועדה תלך ותקטן (כלומר, אם המלצותיה לא יחולו על כלל חברות הפער במשק, אלא - נניח - רק על הקבוצות העסקיות הגדולות) - כך יש הצדקה גדולה עוד יותר לנקוט בצעדי מדיניות תקיפים ונחושים עוד יותר, מבין סט הצעדים שיוצעו להלן

⁹ ראה ניתוח מורחב בתוך Yishai Yafeh, *Corporate Ownership, Profitability and Bank-Firm Ties: Evidence from the American Occupation Reforms in Japan*, 9 JOURNAL OF THE JAPANESE AND INTERNATIONAL ECONOMIES 154 (1995).



התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel

ימינו: אנו ממליצים, באופן חד וחלק, לפרק את חברות הפער, אשר עומדות בשורש רבות מן הרעות החולות של המשק הישראלי. יש לנקוט במדיניות זו באופן מושכל ושקול, אולם בה בעת גם באופן נחוש ובלתי-מתפשר.

4. מבלי לגרוע מכל האמור לעיל, להלן תפורטנה מספר המלצות נקודתיות שתכליתן אחת: לצמצם ככל הניתן את התמריץ הכלכלי לקיומן של חברות הפער.

2.2.3 מנייה אחת - קול אחד

1. התנועה מבקשת לתמוך בהצעת הוועדה שהוצגה לעיון הציבור (הצעה מס' 16), לפיה בחברת-פער זכויות ההצבעה של בעל השליטה באמצעות חברות האם תוגבלנה לזכויותיו המשווהות בהון.
2. אנו סבורים כי הרעיון העומד בבסיס הדברים הוא נכון וצודק. יתירה מזאת, אנו סבורים כי יישום המלצה זו (בתוספת שיפור קל, אך מהותי, כפי שיוסבר להלן) עשוי ליצור **תמריץ חזק מאוד לפירוק בפועל של חברות הפער.**

3. המנגנון שהציע הוועדה ניתן להצגה באמצעות הנוסחה: $\frac{x}{x+1-y}$, כאשר x מבטא את זכויותיו

של בעל השליטה בהון, ו- y את היקף השליטה שלו בפועל (בזכות השרשור דרך חברות הפער). כפי שציינה הוועדה, בהגינותה, **מנגנון זה עלול לעודד את בעלי השליטה להגדיל עוד יותר את הפער שבין זכויותיהם בהון לזכויותיהם בהצבעה.** כך, למשל, בעל שליטה המחזיק ב-21% מההון (x) בחברה פלונית, אך בה בעת הצליח - באמצעות שרשור של חברות הפער - להשיג 80% מזכויות ההצבעה (y), יוסיף להחזיק בכ-51% מזכויות ההצבעה, ועל ידי ישמר את שליטתו האפקטיבית בחברה.¹⁰ לאזרהרה זו מצטרף פרופ' בבציוק, הוגה המנגנון, אשר קבע כי במקרים רבים גם המנגנון המוצע ישמר את שליטתו של בעל השליטה הנוכחי.¹¹ אם כן, ולסיכום נקודה זו, **גם המנגנון שהוצע על ידי הוועדה איננו פוגע בהכרח בכוחו היחסי של בעל השליטה, ואף עלול לתמרץ את שליטי ההון להגדיל את הפער בין הבעלות לשליטה** (באמצעות יצירת שלבים נוספים בשרשרת הבעלות), על מנת לשמר את רמת השליטה שלהם במבנה.

4. לנוכח זאת אנו סבורים כי יש להשתמש במנגנון הדמוקרטי והפשוט של קול אחד למנייה אחת, ולהעניק את כוח ההצבעה ישירות למחזיקי המניות. **יש לשפר את המנגנון המוצע באופן שיבטיח כי בשורה התחתונה כוחו של בעל השליטה בחברת הפער לא יעלה לעולם על שיעור זכויותיו ההוניות בחברה.** להבנתנו, פיתרון פשוט לכך הוא **לאפשר לבעלי המניות של חברת האם במעלה השרשרת להצטרף להצבעה כבעלי מניות בחברת הבת.** לשם המחשה, ניטול דוגמא שבה בעל השליטה מחזיק ב-51% ממניות חברה א', שמחזיקה ב-51% ממניות חברה ב', וזו מחזיקה ב-80% ממניות חברה ג'. במצב כזה, בעל השליטה שולט ב-80% מחברה ג', אך זכויותיו ההוניות בחברה ג' הן כ-21% בלבד. הצעתנו היא להעניק לבעל השליטה זכות הצבעה השקולה לזכויותיו ההוניות, בגובה 21% בלבד. 20% נוספים בהצבעה יהיו של יתר בעלי המניות בחברה ב' (הציבור). יתר זכויות ההצבעה, אשר מסתכמות ב-59%, ייוחסו לבעלי המניות האחרים בחברה ב'. אנו סבורים כי פיתרון כזה יממש באפקטיביות את העיקרון של "מנייה אחת = קול אחד" בכלל המקרים,

¹⁰ ראה עמ' 110 לטייטה, ובהערת שוליים 174 שם.

¹¹ עמ' 245 לטייטה.



ויגשים באופן טוב יותר את עיקרון-העל שהציעה הוועדה: זכויות ההצבעה האפקטיביות של בעל עניין יהיו שוות לשיעור זכויותיו בהון החברה.

2.2.4 מיסוי דיבידנדים

1. למרבה התמיהה, הוועדה נמנעה מלהמליץ על מיסוי דיבידנדים המועברים מחברה אחת לשנייה (להלן: מיסוי דיבידנדים). זאת חרף עמדתו של בנק ישראל, כפי שהובעה בעבודת המטה המצורפת לטיוטה, לפיה מיסוי של מקורות המועברים מבעלי המניות בחברות המסונפות לבעלי השליטה בחברות האם - למשל, מיסוי דיבידנדים ומיסוי העברות פנים-קבוצתיות - עשוי להחליש את נטייתו של בעל השליטה לנצל את בעלי מניות המיעוט ומחזיקי האג"ח.¹²
2. במסגרת הפירמידאלית, חלוקת דיבידנדים בין חברות היא אחד מביטוייה של תופעת התיעול (tunneling), אשר מתייחסת למצב בו בעל השליטה מעביר נכסים מחברות בתחתית הפירמידה אל חברות במעלה הפירמידה, שם זכויותיו ההוניות גבוהות יותר. ובהכללה, בעל השליטה בחברת פער יתפתה לתעל דיבידנדים מחברת הפער אל החברה שנמצאת במעלה השרשרת, שם זכויותיו ההוניות גבוהות יותר. לפיכך, התנועה ממליצה לעשות שימוש בכלי של מיסוי דיבידנדים, על מנת לצמצם את התועלת הכלכלית שיש במבנה בעלות משורשר (הן במסגרת הכללית של חברות הפער, והן במסגרת הספציפית של פירמידות).¹³
3. כחיזוק לטענה זו נציין כי, על פי אסכולה בולטת במחקר הכלכלי, שיקולי מס היוו מרכיב משמעותי ביצירת הפירמידות ופירוקן בארצות הברית. כך, בפברואר 1919 נקבע פטור ממס דיבידנדים פדראלי, במקביל להעלאת מס ההכנסה הפדראלי על יחידים. מהלך זה העניק תמריץ משמעותי ליצירתן של פירמידות-ענק במשק האנרגיה והגז לאורך שנות ה-20.¹⁴ בד בבד, ביוני 1935 אישר הקונגרס את הצעות המיסוי של הנשיא רוזוולט אשר נועדו לבטל את תמריצי המס של הפירמידות. במסגרת זאת הוטל מס על 10% מכל דיבידנד פנימי בין חברות, ובמקביל הוענק פטור ממס על דיבידנדים שחולקו במסגרת פירוק של חברות-בת בתוך הקבוצה (על מנת לתמרץ את הפירמידות לפשט את מבנה הקבוצה ולמזג חברות משלבים נמוכים עם חברות משלבים גבוהים).¹⁵ רבים, כאמור, מייחסים לחקיקת המס שהוזכרה כאן השפעה מכרעת על נטרול כוחן של הפירמידות בארצות הברית בשנות ה-30.¹⁶ לפיכך, אנו סבורים כי יש מקום רב להתבסס על המודל האמריקאי גם בהיבט זה, ולהיאבק בתופעת חברות הפער בכלי המס המתוארים.

¹² עמ' 207 לטיוטה.

¹³ התמיהה על העדר המלצה זו מן הטיוטה מתחזקת לנוכח הנתונים שנסקרו בעבודת המטה של הרשות לניירות ערך, אשר מצורפת לטיוטה (עמ' 158-159). על פי ממצאי הרשות, חלקן של הקבוצות העסקיות בסך הדיבידנדים שחולקו בעשור האחרון נע בין 60% ל-75%. לעומת זאת, שיעור החברות המחלקות דיבידנד והמשתייכות לקבוצות עסקיות מבין כלל החברות עומד על כ-13.23% במילים אחרות, חברות המשתייכות לקבוצה עסקית מחלקות דיבידנדים בשיעור העולה על חלקן היחסי באוכלוסיית החברות. ממצא זה מעורר חשד לפיו הקבוצות העסקיות עושות שימוש נרחב מדי בחלוקת דיבידנדים, תוך ניצול הכלי המשפטי של חברות הפער.

¹⁴ Randall Morck, *How to Eliminate Pyramidal Business Groups*, 19 NBER WORKING PAPER SERIES 135, (2005) 149-150 (להלן: מורק, ביטול הפירמידות).

¹⁵ ראה עוד: Roy G. Blakey & Gladys C. Blakey, *The Revenue Act of 1934*, 24 AMERICAN ECONOMIC REVIEW 450, 455-456 (1934) REVIEW 450, 455-456 (1934). חוקים אלו עודכנו שנה מאוחר יותר: מדרגת המס הועלתה ל-15%, והפטור על דיבידנדים כתוצאה מפירוק ומיזוג הפך לגורף עוד יותר.

