

רשות ניירות ערך

פרופ' שמואל האוזר, יו"ר

1

ועדת ריכוזיות:

מבנה החזקות פירמידאלי

רשות ניירות ערך

מבנה החזקות פירמידאלי

2

רשות ני"ע בדעת מיעוט: בטווח הארוך, מבנים פירמידאליים יוגבלו ל- **3** שכבות

הועדה: בטווח הארוך, מבנים פירמידאליים יוגבלו ל- **2** שכבות.

המלצות הועדה בפועל: **3** שכבות במסווה
של 2 שכבות - !!

מבנה החזקות פירמידאלי

3

- המלצות הוועדה הן צעד חשוב בהתמודדות עם תופעת הריכוזיות בישראל ועם כשלי השוק שנגרמים בעקבותיה
- **אין "פתרונות קסם"**. בעיית הריכוזיות לא תיפתר ביום אחד. מדובר בתהליכים ארוכי טווח, והצלחתם לא תלויה רק במחוקק או ברגולטורים, אלא גם בשוק עצמו ובמשקיעים
- הפתרונות שהוצגו על ידי הרשות בדעת המיעוט הם פתרונות **מאוזנים יותר, מידתיים יותר, פשוטים יותר ועקביים יותר עם הגדרת הבעיה**

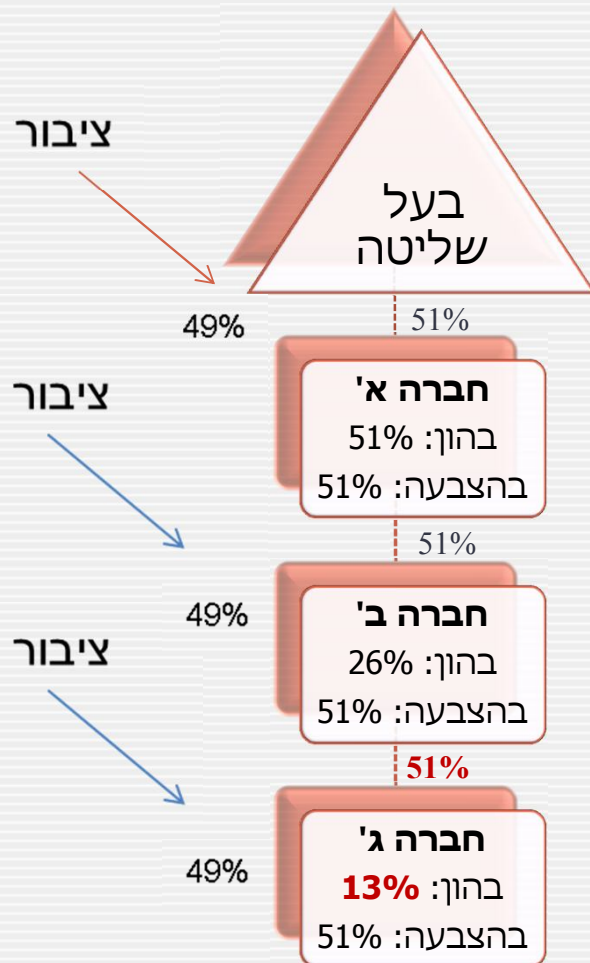
הבעיה: תופעת ה"הפרדה" (Decoupling)

4

- הפרדה בין האינטרס הכלכלי לבין היכולת לכוון התנהלות החברה. ככל שההפרדה יוצרת **פעור** (Wedge) גדול יותר בין זכויות הצבעה לזכויות בהון, הן הפוטנציאל לניגוד העניינים והן הפוטנציאל לפגיעה בבעלי מניות המיעוט ובמחזיקי האג"ח גדלים.

