

## מחיר הקיפול

\*\*\*

# בעקבות חוק הריכוזיות מחקו קבוצות השליטה 25 חברות שכבה בשווי כולל של כ-30 מיליארד שקל

יחידת המחקר של הבורסה חושפת את היקף הפגיעה הנרחבת של  
חוק הריכוזיות; נותרו 8 חברות שכבה שלישית נוספות בשווי כולל  
של כ- 28 מיליארד שקל שבעיית השליטה בהן תטופל עד  
דצמבר 2019

\*\*\*

## קובי אברמוב, מנהל יחידת המחקר

רבות כבר דובר על חוק הריכוזיות שאושר בכנסת בדצמבר 2013. מטרת החוק הייחודי, שאין לו  
אח ורע במדינות אחרות בעולם, הייתה להגביל מבנה פירמידלי של חברות אחזקה לשתי שכבות  
בלבד, כאשר לחברות ניתן פרק זמן של 4 שנים, עד דצמבר 2017, לצמצום שכבה רביעית ואילך,  
ו- 6 שנים, עד דצמבר 2019, לצמצום שכבה שלישית.

החוק כולל בהגדרת חברות שכבה- חברות בורסאיות, כולל חברות דואליות וחברות אג"ח בלבד,  
אך אינו כולל חברות הנסחרות בחו"ל בלבד, שותפויות מוגבלות וחברות הנפקות (צינור) של חברות  
פיננסיות בורסאיות כך שהשפעה דרמטית על הבורסה לני"ע בת"א הייתה בלתי נמנעת.

בנוסף, נקבע בחוק הריכוזיות כי בקונצרנים הגדולים יש צורך לבחור בין שליטה בתאגידים ריאליים  
משמעותיים ובין שליטה בתאגיד פיננסי משמעותי, ועליהם להשלים את הפרדה עד דצמבר  
2019.

בתחילת התהליך היו 23 קבוצות שליטה שהחזיקו כ-65 חברות בורסאיות שהוגדרו כחברות  
שכבה שלישית ואילך.

במהלך 8 השנים האחרונות צמצמו קבוצות השליטה את הפירמידות באמצעות ביצוע 12  
הצעות רכש, 9 מיזוגים עם חברות בורסאיות אחרות ו-8 מכירות של חברות בורסאיות.

אז מה באמת ההשפעה הכלכלית של חוק הריכוזיות על הבורסה לני"ע? בתקופה זו, נמחקו  
מהבורסה 22 חברות שכבה בשווי שוק כולל של כ-15 מיליארד שקל עקב הצעות רכש ע"י  
חברות האם הבורסאיות או מיזוגים בחברות האם הבורסאיות ופעילותן נותרה בידי חברות  
האם הבורסאיות.

בהקשר זה יש לציין שנהוג לבדוק איזה חלק מפעילות המשק הישראלי כלולה בחברות  
הבורסאיות, כלומר מה הכיסוי הבורסאי של המשק. בחברות בהן נותרה הפעילות בחברות  
האם הבורסאיות, לא נפגע הכיסוי הבורסאי של קבוצות אלה.

בנוסף, נמחקו שלוש חברות בשווי כולל של כ- 15 מיליארד שקל שגריעתן מהבורסה פגעה  
בכיסוי הבורסאי של המשק: מיזוג "אדמה" ו"גיוון" לתוך חברות לא-בורסאיות וכן מחיקת  
"כלל תעשיות"- השכבה העליונה בפירמידה.

יכול שחלק מהחברות נמחקו שלא כתוצאה ישירה של חוק הריכוזיות, אך ללא ספק החוק תרם  
להאצת מחיקתן. (פרוט הקבוצות והפעולות שביצעו לצמצום שכבות מופיע בטבלה שבנספח).