¹⁶ ראה Gardiner Means, *The Diffusion of Stock Ownership in the United States*, 44 QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS 561, 592 (1930) (שם הסביר כי הפירמידות נוצרו מלכתחילה בשל הפערים בין מס הכנסה לפרטים לבין מס הכנסה לחברות משורשרות); מורק, ביטול הפירמידות, 149-152 (על חקיקת מס נוספת בהקשר זה); Randall Morck & Bernard Young, *Dividend Taxation and Corporate Governance*, 19 J. ECON. PERS. 163, (2005) 176 (להלן: מורק, מיסוי).



4. אם כן, לסיכום חלק זה, התנועה ממליצה לעשות שימוש במיסוי דיבידנדים על מנת ליצור תמריץ שלילי להקמתן של חברות פער, ועל ידי כך להיאבק בתופעת הריכוזיות.

2.2.5 איסור עסקאות בעלי עניין

1. אנו ממליצים לבחון הטלת איסור מוחלט על עסקאות בעלי עניין בחברות פער, ועל ידי כך לבטל לחלוטין את החשש לביצוע עסקאות שאינן מטיבות עם החברה.
2. חשוב לציין כי, גם כאן, אין מדובר ב"המצאה מחדש" של הגלגל. אנו מבקשים לשוב ולהפנות את תשומת לב חברי הוועדה למודל האמריקאי של פירוק הפירמידות - חוק ה-PUHCA (ראו לעיל, עמ' 5). סעיף 12 לחוק אסר על כל צורה של הלוואה, מתן אשראי וחלוקת דיבידנדים בין חברות המסונפות לאותה קבוצה עסקית. בנוסף, סעיף 13 לחוק אסר על ביצוע עסקאות פנימיות לאספקת שירותים ו/או למכירת טובין בתוך קבוצה עסקית, וכן אסר על כל מי שהוא בעל עניין באחת מן החברות בקבוצה העסקית להיות מעורב בעסקאות לאספקת שירותים ו/או למכירת טובין לחברה שהוא בעל עניין בה. יש לשים לב, שלפי ה-PUHCA בעל עניין הוא כל מי שמחזיק ב-5%, אף אם איננו בעל שליטה בחברה. במילים אחרות, החוק האמריקאי קבע שרשרת איסורים גורפת ומחמירה במיוחד, שנועדה לחסום כל אפשרות של עסקאות פנימיות בין חברות קשורות ושל עסקאות בעלי עניין, קל וחומר של בעלי שליטה. אנו ממליצים לוועדה לשקול לאמץ מדיניות זו בישראל, ולקבוע מסכת איסורים מחמירה וגורפת בדומה למודל האמריקאי.
3. כרקע לדברים נשוב ונזכיר כי עסקאות עם בעלי השליטה סובלות, כידוע, מכשל שוק מובנה, שכן בעל השליטה עומד משני צידי העסקה (Self Dealing). כתוצאה מכך נוצרת בעיית נציג חריפה, כאשר בעל השליטה עלול לנצל את שליטתו בחברה על מנת לבצע עסקה שתשרת את תועלתו האישית על חשבון בעלי המניות של החברה, כמו גם על חשבון הנושים, הספקים והעובדים. הטיעון המרכזי נגד הטלת איסור קוגנטי (כופה) וגורף על עסקאות בעלי שליטה הוא שלעיתים עסקאות אלו הן יעילות יותר, בין משום שבעל השליטה מציע מוצר ייחודי שאיננו קיים במקום אחר בשוק, ובין משום שעצם ההתקשרות עם בעל השליטה - שמכיר היטב את החברה - יכולה לחסוך מקצת מעלויות העסקה.¹⁷
4. לשם השלמת התמונה נציין כי, בדין הישראלי הנוהג כיום, ההתמודדות עם עסקאות בעלי שליטה נעשית באמצעות כללי קניין מתונים בשילוב עם כללי אחריות. כך, חוק החברות, התשנ"ט-1999 מתייחס - בהקשר של עסקאות עם בעל שליטה - רק לעסקה חריגה שבה מעורב בעל השליטה או קרוביו, וקובע שהיא יכולה להתקיים אם הושג אישור תלת-שלבי מיוחד (ועדת הביקורת, הדירקטוריון ורוב בלתי-נגוע באסיפה הכללית).¹⁸ תקנות לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, משלימות את חוק החברות בנקודה זו ומטילות חובת גילוי רחבה במקרה של עסקאות עם בעל השליטה.¹⁹
5. לסיכום נקודה זו, גם אם המודל המשפטי הקיים כיום בדין הישראלי מספק מענה הולם לכשל השוק המובנה אשר טמון בעסקאות עם בעלי השליטה, אנו סבורים כי החששות שתוארו לעיל ביחס לכל עסקאות השליטה מתקיימים ביתר שאת בחברות פער ובפירמידות עסקיות. זאת לנוכח הפער המובהק שמתקיים בהן בין הבעלות לשליטה (כפי שנובע מהגדרת החברה כחברת

¹⁷ ראה, למשל, הדרה בר-מור דיני תאגידים כרך ג 439-458 (2009).

¹⁸ סעי' 270(4) לחוק החברות.

¹⁹ תקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התשס"א-2001.



התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel

פער ומהתבססותה של הפירמידה על אגרזיה של חברות פער), ובכל הנוגע לפירמידות - גם בשל היותן "חשודות" כמעט אוטומטיות בכל הנוגע לפגיעה במשקיעים ובשל החשיבות המערכתית והכלל-משקית שיש להתנהלותן התקינה, וכפי שהוסבר בהרחבה בטיוטה. לפיכך, ולאור האמור לעיל, התנועה ממליצה להעניק טיפול משפטי חריף במיוחד **ולהטיל איסור גורף על כל עסקאות בעלי העניין בחברות הפער.**

2.2.6 המלצות הוועדה בנושא ממשל תאגידי (המלצות 6, 7, 8 ו-9)

1. ארבע מבין חמש עשרה ההמלצות האופרטיביות אשר מוזכרות בפרק הרביעי עוסקות בחיזוק הדירקטוריון וכוחם של בעלי מניות המיעוט בחברות הפער.
2. ככלל, ומבלי לגרוע מן האמור להלן, אנו סבורים כי **אין להפריז בחשיבותם של כללי הממשל התאגידי כאמצעי למאבק בריכוזיות**. טרם יבשה הדיו על תיקון 16 ותיקון 17 לחוק החברות, אשר ביקשו גם הם לחזק את עצמאות הדירקטוריון, כוחם של בעלי מניות המיעוט וכוחם של מחזיקי אגרות החוב. יעילותם של תיקונים אלו, כמו גם של תיקונים דומים במערכות משפט במדינות אחרות, טרם הוכחה באופן משביע רצון.
3. בנוסף, ולשם המחשה, לאחר המשבר שפקד את דרום-מזרח אסיה בשלהי שנות ה-90 נקבעו בדרום קוריאה שורה של תיקוני חקיקה שנועדו לסרס את כוחן של הפירמידות (צ'ייבול), באמצעות חיזוק כוחם של בעלי מניות המיעוט וחיזוק הדירקטוריון. בין היתר, הונמד הסף המינימאלי הנדרש לשם כינוס אסיפה כללית וקביעת הנושאים שעל סדר היום, הגשת בקשה לסיום כהונתו של דירקטור או רואה חשבון חיצוני, ונקיטת פעולות משפטיות על ידי החברה כנגד נושאי המשרה שלה (כתחליף לתביעה נגזרת). עם זאת, הסברה המקובלת גורסת כי **לצעדים אלו לא הייתה השפעה ממשית על התנהלות הצ'ייבול בדרום קוריאה**, אשר המשיכו לצמוח באין מפריע לממדי ענק.
4. לנוכח כל זאת, ולסיכום נקודה זו, **התנועה סבורה כי על מנת להיאבק באפקטיביות בבעיית הריכוזיות מוטב למקד את תשומת הלב בגיבוש צעדי מדיניות אלטרנטיביים, כפי שפורטו בהרחבה לעיל**. במקום להוסיף עוד מצלמות אבטחה ועוד מאבטחים, שיהיו עסוקים בצילום ותייעוד של המתרחש סביב שולחן הסעודה, מוטב לפתוח את השורות ולאפשר לכל האורחים גישה חופשית אל הסעודה.
5. עם זאת, ומבלי לגרוע מן האמור לעיל, התנועה תומכת בפה מלא בהצעת הוועדה **לאפשר למשקיעים מן הציבור הצבעה דרך האינטרנט**. עם זאת, אנו מציעים לוועדה לשקול שיפורים מסוימים להצעה, כדוגמת קביעת סף מינימום לאחוזי הצבעה נדרשים באסיפה כללית בחברה ציבורית, שמתחתיו הצבעה לא תיחשב כחוקית, או תמרוץ אפקטיבי של בעלי המניות להצביע באסיפה הכללית.
6. בד בבד, הוועדה ממליצה להגדיל את מספר הדח"צים בחברות פער, ולהתנות את מינויים באישור בעלי מניות המיעוט. התנועה סבורה כי בכך אין די, משום שכל עוד בעל השליטה הוא זה שמציע את הדירקטורים החיצוניים - הרי שאין זה משנה מי ייבחר בהם בפועל. על כן **אנו מציעים כי הזכות להציע דירקטורים תהיה בהתאם לשיעור הזכויות ההוניות בחברה, ולא בהתאם לשיעור השליטה** (אשר הושג באמצעות שרשרת חברות).
7. בנוסף, **אנו ממליצים להפוך את הדירקטור למקצועי**, ובכלל זה להקפיד על הליכי מיון והכשרה מתאימים; להקים מאגר דירקטורים חיצוניים שעברו בחינות בתחומים שונים, שינוהל על ידי



התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel

רשות ניירות ערך ויבטיח את עצמאות הדח"צים; וכן להגביל את מספר חברות בהן רשאי אדם לכהן כדח"צ - ובפרט חברות הקשורות בפירמידה עסקית אחת. בנוסף, אנו ממליצים כי במוסדות פיננסיים כהונת דירקטור תהיה במשרה מלאה, בשכר ראוי, ותוך הטלת איסור על עיסוק נוסף.