בעיות פוטנציאליות במבנה פירמידאלי

5



✓ תיעול משאבים (Tunneling)

✓ הקצאה לא יעילה של משאבים

✓ נטילת סיכונים עודפים

✓ שוק הון פנימי (לא יעיל)

✓ מינוף כפול

✓ התמדה

אינטרס בעל השליטה עלול להיות שונה מאינטרס החברות הציבוריות עליהן הוא שולט

מספר חברות פער לפי הגדרת הועדה (פחות מ-33% בהון)*

6

מס חברות	שכבה**
29	2
23	3
16	4
6	5,6

מקור: מחלקה כלכלית רשות ניירות ערך

* ללא הנחת חתימה על הסכם הצבעה בפרטיות

** שכבה – כולל ספירת חברות אג"ח בלבד כקודקוד בגרף השליטה. ללא סכימתן כחברות פער

- נתונים נכונים ל-2010

הגדרת חברת פער

7

חברת פער - חברה ציבורית שבה קיים פער משמעותי בין חלקו של בעל השליטה בזכויות הכלכליות הנובעות מהחזקת המניות בחברה ובין יכולתו לכוון את פעילותו התאגידי ולשמר את כוחו לעשות כן (שליטה מבוצרת)

המלצות ביחס לשינוי מבני

הצעת הוועדה

מבנה עתידי

- שליטה ב- 2 שכבות לכל היותר
- חריג:

הנפקת שכבה שלישית לתקופה קצובה של 3 שנים

מבנה קיים

שליטה ב- 3 שכבות לכל היותר

הצעת רשות ניירות ערך

מבנה קיים + מבנה עתידי

שליטה ב- 3 שכבות לכל היותר



המשמעות של שינוי מבני לפי הועדה

9

מה יש לנו?

- 2 שכבות?
- 3 שכבות?
- 2.5 שכבות?
- **3 שכבות במסווה של 2 שכבות?**

מה המשמעות של הגדרת "חברת פער"?

הצעת הוועדה

חברת פער

חברה ציבורית שבעל השליטה בה
מחזיק בשרשור פחות מ- 33% בהון

בעיה:

עפ"י הוועדה אין הבדל בין חברה שהפער
בה הוא 10% לבין חברה שהפער הוא בה
50%

הצעת רשות ניירות ערך

חברת פער

חברה ציבורית שבעל השליטה בה
מחזיק בשרשור פחות מ-45%
בהון

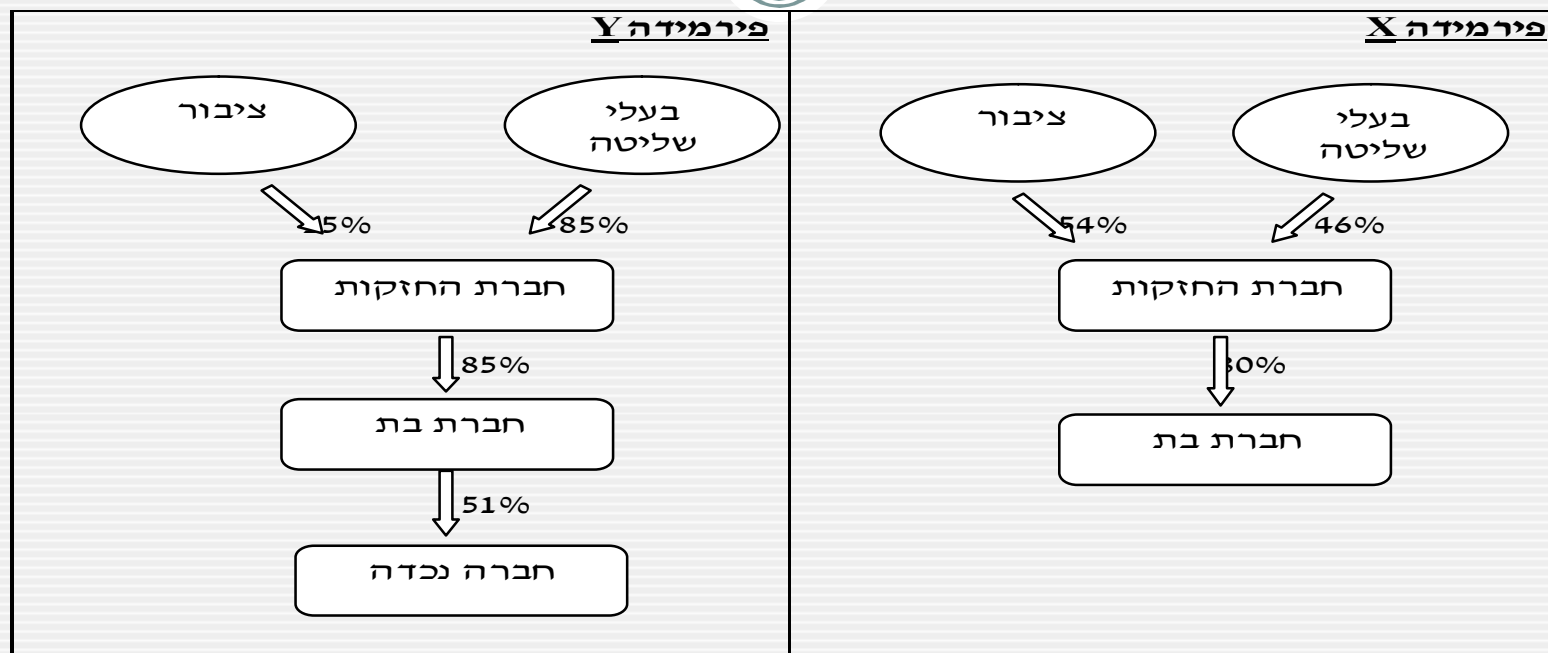
"חברת פער מהותי"