2.2.7 חיזוק שומרי הסף

1. בנוסף לכל האמור, התנועה מבקשת להפנות את תשומת לב הוועדה לשלושה שחקנים הפועלים בשוק ההון, אשר לגביהן הטייטה שותקת או למצער מספקת המלצות חלקיות ביתר.
א. הקמת מנגנון חלופי לשוק הערכות השווי:
2. על אף מומחיות המעריכים, הערכות שווי נוטות להתאים לרצון המזמין. כאשר בעלי מניות מיעוט בוחנים הצעה שעולה להצבעה באסיפה הכללית - הם נאלצים להסתמך על הערכת שווי שהוזמנה על ידי החברה או בעל השליטה, ואשר פעמים רבות מתאימה יותר לאינטרסים של בעל השליטה מאשר לעובדות היבשות.
3. דוגמא מובהקת לכך היא עסקת גנדן-ישראיר. חברת IDB שבשליטת נוחי דנקנר רכשה בשנת 2009 את חברת גנדן תיירות, גם היא בבעלות דנקנר. גנדן, מצידה, החזיקה בחברת ישראיר, אשר הייתה שקועה בחובות רבים. העסקה שחררה את דנקנר מערבויות בסך 49 מיליון דולר, וכן נקבע שההלוואות שלו ושל ושותפיו יומרו למניות ויימחקו. העסקה אושרה על בסיס חוות דעתו החשבונאית של רו"ח אורי כהן ממשד סוארי. תמורת חוות דעת זו שולמו למשרד סוארי לא פחות מ-800 אלף ₪, על אף שההנחות עליהן התבסס הנייר הופרכו לחלוטין במבחן המציאות. כך, למשל, הערכת השווי קבעה כי ישראיר תציג רווח תפעולי כבר ב-2009 ובכל שנה עד 2013. בפועל, ישראיר ממשיכה לדווח על הפסדי ענק ב-2010 (אם כי ברבעון השלישי היא נמחקה כליל מפרסומי IDB).
4. לנוכח הבעייתיות הכרוכה בשוק הערכות השווי הנוכחי, וכפי שמדגימה עסקת ישראיר, התנועה ממליצה כי חברות המעוניינות בהערכות שווי יפנו לרשות לניירות ערך, אשר תמנה מעריך שווי מתוך רשימה סגורה של מעריכים שיעמדו בקריטריונים מוגדרים. כמו כן, הקשר של החברה עם מעריך השווי לא יתבצע באופן ישיר, אלא רק באמצעות תיווך הרשות לניירות ערך.
ב. חציצה בין החברה המדרגת והחברה המדרגת:
5. דו"ח בנק ישראל לשנת 2008 קבע כי לשם חיזוק יציבותה של המערכת הפיננסית יש לנקוט, בין היתר, במהלכים להסדרת פעילותן של חברות הדירוג. בנק ישראל המליץ לטפל ב"כשל המוסרי" הכרוך בפעילותן של חברות הדירוג, כשל אשר נוצר בעקבות זהות האינטרסים בין לבין מנפיקי החוב המזמינים את הדירוג ומשלמים עבורו. כתוצאה מזהות האינטרסים יש לחברות הדירוג תמריץ לעודד הנפקות (על מנת לזכות בעמלות) ולשתף פעולה עם מנפיקי איגרות החוב, אשר מזמינים את הדירוג ומשלמים עבורו.²⁰
6. לנוכח זאת, התנועה ממליצה שלא לאפשר לחברה לבחור את החברה המדרגת. בד בבד, התנועה ממליצה לחייב את חברת הדירוג בדין וחשבון לרשות ניירות ערך, אשר תידרש לפקח על איכות הדירוג ותהיה אמונה על גביית והעברת התשלום מהחברה המדרגת לחברה המדרגת.

²⁰ עמ' 128, 134 ו-152 לטייטה.



2.3 סיכום ביניים

1. לסיכום כל האמור עד כה, אנו שבים ומחזקים את ידי הוועדה על בחירתה להניח את האצבע על שורש הבעיה - חברות הפער.
2. בד בבד, אנו שבים וקוראים לוועדה להמליץ על צעדים שמטפלים בשורש הבעיה, ולא להתמקד בצעדים שנועדו ליצור מנגנוני פיקוח חיצוניים. זאת, על מנת לפתור את הבעיות עליהן הצביעה הוועדה: לפרק באופן מוצהר את חברות הפער, או למצער להתאים את זכויות ההצבעה של בעל השליטה לזכויותיו בהון, להטיל מיסוי על דיבידנדים ולאסור כליל על עסקאות בעלי עניין בחברות פער.

2.4 הגבלת המינוף של הקבוצות העסקיות הגדולות

2.4.1 כללי

1. מבלי לגרוע מכל האמור לעיל, ומבלי להמעיט מן החשיבות הרבה שאנו מייחסים לטיפול בתופעת חברות הפער, אנו מצטרפים להמלצת הוועדה בנוגע להגבלת החשיפה של גופים מוסדיים לתאגיד בודד ולקבוצת תאגידים (המלצה מס' 14).
2. בד בבד, אנו סבורים כי יש להרחיב את המלצות הוועדה, ולגבש מדיניות מקיפה יותר שמטרתה לצמצם את רמת המינוף של הקבוצות העסקיות בישראל, את היקף החשיפה של שוק האשראי הבנקאי והחוץ-בנקאי לקבוצות אלו, ואת רמת הריכוזיות בשוק האשראי העסקי.
3. בקצירת האומר, אנו ממליצים לקבוע כללים נוקשים הן ביחס להיקף ההשקעות המותר של גופים מוסדיים בקבוצות הגדולות, והן ביחס להיקף המינוף המותר לקבוצות עסקיות גדולות. בסעיפים הבאים נרחיב על צעדי המדיניות המומלצים ועל ההצדקות להם.

2.4.2 חשיבות הבעיה והסיכונים הכרוכים במינוף

1. עבודת המטה של בנק ישראל, אשר צורפה כנספח לטייטה, חושפת נתונים חמורים על רמת המינוף של הקבוצות העסקיות הגדולות בישראל (מבלי לנקוב בשמותיהן של קבוצות אלו). בין היתר, בנק ישראל מצא - בהתייחס לשנים 2005 עד 2009 - כי ב-7 מתוך 10 הקבוצות העסקיות בעלות היקף הנפקות האג"ח הגבוה ביותר, שיעור המינוף היה גבוה משמעותית משיעור המינוף הממוצע בקרב החברות הבלתי-מסונפות (כלומר, בקרב החברות שאינן משתייכות לקבוצה עסקית כלשהי).²¹ כמו כן, נכון לסוף יוני 2011, חמש קבוצות הלוויים הגדולות החזיקו ביתרות חוב של 90 מיליארד ₪ בשוק האג"ח (לא כולל החוב לבנקים).²²
2. היבט נוסף נוגע למידת החשיפה של הבנקים ושל הגופים המוסדיים לעשרת הקבוצות העסקיות הגדולות בישראל. כך, כ-17% מנכסי קופות הגמל, 15% מנכסי חברות הביטוח וקרנות הנאמנות, ו-9% מנכסי קרנות הפנסיה החדשות חשופים לעשר הקבוצות העסקיות הגדולות (באמצעות אג"ח, מניות או אמצעים אחרים).²³ בנוסף, הבנקים מעמידים לטובת עשר הקבוצות העסקיות הגדולות אשראי בגובה 145 מיליארד ₪, שהם כ-11.5% מסיכון האשראי הכולל של הבנקים.²⁴

²¹ עמ' 199-202 לטייטה.

²² שם, עמ' 203.

²³ שם, עמ' 204.

²⁴ שם, עמ' 207.



התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

The Movement for Quality Government in Israel الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل

3. לנוכח נתונים אלו התנועה מצטרפת לעמדת בנק ישראל, כפי שהוצגה בטיוטה, ולפיה **השילוב בין שני היבטים אלו - המינוף הגבוה של הקבוצות העסקיות מחד, וגודלם המשמעותי בשוק האשראי הבנקאי והחוץ-בנקאי מאידך - מעצים את הסיכון המערכתי שהקבוצות יוצרות למגזר הפיננסי ולמשק כולו**. הנתונים שהוצגו בדוח הועדה ובפרסומים משלימים, כפי שנסקרו כאן, מלמדים על רמת הסיכון המערכתי המוחשי אשר נשקף לחסכוניות הציבור כתוצאה מהידרדרות במצבה העסקי של כל אחת מן הקבוצות הגדולות. לכך יש לצרף את הנתונים שהוזכרו לעיל, בנוגע לנתח השוק שמחזיקות ביניהן הקבוצות העסקיות הגדולות, ואשר ממחישים מכיוון נוסף את גודלן של הקבוצות וממילא גם את הסיכון המערכתי הנשקף מהן למשק כולו.
4. בד בבד, חשוב להדגיש גם כי **הקלות היחסית של המינוף בישראל מהווה תמריץ להתרחבות נוספת של הקבוצות**. בהמשך לכך, השימוש האינטנסיבי שנעשה כבר כיום במינוף וגיוס חוב, כפי שתואר לעיל, יוצר חשש כי - במידה שהמלצות הוועדה לא יטפלו בסוגיית המינוף - **שליטי ההון המחזיקים בחברות הפער יגבירו עוד יותר את השימוש בכלי זה לגיוס הון, על מנת לחמוק באופן מעשי מן ההמלצות ולשמר את אחיזתם בשוק ההון**.
5. היבט נוסף של נושא זה נוגע לריכוזיות האשראי בישראל, דהיינו: היקף האשראי אשר ניתן לקבוצות העסקיות הגדולות מתוך סך האשראי העסקי (ולא מתוך סך האשראי כולו, אשר כולל בתוכו גם את האשראי למשקי בית). לפי נתוני מחלקת המחקר והמידע של הכנסת, נכון לסוף שנת 2009 עמד האשראי ל-6 הקבוצות הגדולות בישראל על 25% מסך האשראי הבנקאי למגזר העסקי.²⁵ חמור מכך, על פי נתונים שמסר לאחרונה הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון, למעלה מ-50% מתיק האשראי וההשקעות העסקיות של הגופים המוסדיים הופנו אל עשר הקבוצות הגדולות בישראל.²⁶ זאת בדומה לנתונים המופיעים בעבודת המטה של בנק ישראל, שהוזכרה לעיל, ולפיה 10 קבוצות עסקיות גדולות אחריות לכ-50% מסך האג"ח שהונפק בישראל בשנים 2005-2009.²⁷ נתונים אלו מלמדים כי, בנוסף על האמור לעיל בדבר הסיכון המערכתי, **הפירמידות הגדולות חוסמות - בפועל - את אספקת האשראי ממתחרים פוטנציאליים**. מחנק האשראי בישראל, תוצאה של הריכוז הלא-פרופורציונאלי של אשראי בידיהם של שליטי ההון, מעוות את הקצאת המקורות במשק, ומסב פגיעה אנושה לתחרות ההוגנת, כושר החדשנות ופוטנציאל הצמיחה של הכלכלה הישראלית.

2.4.3 המלצות התנועה

1. לנוכח כל האמור, התנועה ממליצה לוועדה **לחסל את התמריצים אשר מעודדים כיום התרחבות של הקבוצות הגדולות באמצעות גיוס חוב מהציבור**. צעדים כאלו יוכלו לפתוח מחדש את ברז האשראי עבור יזמים חדשים, ובה בעת לצמצם את הסיכון המערכתי המאיים על כלל המשק.
 - א. **מגבלת לווה בודד וקבוצת לווים**
2. קונקרטי, אנו מצטרפים להמלצת לוועדה (המלצה מס' 14) **להרחיב את המגבלות הקיימות כיום על היקף החשיפה של גופים מוסדיים ללווה בודד ולקבוצת לווים**.
 - ב. **הגבלת סך האשראי ללווים גדולים ולמימון רכישת גרעיני שליטה**

²⁵ מחלק המחקר והמידע של הכנסת קבוצות עסקים וריכוזיות האשראי בכלכלת ישראל 17 (2011).
²⁶ מירב ארלוזורוב שוק ההון ריכוזי פי 3 מהבנקים TheMarker (22.9.2011)
<http://www.themarker.com/opinion/%D7%A6%D7%91-%D7%9E%D7%A3/1.1480460-%D7%94%D7%9B%D7%A1%D7%A3/1.1480460>
²⁷ עמ' 202 לטיוטה.



3. בנוסף, אנו קוראים לוועדה להטיל מגבלות על היקף החשיפה של גופים מוסדיים לסך ההלוואות של הלוויים הגדולים, כפי שיוסבר להלן, וכן להגביל את היקף האשראי הניתן לשם מימון רכישת גרעיני שליטה. זאת משום שהמגבלות הקיימות כיום על פעילות הגופים המוסדיים בהקשרים אלו²⁸ אינן אפקטיביות, בשורה התחתונה, וההוכחה הניצחת לכך היא בנתונים הקשים אשר נסקרו בהרחבה לעיל.

4. אנו סבורים כי ניתן, לכל הפחות כנקודת-ייחוס, להתבסס על המודלים שאימץ המפקח על הבנקים בנושאים דומים.²⁹ על פי הוראות הפיקוח על הבנקים, חבות של לווה בודד לא תעלה על 15% מהונו של הבנק, חבות של קבוצת לווים לא תעלה על 25% מהונו של הבנק, וסך החבויות של כל הלוויים הגדולים (כלומר, כל מי שחובו לבנק עולה על 10% מהונו של הבנק) לא יעלה על 120% מהונו של הבנק.³⁰ סט מיוחד של מגבלות חל על מימון בנקאי לשם רכישת גרעין שליטה בתאגיד, והוא כולל, בין היתר, מגבלות כמותיות על היקף האשראי המותר.³¹ אנו ממליצים להתבסס על הנחיות אלו, ובאופן דומה להרחיב את המגבלות הקיימות כיום על היקף החשיפה של גופים מוסדיים ללווה בודד ולקבוצת לווים, להטיל מגבלות על היקף החשיפה של גופים מוסדיים לסך ההלוואות של הלוויים הגדולים, ולהגביל את היקף האשראי הניתן לשם מימון רכישת גרעיני שליטה. בהקשר זה נדגיש כי חשוב להקפיד על תיאום בין הרגולטורים השונים בעת קביעת ההנחיות החדשות, וזאת על מנת למנוע אפשרות לארביטראז' פיקוחי.³²

5. אין באפשרותנו לנקוב, במסגרת נייר זה, במספרים מדויקים מומלצים, ואיננו יודעים האם אחוזי החשיפה שנקבעו בהוראות הפיקוח על הבנקים צריכים להיות מועתקים כפי שהם גם לגופים המוסדיים. לשם קביעת השיעורים המדויקים יש להיעזר בידע ובמומחיות של הרגולטורים הרלבנטיים, בדגש על הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון בבנק האוצר ורשות ניירות ערך. מכל מקום, השילוב של המגבלות בשוק הבנקאי, המגבלות המוצעות כאן על האשראי החוץ-בנקאי, והאצת תהליך הטמעתן של המלצות ועדת חודק - עשוי להטיל מגבלה אפקטיבית על רמת המינוף של הקבוצות העסקיות הגדולות וריכוזיות האשראי בישראל, ועל ידי כך להגביר את התחרות במשק ולאפשר צמיחת מיזמים חדשים.

ג. הגבלת היקפי המינוף של קבוצה בודדת

6. בנוסף, ומבלי לגרוע מן האמור לעיל, אנו סבורים כי יש מקום לשקול גם טיפול ישיר בהיקפי המינוף של קבוצה בודדת. לכל הפחות, יש חשיבות בהקמת ועדה משותפת לבנק ישראל ולממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, שתפקידה יהיה לפקח על היקף המינוף של הקבוצות העסקיות הגדולות בישראל, ובמידת הצורך - להפעיל כלים רגולטוריים לצמצום התופעה.

7. בהקשר זה חשוב להדגיש כי דרישתנו להגביל את רמת המינוף של הקבוצות העסקיות איננה בגדר "המצאת הגלגל מחדש". במילים אחרות, קיימים תקדימים להטלת מגבלות על מינוף שחקנים בשוק. בארצות הברית, לשם השוואה, סעיף 11 ל-PUHCA (ראו לעיל, עמ' 5) הסמיך את ה-SEC לנקוט בצעדים אשר יבטיחו כי המבנה התאגידי של כל קבוצה עסקית רשומה איננו פוגע בחלוקה ההוגנת של כוח ההצבעה (unfair or inequitable distribution of voting power). מכוח הסמכה זו התערבה ה-SEC במבנה ההון של הקבוצה, כאשר סברה שמחזיקי האג"חים -

²⁸ שם, עמ' 94.

²⁹ שם, עמ' 203.

³⁰ סעי' 4 להוראות ניהול בנקאי תקין מס' 313 "מגבלות על חבות של לווה ושל קבוצת לווים" (מאי 2011).

³¹ הוראות ניהול בנקאי תקין מס' 323 "מימון רכישת אמצעי שליטה בתאגידים" (דצמבר 2004).

³² מונח המתייחס למצב שבו שחקנים בשוק מתאגדים באופן שיכפיף אותם לרגולציה של מפקח X (שהוראותיו מקלות יותר), במקום להתאגד באופן שיכפיף אותם לרגולציה של מפקח Y (שהוראותיו נוקשות יותר).



התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

The Movement for Quality Government in Israel الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل

אשר אין להם זכויות הצבעה - מימנו שיעור גדול במיוחד מפעילותה, ובד בבד נראה היה שהקבוצה תתקשה לעמוד בהחזר חובותיה. לבעלי האג"חים לא הוענקו זכויות הצבעה, אולם ה-SEC הורתה לקבוצה לצמצם את ההישענות על מימון באמצעות חוב. ככלל, הרף העליון שנקבע עבור היחס חוב-הון (כלומר, האחוז מרווחי החברה שיכול להיות מופנה לפירעון האג"חים) עמד על 80%, פחות או יותר, כתלות באיתנות החברה ובטיב יכולתה לעמוד בהחזר החובות לטווח ארוך.³³ דוגמה נוספת היא המודל הדרום-קוריאני, שם פרסמה הממשלה - בעקבות המשבר שפקד את דרום-מזרח אסיה במהלך 1997 - עקרונות להגבלת החובות ההדדיים בין חברות-הבת של אותה פירמידה, הורדת יחס החוב-הון של הפירמידות, וביטול הפחתות המס בגין תשלומי ריבית על הלוואות.³⁴

ד. הקשחת התנאים לאישור הסדרי נושים ("תספורות")

8. בנוסף, ומבלי לגרוע מן האמור לעיל, אנו סבורים כי יש מקום לבחון את הקשחת התנאים לאישור הסדרי נושים בישראל ("תספורות"). זאת מתוך הנחה שהקשחת התנאים לתספורות תרתיע את הקבוצות הגדולות והממונפות מפני מינוף יתר, ועל ידי כך תצטמצם רמת המינוף של הקבוצות, היקף החשיפה של שוק האשראי אליהן ורמת הריכוזיות האשראי במשק.
9. תופעת התספורות מצד הנושים הגדולים במשק, הפכה, בהדרגה, לנפוצה יותר ויותר. כך, בשבועות האחרונים מגבש יצחק תשובה הסדר חוב עבור חברת דלק נדל"ן שבשליטתו, כאשר רכיב ה"תספורת" יכלול - על פי הערכות שונות שנשמעו בכלי התקשורת - מחיקת חובות בגובה של כמיליארד שקלים. תספורת נוספת מתוכננת להתבצע ב"טאו תשואות" שבשליטת אילן בן-דוב, בהיקף צפוי של מאות מיליוני שקלים.
10. חשוב להדגיש כי, בניגוד לקונוטציה הקלילה שעלולה להתלוות לביטוי "תספורת", מדובר במעשה חמור ומזיק. תספורת איננה אלא שם נרדף לעושק וסחיטה של כספי ציבור, הפרת התחייבות והתחמקות מקיום הבטחה חוזית. הגופים המוסדיים, אשר מהווים חלק נכבד מהנושים הנאלצים לוותר על חובם, הם לא אחרים מאשר קרנות הפנסיה, קופות הגמל, קרנות הנאמנות, חברות הביטוח ושאר גופים פיננסיים המחזיקים בכספן של כלל שכבות האוכלוסייה. כספי החוב האמורים, אלה שלעולם לא יושבו לגופים אלה, הם כספים שהיו מיועדים לשמש את הציבור בערוב ימיו ולשמש רשת מגן מינימאלית לקבוצות חלשות בחברה. אי החזרת חוב היא, ללא ספק, מעשה מגונה ובלתי מוסרי. חברה ראויה צריכה לקבוע וליישם נורמה של החזרת חובות, ולשרש ולגנות נורמות פסולות של אי החזרת חובות.
11. בישראל, המקור החוקי היחיד להסדרי נושים מצוי בסעיף 350 לחוק החברות. סעיף זה קובע, בין היתר, כי על מנת לאשר פשרה או הסדר בין החברה לבין נושיה יש לקבץ את הנושים לקבוצות נפרדות, לפי סוג החוב שבידיהם (אסיפות סוג). למשל, כל מחזיקי אגרות חוב מסדרה א' יכונסו באסיפת סוג אחת, ואילו מחזיקי אג"ח מסדרה ב' - יכונסו באסיפת סוג שנייה. בכל אסיפת סוג נדרש להשיג רוב כפול: רוב פשוט (למעלה מ-50%) מקרב המשתתפים בהצבעה, שבידם רוב מיוחס (75%) מערך הנכסים המיוצג בהצבעה.³⁵

³³ עוד בעניין פרשנות הרשות לסעיף זה ראה Leo W. Leary, *Fair and Equitable Distributing of Voting Power Under The Public Utility Holding Company Act of 1935*, 52 MICH. L. REV. 71, 81-83 (1953).