הפער בין הזכויות בהון לזכויות
בהצבעה עולה על 20%



הבעיה בהצעה של הועדה:

אין מתאם בין רמת הפער לבין שתי השכבות הללו



שכבה 3			שכבה 2			
פער	הצבעה	הון	פער	הצבעה	הון	
			43.2%	80%	36.8%	פירמידה X
14.2%	51%	36.8%	לא חברת פער	85%	72.2%	פירמידה Y



הבעיה בהצעה של הועדה: אין מתאם בין רמת הפער לבין עומק שתי השכבות

12

מס חברות* לפי הפער בין % בהון לבין % בהצבעה

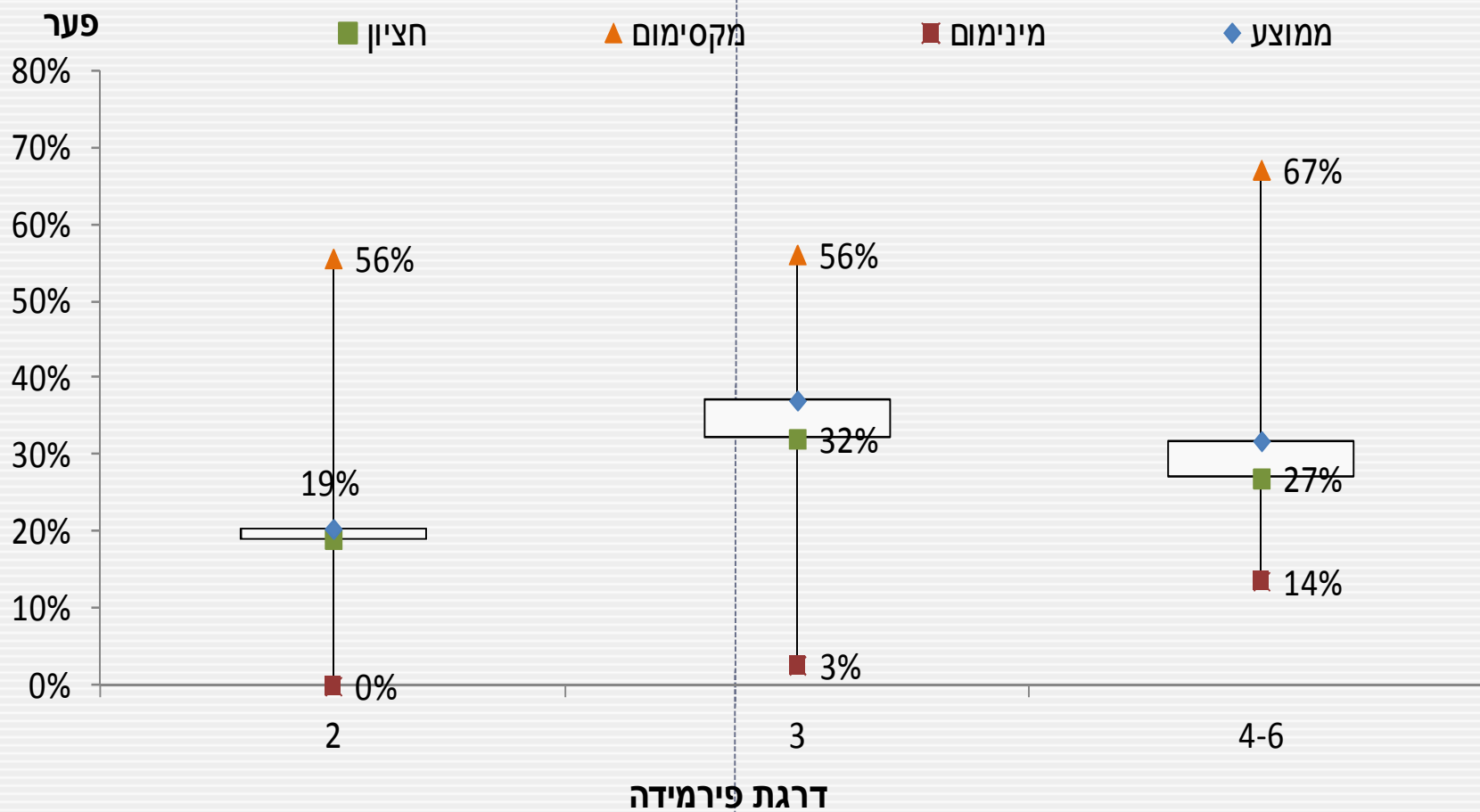
שכבה	0-20%	20%-40%	מעל 40%	סה"כ
2	4	16	9	29
3	2	8	13	23

מקור: מחלקה כלכלית רשות ניירות ערך

- רק חברות הנכללות בהצעת הוועדה להגדרת חברת פער
- לא מניח חתימה על הסכם הצבעה בפרטיות
- נתונים נכונים ל-2010

התפלגות חברות לפי דרגה בפירמידה ופער בין הזכויות ההוניות לזכויות ההצבעה של בעלי השליטה

13



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך

ממשל תאגידי

הצעת הוועדה

חברת "פער" בשכבה שנייה

- 1/3 דח"צים