³⁴ ECONOMIC CRISIS AND CORPORATE RESTRUCTURING IN KOREA: REFORMING THE CHAEBOL 22, 129 (Stephan Haggard, Wohnyuk Lim and Euyung Kim eds., 2003).

³⁵ סעיף 350(ט) לחוק החברות.



12. בארצות הברית, לעומת זאת, הסדר חוב שגובש מחוץ לבית המשפט (out-of-court workout) איננו כובל נושה פלוני אשר עומד על זכותו לפירעון מלא ומסרב להצטרף ל"תספורת".³⁶ המשמעות היא שחברה נדרשת להשיג החלטה פה אחד של כלל הנושים, או לחלופין להשיג את הסכמתם של רוב גדול מאוד מהנושים (על מנת שההסדר החדש יהיה אפקטיבי מבחינתה).³⁷ ככל שמדובר בחובות מגובי אג"ח, החוק האמריקאי מעניק הגנה מפורשת למחזיקי האג"ח במסגרת חוק אגרות החוב (ה-TIA).³⁸ סעיף זה קובע שאין לפגוע בזכויות המרכזיות אשר מוקנות לנושה מכוח איגרת חוב - קבלת תשלומי הריבית והקרן במועד שנקבע, והזכות להגיש תביעה אישית לאכיפת התשלומים במועד - בלא הסכמתו של הנושה.³⁹ זהו איסור קוגנטי (כופה), אשר גובר על (כמעט) כל הוראה אחרת שנכללה בתנאי האג"ח ועל כל החלטה רובנית אחרת של מחזיקי האג"ח (למעט הסכמה פה אחד, כמובן).⁴⁰ האפשרות לכבול נושה בודד לתספורת שהוא איננו מסכים לה, בדומה לאופציה הקיימת בישראל, מתקיימת רק כאשר החברה פונה בשלב כזה או אחר להליכי פשיטת רגל לפי פרק 11 לחוק הפדראלי ובתקנות הנלוות אליו (Chapter 11), כאשר המשמעות היא שמתקיים פיקוח הדוק של בית המשפט לפי פרמטרים נוקשים.⁴¹

13. לסיכום נקודה זו, אנו ממליצים להקשיח את התנאים לאישור התספורת (הסדרי החוב), הן על מנת לצמצם את היקפיה של תופעה שלילית ופסולה זו, והן על מנת להרתיע את הקבוצות הגדולות והממונפות מפני מינוף יתר.

3. החזקות צולבות ריאליות ופיננסיות

1. התנועה מברכת על החלטת הוועדה להקדיש פרק נרחב לסכנות הטמונות בהחזקות הצולבות בתחום הריאלי והפיננסי. אנו מצטרפים לקביעת הוועדה לפיה בעלות צולבת על חברות ריאליות ופיננסיות יוצרת ניגוד עניינים מובנה, מאפשרת לבעל השליטה לתמרן את החברות הפיננסיות שבשליטתו לטובת האינטרסים שלו, תוך ניצול כספי הציבור המופקדים בקופת החברות הפיננסיות, פוגעת בתחרות ומעוותת את הקצאת המקורות במשק.⁴²

2. יחד עם זאת, ובשונה מן האמור בטיוטה, התנועה סבורה כי יש לאסור באופן גורף ומוחלט על החזקות צולבות של גופים ריאליים ופיננסיים, ללא קשר לגודלם של התאגידים. במילים אחרות, אנו סבורים כי "סייג הגודל" שקבעה הוועדה - דהיינו, הבחירה להחיל את ההמלצות רק על "גופים משמעותיים" - הוא שגוי, הן במישור העקרוני והן במישור המעשי. אנו קוראים לוועדה לנתק לחלוטין את הזיקה בין מוסדות פיננסיים לחברות ריאליות, ועל ידי כך להפוך את המוסדות הפיננסיים לגופים עצמאיים המתמחים בניהול כספי החוסכים.

Karen Gross & Matthew S. Barr, *Bankruptcy Solutions in the United States: An Overview*, 17 N.Y.L. SCH. J. INT'L & COMP. L. 215, 216-217 (1997) ³⁶

Richard E. Mendales, *We Can Work It out: The Interaction of Bankruptcy and Securities Regulation in the Workout Context*, 46 RUTGERS L. REV. 1211, 1264 (1994) ³⁷

(Trust Indenture Act, 1939) 15 USCS §316(b) (2000) (להלן: חוק האג"ח (ארה"ב)). ³⁸

סעי' 316(b) לחוק האג"ח (ארה"ב). "תביעה אישית" פירושה היכולת של מחזיק אג"ח בודד להגיש תביעה, בלא להזדקק להסכמתם של יתר מחזיקי האג"ח. ³⁹

George W. Jr. Shuster, *The Trust Indenture Act and International Debt Restructurings*, 14 AM. BANKR. INST. L. REV. 431, 432-434 (2006) ⁴⁰

(The Bankruptcy Clause) סעיף בחוקת ארצות הברית (Chapter 11 : להלן: 11 USCS §1101-1174 (2005)). מסמיק את הקונגרס לחוקק "חוק אחיד" (uniform law) בנושאי פשיטת רגל, ומתוקף הסמכה זו כך נחקק החוק הפדראלי בנושא - U.S. Constitution, Article 1, Section 8, Clause 4. עם זאת, המדינות נבדלות זו מזו, במידת מה, בכל הנוגע ליישום החוק הפדראלי, על רקע פרשנויות שונות למספר סעיפים בחוק; ראה בתמצית: Daniel A. Austin, *State Laws, Court Splits, Local Practice Make Consumer Bankruptcy Anything but "Uniform"*, 29-10 ABIJ 1 (2010) ⁴¹

עמ' 13 לטיוטה. ⁴²



התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

The Movement for Quality Government in Israel الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل

3. במישור העקרוני, הרציונאליים עליהן התבססה הוועדה לשם הצדקת הניתוק בין גופים ריאליים ופיננסיים - אינם קשורים לגודל התאגיד.⁴³ כל שילוב בין גוף פיננסי לגוף ריאלי בתוך קבוצה עסקית עלול לעוות את הקצאת המקורות במשק, ללא קשר לגודלם של הגופים. כל שילוב בין גוף מוסדי לגוף ריאלי בתוך קבוצה עסקית יוצר ניגוד עניינים מובנה, ופוגע ביעילות התיווך הפיננסי במשק. כל דירקטור שמכהן במקביל בגופים פיננסיים וריאליים חשוף לניגודי עניינים פוטנציאליים. כל גוף פיננסי, ללא קשר לגודלו, מחזיק במידע עסקי על גופים אחרים, ולפיכך שילובו בתוך קבוצה עסקית מעורר חשש לזליגת מידע באופן שיפגע בתחרות ההוגנת. בקצרה, **הרציונאליים אותם ציינה הוועדה מבססים את הצורך בקיומם של גופים פיננסיים עצמאיים, מקצועיים, מנותקים מכל זיקה עסקית לחברות ריאליות. אשר יתמקדו בניהול כספים לטובת החוסכים והמשקיעים.**
4. לשם המחשה, המלצות הוועדה כמוהן כהמלצה להטיל איסור בחוק על גניבה - בתנאי שהסכום הנגנב הוא בגובה מיליון ש"ח לכל הפחות. מובן שחוק כזה הוא אבסורדי וחסר פשר, שהרי גניבה היא דבר שלילי ופסול בתכלית, ללא שום קשר להיקף הסכום הנגנב. הוא הדין באשר להפרדה בין אחזקות ריאליות ואחזקות פיננסיות: העירוב בין התחום הריאלי והפיננסי הוא פסול, כפי שהוסבר בהרחבה בטיוטה, ללא תלות בהיקף המאזן ונתוני המכירות של התאגידים, ואין שום הצדקה להתיר שעטנז כזה. מסקנות הוועדה מעבירות מסר בעייתי ושגוי, לפיו מותר להתעשר שלא כדין מכספי הציבור המופקדים במוסדות הפיננסיים, ולהשתמש בהם למינוף עסקי הפרטיים של בעל השליטה - כל עוד הדבר נעשה "על אש קטנה".
5. בהקשר זה חשוב לציין טיעון נגד נפוץ, לפיו מתקיימת "חומה סינית" בתודעתם של מנהלי הגופים הפיננסיים, שבזכותה הם "מתעלים" מעל לסבך ניגודי העניינים האופף אותם. **התנועה סבורה כי טיעון "החומה הסינית" איננו אלא אגדה אורבנית חסרת כל ביסוס אמפירי.** האבסורדיות שבטיעון "החומה הסינית" מומחש, לצערנו, שוב ושוב, כאשר הגופים המוסדיים בישראל אשר נתונים בהחזקות צולבות מקבלים החלטות אשר פוגעות בציבור המשקיעים והחוסכים. לפיכך, ולסיכום הערה זו, **אנו מצטרפים בפה מלא לדבריו של איש העסקים דודי וייסמן, אשר טען כי "מי שבראש הבנק - החומה הסינית מגיעה לו לכתפיים והוא רואה משני צדיה".**⁴⁴
6. בד בבד, במישור המעשי, סייג הגודל שנקבע על ידי הוועדה מרוקן מתוכן את אמירותיה העקרוניות והמוצדקות בדבר הצורך בהפרדת עיסוקים ריאליים ופיננסיים. כפי שציינה הוועדה, **במשק הישראלי קיימת בעיה חמורה של החזקות צולבות, כאשר שליטי ההון אשר שולטים בחברות הריאליות הגדולות שולטים במקביל גם בגופים הפיננסיים המרכזיים.** כך, נוחי דנקנר שולט בכלל ביטוח וכלל פיננסים, במקביל לשליטתו בסלקום, נשר וישראייר; יצחק תשובה שולט בפניקס ואקסלנס במקביל לעסקיו בתחום הנדל"ן וחיפושי הנפט; צדיק בינו מחזיק בבנק הבינלאומי, במקביל לעסקיו בענף הדלק; משפחת עופר מחזיקה בבנק מזרחי-טפחות במקביל לאחזקותיה בכי"ל ובצים; שרי אריסון שולטת בבנק הפועלים במקביל לשליטתה בחברת שיכון ובינוי; שלמה אליהו מחזיק בחברות הביטוח מגדל ואליהו במקביל לעסקיו בתחום התקשורת והאנרגיה; ומוזי ורטהיים מחזיק בבנק מזרחי-טפחות במקביל לשליטתו בחברות מתחום התקשורת והתעשייה.⁴⁵

⁴³ שם, בעמ' 20-21.

⁴⁴ <http://www.themarket.com/markets/1.659774>

⁴⁵ מרכז המחקר והמידע של הכנסת **קבוצות עסקים בישראל: תיאור, ניתוח והשלכות** 12-15 (2010) (להלן: דוח הממ"מ).



התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel

7. חרף תמונה קשה זו של סבך ההחזקות הצולבות במשק, סייג הגודל, כפי שצוין בטייטה, מביא לכך שהמלצות הוועדה יחולו על 3 קבוצות עסקיות בלבד - קבוצת דנקר, קבוצת תשובה וקבוצת בינו.⁴⁶ **ההמלצות יפסחו על כל יתר ההחזקות הצולבות אשר קיימות כיום במשק, כפי שפורט כאן, ויאפשרו להן להמשיך ולהתקיים חרף הבעייתיות הרבה הכרוכה בכך.**
8. לשם המחשה, המלצות הוועדה בפרק זה (למעט ההמלצה בדבר כהונת דירקטורים) **כמעט ולא יסייעו לניתוק זיקת השליטה בין הבנקים הגדולים לחברות הריאליות.** בעלי השליטה בבנק הפועלים (שרי אריסון), בנק דיסקונט (משפחת ברונפמן) ובנק מזרחי-טפחות (משפחות עופר-ורטהיים) מעורבים עד צואר בפעילויות בתחום הריאלי, כפי שתואר לעיל, אולם אין מדובר בהחזקות צולבות משמעותיות כהגדרתן בטייטה. כתוצאה מכך, **המלצות הוועדה אינן מטפלות כלל בכל העיוותים הנובעים מהעדר העצמאות של הבנקים.** המלצות הוועדה לא יקטעו את הקשר הגורדי אשר מחבר בין הבנקים לבין הפעילות הריאלית במשק, לא יהפכו את הבנקים לגורמים עצמאיים המופקדים על ניהול חסכונות הציבור, ולא ימנעו את הנזק הכבד אשר נגרם לתחרות החופשית וליעילות הקצאת האשראי במשק. להלן, בחלק העוסק בגרעיני השליטה בבנקים, נרחיב על הנזקים הנגרמים למשק לנוכח העובדה ששליטי ההון נוהגים בבנקים כבתוך שלהם, תוך רמיסת האינטרסים של ציבור המשקיעים הרחב.
9. דוגמה נוספת, אשר ממחישה את הצורך בקיומם של גופים פיננסיים עצמאיים הדואגים לאינטרסים של החוסכים, היא בתופעת ה"תספורות" עליה הרחבנו לעיל. לאחרונה עלתה לכותרות "תספורת" החוב החרیפה, בהיקף של 30 עד 50 אחוזים (על פי הערכות שונות), שמציעה חברת דלק נדל"ן לבעלי חובה. את החוב העצום, בסך של כ-2.2 מיליארד ש"ח, חבה דלק נדל"ן לציבור בין היתר באמצעות הגופים המוסדיים, שהעניקו לה אשראי נרחב כמעט ללא שאלות או ביטחונות. התנהלות המוסדיים בפרשה זו מעלה תמיהות קשות בשאלה למי נתונה נאמנותם של המוסדיים: לציבור המשקיעים המשלם להם דמי ניהול גבוהים - או לבעלי ההון.⁴⁷
10. יתירה מזאת. בעת האחרונה פורסם מחקרם של פרופ' אסף חמדני ופרופ' ישי יפה, אשר מצא כי הגופים המוסדיים אשר משמשים כשחקנים מסחריים - דהיינו, שאינם עוסקים באופן בלעדי בניהול חסכונות הציבור, או שמשולבים בקבוצה עסקית שבבעלותה גם חברות ריאליות - נוטים באופן מובהק להצביע בעד עסקות התואמות את האינטרסים של בעל השליטה, ולא דווקא של הציבור הרחב. **ממצאים אלו שבים ומדגישים את הצורך בקיומם של גופים מוסדיים "טהורים", משוחררים מהחזקות צולבות ומסבך ניגודי העניינים הנובע מכך.**
11. לסיכום, אנו קוראים לוועדה לעדכן את המלצותיה ולדרוש ניתוק מלא ומוחלט בין החזקות פיננסיות והחזקות ריאליות, באופן שיהפוך את המוסדות הפיננסיים לשחקנים עצמאיים הדואגים אך ורק לאינטרסים של ציבור החוסכים. העירוב בין תאגידים ריאליים ופיננסיים הוא פסול מיסודו, ויש לאסור את קיומו באופן ברור ונחרץ, מבלי להזדקק לסייגי גודל כאלה ואחרים.

4. גרעיני השליטה בתאגידים פיננסיים

4.1 כללי

⁴⁶ עמ' 28-29 לטייטה.
⁴⁷ נועם בר "אלה האנשים שהלוו לתשובה 2.2 מיליארד שקל - ועכשיו הם שותקים" דה-מרקר (22.11.2011) <http://www.themarket.com/markets/1.1572327>



התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel

1. גרעיני השליטה בתאגידים הבנקאיים נוצרו בעקבות החלטת הממשלה להפריט את הבנקים באמצעות מכירת גרעיני שליטה. גרעיני השליטה משתמרים עד עצם היום הזה דרך הדרישה החוקית לקבלת היתר מבנק ישראל לשם רכישת 5% ומעלה ממניות תאגיד בנקאי. הוראה דומה קיימת לגבי חברות ביטוח וקופות גמל, שעברו לבעלות פרטית בנפרד מהבנקים בעקבות רפורמת בכר.⁴⁸
2. במהלך עבודת הוועדה פנינו מספר פעמים אל חבריה, כמו גם אל ראש המשלה ושר האוצר, והפצרנו בהם לעסוק בנושא פירוק גרעיני השליטה במוסדות הפיננסיים. מדובר, לדעתנו, במהלך חיוני להקטנת הריכוזיות ולהגנה על האינטרסים של הציבור הרחב. זאת משום ששיטת גרעיני השליטה פוגעת בציבור הרחב שקניינו מושקע באותם מוסדות, פוגעת בכלכלה הישראלית ומאיימת על יציבות המערכת הפיננסית והמשק כולו.
3. על אף הפצרותינו, נראה כי נושא גרעיני השליטה לא הועלה כלל לסדר יומה של הוועדה, או למצער לא זכה לדיון מעמיק בה, כפי שבא לידי ביטוי בבחירה שלא להקים צוות ייעודי לליבון הנושא והצגת המלצות. אנו סבורים כי מחובת הוועדה לדון גם בנושא פירוק גרעיני השליטה בבנקים ובמוסדות הפיננסיים, וזאת לאור הגדרת תפקידה של הוועדה בכתב המינוי שלה, והחשיבות הרבה שיש לדיון בנושא זה כמרכיב מהותי בבעיית הריכוזיות. לתפישתנו, העובדה שהוועדה לא דנה בנושא כה עקרוני ומהותי למילוי תפקידה - עשוי לעלות כדי חריגה מהסמכות שהופקדה בידה.
4. התמיהה על התעלמות הוועדה גוברת עוד יותר, לנוכח העובדה הפשוטה הבאה: שיטת גרעיני השליטה המתוארת הפכה את המוסדות הפיננסיים לחברות פער מובהקות, כהגדרתן בטיוטת המסקנות של הוועדה (במסגרת החלק העוסק בפירמידות השליטה). גם בעלי שליטה המחזיקים בין 20 ל-50 אחוז מהון הבנק או התאגיד הפיננסי, ביצעו זאת באמצעות השקעה כספית המהווה אחוז מזערי בלבד מסך הנכסים שבניהול מוסדות אלו. בכך נוצר פער בלתי סביר בין השליטה לבין הבעלות. כאמור, שליטה זו אף מבוצרת על ידי החוק ועל ידי מדיניות בנק ישראל. חרף זאת, הבעייתיות העמוקה שיוצר פער זה לא זכתה לדיון כלשהו במסגרת הוועדה, וזאת בניגוד משווע לצעדים הנמרצים שהציעה הוועדה בחלקים אחרים של הטיוטה לשם מאבק בתופעת חברות הפער.
5. להלן נציג, בקצירת האומר, את הטעמים המרכזיים (להבנתנו) שבשלהם יש לשנות את מדיניות גרעיני השליטה הנוכחיים.

4.2 מדוע יש לשנות את מדיניות גרעיני השליטה?

1. במצב שנוצר במערכת הבנקאית בעקבות ההפרטה באופן המתואר לעיל, ובשל המגבלה החוקית הנוכחית על רכישת גרעין שליטה, הרוכשים שקיבלו היתר מבנק ישראל לרכישת גרעין שליטה בבנק קיבלו לידיהם כוח רב, שאינו פרופורציונאלי למידת השקעתם הכספית. כך נוצר כשל בדמוקרטיה התאגידית, שכן הכוח לקבל את ההחלטות ניתן בידי יחיד או קבוצת יחידים, בעוד שבעלי הנכסים נותרים חסרי יכולת להביע את רצונם ולהשפיע על התנהלות המוסד הפיננסי שבו יש להם חלק.