חברה בשכבה שלישית במבנה קיים

- מספר דח"צים: "רוב פחות אחד"

חברה בשכבה שלישית במבנה עתידי – האם

מעשי? משמעותי?

- מספר דח"צים: "רוב פחות אחד"

- אחרי 3 שנים היא תימכר?

- אחרי 3 שני הצעת רכש?

- אפשרויות אחרות?

הצעת רשות ניירות ערך

- עוצמת כללי הממשל התאגידי תיגזר מעוצמת הפער בין הזכויות ההוניות לזכויות ההצבעה של בעל השליטה:

חברת פער מהותי

- 1/3 דח"צים
- רוב דירקטורים
- בלתי תלויים

חברת פער

- 1/3 דח"צים



סנקציות



השלכות אי-ביצוע השינוי המבני כמתחייב מהמלצות הוועדה, בתום תקופת המעבר

הצעת הוועדה

העברת מניות בעל השליטה לידי נאמן

הצעת רשות ניירות ערך

הרדמת זכויות ההצבעה שנלוות
למניות בעל השליטה



אז מה באמת יש לנו?

16

- 2 שכבות?
- 3 שכבות?
- 2.5 שכבות?
- **ובעיקר 3 שכבות במסווה של 2 שכבות!?**
- **לא תמיד עקבי עם הבעיה - הפער בין הזכויות בהון לבין הזכויות בהצבעה**

רשות ניירות ערך

17

תודה