⁴⁸ סעי' 32 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981; סעי' 9 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005.



2. לדוגמה, קבוצת אריסון נהנית משליטה בלעדית על הרכב הדירקטוריון של בנק הפועלים ולמעשה על שליטה אפקטיבית מוחלטת בבנק, למרות שבבעלותה רק כ-20% ממניותיו. המגבלה המונעת מרוכשים פוטנציאליים לרכוש מעל 5% מהמניות ללא היתר מביאה לכך שדי ב-20% מהמניות על מנת להיות בעל השליטה בפועל. לא זו בלבד, אלא שבעלי השליטה אף נהנים משליטה מבוצרת ומוגנים מפני השתלטות עוינת, וכך מוחמץ מנגנון המהווה תמריץ משמעותי להתנהלות יעילה ורווחית לכל בעלי המניות.

3. נוסף על כך, למיטב שיפוטנו, הרציונאלים המרכזיים של בנק ישראל להצדקת מדיניות גרעיני השליטה לא עמדו במבחן המציאות. מדיניות גרעיני השליטה של בנק ישראל ביקשה למנוע השפעת גורמים לא רצויים על ניהול התאגיד הבנקאי; למנוע מצב של "שלטון מנהלים"; להבטיח יציבות והתמדה במדיניות הבנק ובהות מנהליו; וליצור "כתובת" מזוהה אליה ניתן לפנות במקרים של קשיים ושיבושים בפעילות הבנק.⁴⁹ ואולם, כפי שנראה להלן, רציונאלים אלו לא עמדו במבחן המציאות.

4. בפועל, בעלי השליטה בבנק אינם מהווים כתובת מספקת ואינם משתפים פעולה עם הנחיות בנק ישראל והמפקח על הבנקים. כך, במשך תקופה ארוכה התחמקו בעלי השליטה בבנק דיסקונט, קבוצת ברונפמן-שראן, מלהזרים הון לבנק כדי לחזק את הלימות ההון שלו ולהביאה לרמה הנדרשת לפי הוראות המינהל הבנקאי התקין של המפקח על הבנקים.⁵⁰ באופן דומה פעלה קבוצת עופר, בעלת השליטה בבנק מזרחי-טפחות, אשר לקחה הלוואות רבות ומינפה עצמה בצורה שחורגת מתנאי ההיתר שניתן לה. למעלה משנה לא פעלה הקבוצה בהתאם להנחיות המפקח על הבנקים, אשר דרש ממנה להוריד את יחס חוב-הון בקבוצה או לוותר על היתר השליטה ולמכור את מניותיה בבנק.⁵¹ דוגמה נוספת היא הדחת יו"ר בנק הפועלים, דני דנקר, בידיו של נגיד בנק ישראל. הרקע להדחה היה "שורה של כשלי ניהול בבנק",⁵² שאף הבשילו מאוחר יותר לכתב אישום חמור נגדו בעבירות של מתן שוחד, קשירת קשר לביצוע פשע, רישום כוזב במסמכי תאגיד, מרמה והפרת אמונים בתאגיד, הלבנת הון ועבירות מס. דנקר הודח בצעד חריג ונדיר לאחר שבעלת השליטה בבנק, שרי אריסון, "נעמדה על רגליה האחוריות" וסירבה לפטרו, חרף החשדות הכבדים נגדו.⁵³ אם כן, ולסיכום נקודה זו, נראה שבמבחן המציאות התפיסה של "כתובת אחת" ותקשורת משופרת בין בנק ישראל לבעלי השליטה - כשלה.⁵⁴

5. נוסף על האמור, קיים חשש כי בעלי השליטה מנהלים את הבנקים לטובתם האישית מתוך שיקולים זרים לטובת הבנק, בצורה שגורמת לציבור הרחב הפסדים כספיים. דוגמה בולטת לכך היא בנק הפועלים, בשליטתה של קבוצת אריסון, אשר מעניק אשראי בהיקף של כ-1.7 מיליארד ₪ לחברות אחרות בקבוצה, רובו לחברת שיכון ובינוי וחברת דרך ארץ.⁵⁵ דוגמה נוספת היא סירוב הבנקים להעמיד לזכים במכרז הסלולר אשראי, אשר היה נחוץ להם לשם מימוש הזיכיון, אף שבנקים זרים הסכימו להעניק אשראי כזה. החשש הוא שהסירוב להעניק את האשראי נובע מניסיון לצמצם את התחרות בשוק הסלולר, דבר שיקטין את מתח הרווחים של החברות הקיימות בשוק, ויקשה עליהן להחזיר את חובותיהן לבנקים. החשד מתחזק לנוכח העובדה שחברות

⁴⁹ הועדה לבחינת היבטים הקשורים במכירת בנק לאומי באמצעות שוק ההון **דין וחשבון** (2003) ("ועדת מראני").

⁵⁰ מיכאל רוכוורגר <http://mymoney.nana10.co.il/Article/?ArticleID=807996>.

⁵¹ ראו דיווח באתר מאי"ה: http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=668678.

⁵² שרון שפורר "בנק ישראל: דני דנקר והדירקטוריון לא מילאו חובותיהם" (דה-מרקר 30.4.2009) - <http://www.themarket.com/markets/1.532356>.

⁵³ http://www.israelhayom.co.il/site/newsletter_article.php?id=2388.

⁵⁴ עירן פאר וסטלה קורין ליבר <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000509627> (2009).

⁵⁵ <http://www.themarket.com/markets/1.571509>.



- הסלולר הפועלות כיום בשוק הן מצרכני האשראי הגדולים של הבנקים, וחלקן אף קשורות עימם ביחסי בעלות (כך, למשל, פלאפון נשלטת על ידי בזק, שהבנקים מחזיקים יחד כמעט 20% ממניותיה באמצעות כונס נכסים).⁵⁶ דוגמה נוספת, הנוגעת למוסד פיננסי שאינו בנק: רק בשבוע שעבר עלתה לכותרות "תספורת" החוב החריפה, של כ-50%, שמציעה חברת דלק נדל"ן לבעלי האג"ח מסדרה ה' שלה. את החוב העצום, בסך של כ-2.2 מיליארד ש"ח, חבה דלק נדל"ן לציבור באמצעות הגופים המוסדיים, שהעניקו לה אשראי עצום באג"ח כמעט ללא שאלות או ביטחונות. התנהלות המוסדיים בפרשה זו מעלה תמיהות קשות בשאלה למי נתונה נאמנותם של המוסדיים: לציבור המשקיעים המשלם להם דמי ניהול גבוהים – או לבעלי ההון.⁵⁷
6. מקרים אלו מעוררים חשד כי מדובר בבעיה מקיפה, שהיא תוצאה של שיטה שמאפשרת ניהול לא תקין ומזמינה אותו. כל עוד הבנקים נשלטים על ידי אנשים פרטיים, ימשיך להתקיים החשש המתמיד שאינטרסים פרטיים משפיעים על ניהול כספי הציבור.
7. **נזק נוסף שנגרם לציבור כתוצאה מקיומם של גרעיני השליטה בבנקים הוא הריכוזיות גבוהה של האשראי המוענק על ידם (הן ביחס לענף בודד והן ביחס ללווה בודד).**
8. לשם המחשת הריכוזיות לפי ענף נציין כי ריכוזיות האשראי לפי ענפים בישראל גבוהה בכ-67% ממדד הריכוזיות הממוצע ב-36 מדינות.⁵⁸ דוגמה בולטת לכך היא ענף הנדל"ן והבנייה, לשם מוזרם כ-41% מסך האשראי הבנקאי בהיקף של כ-325 מיליארד ש"ח.⁵⁹ ריכוז כזה של אשראי לענף אחד הינו מסוכן ביותר, ומנוגד לכלל הבסיסי של פיזור סיכונים. האטה בענף הבינוי והנדל"ן עלולה לפגוע קשות ואף למוטט את הבנקים, ולפגוע בפיקדונות הציבור. תרחיש זה מסתבר במיוחד לאור המחירים הגבוהים בשוק הדירות, מצב שלדעת בנק ישראל מעלה חשש להתפתחות "מצב בועתי" בשוק זה.⁶⁰ החשש הוא שירידת מחירים פתאומית ("התפוצצות הבועה") תביא לקשיים בהחזרי הלוואות.⁶¹ החשיפה הגבוהה של כל הבנקים לענף זה, תגרום לכך שהתרחיש המתואר ישפיע בצורה קשה ביותר על כל המערכת הבנקאית, בדומה להתפתחויות שהביאו למשבר המשכנתאות בארצות הברית. הקשר לגרעיני השליטה הוא בכך שרוב בעלי השליטה בבנקים מחזיקים גם בעסקי בניה ונדל"ן. כך, למשל, שרי אריסון (בנק הפועלים) מחזיקה בחברת שיכון ובינוי, וקבוצת עופר (מזרחי-טפחות) מחזיקה בעופר נכסים.
9. לשם המחשת הריכוזיות לפי לווים נציין כי הקבוצות הגדולות במשק לוות מהבנקים כ-100 מיליארד ש"ח, שהם כ-25% מהאשראי העסקי של הבנקים.⁶² נתונים אלה מעידים על כך שהקצאת האשראי של הבנקים אינה שוויונית ואינה הוגנת. ישנו חשש שהעדפת הלווים הגדולים נובעת מקיומם של קשרים אישיים, או אינטרסים עסקיים משותפים בין הלווים לבין בעלי השליטה בבנק. כאשר אחוז כה גבוה מהמימון מגיע למספר מצומצם של לווים גדולים - נוצר מעגל של שוטים שבו רק עסק גדול יכול לקבל הלוואה שתעזור לו להתפתח, תופעה אשר תורמת להנצחת הריכוזיות במשק.

⁵⁶ <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000679753>

⁵⁷ נועם בר "אלה האנשים שהלוו לתשובה 2.2 מיליארד שקל – ועכשיו הם שותקים" דה-מרקר (22.11.2011)

⁵⁸ <http://www.themarket.com/markets/1.1572327>

⁵⁹ בנק ישראל מערכת הבנקאות בישראל - סקירה שנתית 2010, 10-11 (2011).

⁶⁰ <http://www.themarket.com/markets/1.675487>; בנק ישראל נתונים עיקריים על פעילות התאגידים הבנקאיים ד, ח (30.6.2011).

⁶¹ בנק ישראל דין וחשבון לשנת 2010, 129 (2011).

⁶² <http://www.themarket.com/markets/1.667634>

מרכז מחקר ומידע של הכנסת קבוצות עסקים וריכוזיות האשראי בכלכלת ישראל (2011).



10. ריכוזיות האשראי בשוק האשראי החוץ-בנקאי גבוהה עוד יותר, ובאופן ניכר, מריכוזיות האשראי הבנקאי. לפי פרסום עיתונאי, המסתמך על נתונים שהגיש בנק ישראל לועדת הריכוזיות, הגופים המוסדיים מעניקים אשראי בסך של כ-122.4 מיליארד ש"ח ל-10 הקבוצות הגדולות במשק, המהווים כ-15% מסך תיק החיסכון הפנסיוני, וב-50.3% מתוך תיק ההשקעה העסקי.⁶³
11. בנוסף על האמור, התנועה סבורה כי שיטת גרעיני השליטה מגבירה את חוסר היעילות במגזר הבנקאי. לשם המחשה, עלות השכר בבנקים לכ 50,000 עובדים הינה כ 16 מיליארד שקל בשנה שהם למעלה מ-300 אלף שקל בממוצע לעובד בשנה. ההוצאות התפעוליות של הבנקים הינן גבוהות (ביחס לסך הפדיון) ועומדות על 68%, לעומת 62.8% בקרב 19 מדינות שנבדקו במחקר מטעם המפקח על הבנקים.⁶⁴
12. המצב אינו טוב יותר במוסדות הפיננסיים. דמי הניהול שגובים המוסדיים בישראל גבוה מאודן הן יחסית לעבר⁶⁵ והן יחסית למקובל בעולם,⁶⁶ וזאת ללא כל קשר לתוצאות המוצגות על ידיהם. המנהלים לא נמנעו מלמשוך לעצמם בונוסים של מיליוני שקלים גם כאשר נמחקו כ-20% מחסכונות הציבור בעת המשבר של שנת 2008, וגם כאשר אג"חים שרכשו עבור לקוחותיהם עוברים "תספורת" של עשרות אחוזים מהחוב. בדיקה עיתונאית העלתה כי ההוצאות על שכר בענף הביטוח מגיעות לכ-3.6 מיליארד ש"ח לכ-16,000 עובדים, כאשר לפחות 87 מנהלים בענף קיבלו שכר של למעלה ממיליון ש"ח.⁶⁷
13. נתונים אלו עשויים להצביע על קיומם של אינטרסים זרים בניהול המוסדות הפיננסיים, כאשר בעל השליטה משתמש בו כדי להגדיל את רווחיו האישיים. כמו כן, חוסר היעילות מצביע על כך ששוק הפיננסי אינו תחרותי דיו, כיוון שתחרות חזקה מאלצת את המתחרים להתייעלות מקסימאלית. ההפסדים שנגרמים לבנקים כתוצאה מחוסר יעילות תפעולית וכתוצאה ממשכורות מנופחות באים למעשה על חשבון ציבור המפקידים כמו גם ציבור בעלי המניות.

4.3 סיכום

1. לסיכום הדברים, על אף פניותיה הרבות של התנועה אל חברי הוועדה ואל ראש המשלה ושר האוצר בבקשות לעסוק בנושא פירוק גרעיני השליטה בגופים פיננסיים, נראה כי נושא גרעיני השליטה לא זכה לתשומת הלב הראויה. אנו קוראים לחברי הוועדה לממש את חובתם ולדון בכובד ראש בנושא פירוק גרעיני השליטה במוסדות הפיננסיים. **מדיניות גרעיני השליטה הנוכחית מאפשרת לקומץ שליטי הון לשלוט בגופים החזקים ביותר בכלכלה, במקורות האשראי ובחסכונותיו של הציבור הרחב, באמצעות השקעה מזערית ביחס לסכומים האדירים ולכוח הרב שמרוכז בידם.**⁶⁸ אנו סבורים כי מחובתה של הוועדה לדון בכובד ראש בהיבט חיוני זה של פירוק הריכוזיות במשק, על מנת להחזיר את הכוח לידי ציבור מחזיקי המניות כולו, ומעוניינים להציע להלן מתווה כללי לדיון בנושא.

⁶³ מירב ארלוזורוב "שוק ההון ריכוזי פי 3 מהבנקים" דה-מרקר (22.9.2011) <http://www.themarket.com/opinion/%D7%9E%D7%A6%D7%91-%D7%94%D7%9B%D7%A1%D7%A3/1.1480460>

⁶⁴ המפקח על הבנקים סקירת מערכת הבנקאות לשנת 2010 (מצגת), שקף 15 (2011).

⁶⁵ רון שטיין "בדיקת גלובס: כך "נוגסים" דמי הניהול בפנסיה שלכם" גלובס (22.11.2011) <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000699694>

⁶⁶ אלינור ארבל ורחלי בינדמן "ישראל הכי יקרה בדמי ניהול הקרנות המנייתיות" כלכליסט (21.6.2011) <http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3521596,00.html>

⁶⁷ רון שטיין "חגיגה בביטוח: שכר הבכירים – 720 אלף שקל בחודש בממוצע גלובס (7.4.2011) <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000636732>

⁶⁸ עמ' 146 לטיוטה, תרשים 12.



התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel

2. ראשית, אנו ממליצים לקבוע כי **למשקיעים יתאפשר להחזיק בלא יותר מאחוז אחד מסך נכסיו של מוסד פיננסי**. כך יושג ביזור מקסימאלי של השליטה על המוסד, ובעקבות כך תובטח קבלת החלטות אובייקטיבית ונקייה ככל האפשר משיקולים זרים.
3. שנית, אנו סבורים כי יש לקדם איתור, גיוס ומינוי דירקטורים מקצועיים, שיפעלו למימוש האינטרס של ציבור המשקיעים. הדירקטורים המקצועיים יעברו הכשרה ייעודית שתבטיח את כשירותם לתפקיד רב האחריות לו הם מיועדים. כמו כן, בניגוד למצב השורר כיום בו דירקטורים מכהנים במקביל בדירקטוריונים של חברות רבות, שחלקן חברות-ענק שניהולן מורכב ביותר, הדירקטורים המקצועיים יחויבו לעבוד במשרה מלאה, בשכר תחרותי ובדירקטוריון אחד בלבד, כדי שיוכלו להעניק את מלוא תשומת הלב הנחוצה לחברה שעל ניהול מדיניותה הם מופקדים.
4. שלישית, בכדי להימנע ממצב של "שלטון מנהלים", אנו מציעים להחזיר את הכוח לציבור בעלי המניות ולהגביר את השפעתם על ניהול הבנק. זאת באמצעות החלפת השיטה האנאכרוניסטית של הצבעה פיזית באסיפה הכללית, בהצבעות דרך רשת האינטרנט שיהיו נגישות לכל בעל מניות. כדי שכוח ההצבעה יהיה אפקטיבי, יש להנגיש גם את המידע הרלוונטי על תפקוד הבנק לבעלי המניות הקטנים שאינם מקצועיים, וזאת על ידי מתן הוראה למוסדות להוציא דוחות שישקפו באופן נהיר ופשוט לציבור את ביצועי הדירקטוריון.

5. סיכום הנייר

1. הריכוזיות הקשה ביותר במשק הישראלי היא הריכוזיות בשוק ההון. בשוק זה מושקעים נכון להיום כ-2.5 טריליון ₪ - חסכונות שנצברו בעמל רב, שקל לשקל, בידי הציבור הרחב. דא עקא, קבוצה מצומצמת של שחקנים מתוחכמים השתלטה – בהדרגה, לאור יום ובחסות החוק הקיים - על משאבי ההון של הציבור, ויצרה בעיית ריכוזיות חמורה במשק. שליטי ההון, באמצעות כלים משפטיים מתוחכמים ובלא שנבחרו או הוסמכו לכך על ידי איש, הפכו לבעלי הבית האמיתיים על כספי הציבור. וזוהי, על רגל אחת, בעיית הריכוזיות במשק.
2. אנו סבורים כי **התפתחות בעיית הריכוזיות וצמיחת מעמד שליטי ההון התאפשר בזכות שלושה מנגנונים: חברות הפער, ההחזקות הצולבות בתחום הריאלי והפיננסי, וגרעיני השליטה בבנקים ובמוסדות הפיננסיים**. מנגנונים אלו גברו על מערכות האיזונים והבלמים הקבועות בחוק, ואפשרו לשליטי ההון להעביר לידיהם את השליטה על נתחים עצומים מחסכונות הציבור.
3. התנועה סבורה כי פירוק הריכוזיות בשוק ההון צריך להתבצע באמצעות שלושה נדבכים: **פירוק חברות הפער, הפרדה מוחלטת בין אחזקות ריאליות ופיננסיות, ופירוק גרעיני השליטה בתאגידים הפיננסיים ככלל ובתאגידים הבנקאיים בפרט**. טיפול בשלושת הנדבכים האלו יחזיר לידי הציבור את השליטה על כספו, אשר נלקחה ממנו בחסות החוק הקיים בידי אותה קבוצה מצומצמת של שליטי הון. כל עוד לא יטופלו שלושה הנדבכים הללו – לא תיפתר בעיית הריכוזיות מן השורש. מנגנוני הבקרה וההגנה הקבועים בחוק, במיוחד כללי הדמוקרטיה התאגידית שבחוק החברות, ימשיכו להיות חסרי אפקטיביות וכלי משחק בידיהם של שליטי ההון.
4. לסיכום, נחזור ונדגיש: **נפלה לידי קברניטי המשק הזדמנות היסטורית לתקן עיוותים חמורים ושורשיים הפוגעים במשק הישראלי**. התנועה קוראת למקבלי החלטות לאזור את האומץ הדרוש ולתרגם את המלצותיה הסופיות של הוועדה לצעדים אופרטיביים בשטח.