**כיום נותרו 4 קבוצות שליטה הכוללות 8 חברות בלבד בשכבה השלישית שבעיית השליטה בהן חייבת להיפתר עד דצמבר 2019 (ראה פירוט בהמשך)**

**ההתפתחויות הבולטות בקבוצות השליטה הגדולות הנסחרות בבורסה:**

### **קבוצת אי.די.בי.**

עם חקיקת חוק הריכוזיות הקבוצה, אז בשליטת נוחי דנקנר, כללה פירמידה בת 5 שכבות: שכבה 1- אי.די.בי. אחזקות  
שכבה 2- אי.די.בי. פיתוח  
שכבה 3- דיסקונט השקעות, כלל תעשיות וכלל ביטוח.  
שכבה 4- בנות של דסק"ש: כור, סלקום, שופרסל, אלרון, נכסים ובנין והמלט.  
בנות של כלל תעשיות: נייר חדרה, גולף וכלל ביוטכנולוגיה.  
בת של כלל ביטוח: כלל פיננסים.  
שכבה 5- בת של כור: אדמה (מכתשים-אגן)  
בנות של נכסים ובנין: גב-ים, ישפרו ומהדרין.  
בנות של אלרון: גיוון וסטרלינג  
בנות של כלל ביוטכנולוגיה: ביוקנסל ודי-פארם.

הקבוצה נקטה בשנים האחרונות צעדים רבים לצמצום השכבות העליונות, בהם:

אי.די.בי אחזקות נמחקה מהבורסה במסגרת הסדר נושים;

כלל תעשיות נמכרה ללן בלווטניק ובהמשך אף נמחקה מהבורסה;

דיסקונט השקעות הועברה מבעלות אי.די.בי. פיתוח לבעלות ישירה של בעל השליטה בקבוצה- אדוארד אלשטיין וכך נמחקה השכבה השנייה בפירמידה.

קונצרן כור (ששווי השוק שלו ערב המחיקה היה כ-3.5 מיליארד שקל) מוזג לתוך חברת האם- דיסקונט השקעות.

הגם שצמצום שתי השכבות העליונות בקבוצה והפיכת הפירמידה לבת 3 שכבות בלבד לא פגעה בכיסוי הבורסאי של המשק, שכן כל החברות הבנות נשארו רשומות למסחר בבורסה.

בנוסף, הקבוצה מכרה חברות רבות, בהן: המלט ומקסימה שנותרו בורסאיות, וכן אדמה וגיוון, שמכירתן לחברות חוץ- בורסאיות, בשווי כולל של כ-12.3 מיליארד שקל. פעולות אלה גרמו לכך שפעילות חברות אלה לא כלולה יותר במסגרת החברות הבורסאיות- כלומר פגעו בכיסוי הבורסאי של הקבוצה.

כיום מבנה הקבוצה הרלבנטי לחוק הריכוזיות (לקבוצה חברות נוספות בשכבה שנייה) כולל את דיסקונט השקעות בשכבה הראשונה; נכסים ובניין בשכבה השנייה ואת החברת גב-ים, ישפרו ומהדרין בשכבה השלישית. מכאן, שנותרו בקבוצה 3 חברות, הנחשבות כשכבה ששאלת השליטה בהן צריכה להיפתר עד דצמבר 2019. (מהדרין הינה בשליטה משותפת עם קבוצת דלק וגם בה היא נחשבת שכבה שלישית).

### **כלל תעשיות**

"כלל תעשיות" היתה, כאמור, חברת שכבה שלישית בקבוצת אי.די.בי, אך נמכרה ללן בלווטניק והפכה לחברת שכבה ראשונה.

בהמשך נמחקה מהבורסה החברה, ששוויה היה כ-2.5 מיליארד שקל, ובכך נפגע חלקית הכסוי הבורסאי של המשק בשל חברות פרטיות שלא רשומות בבורסה, בראשן מפעלי המלט "נשר" וחברת "תעבורה" שהיוו כמחצית מהכנסות הקבוצה.

כיום נותרו בבורסה בשתי שכבות מספר חברות בנות ונכדות של כלל תעשיות.

## **קבוצת דלק**

עם חקיקת חוק הריכוזיות היתה הקבוצה, שבשליטת יצחק תשובה, בת 3 שכבות:

שכבה 1- קבוצת דלק  
שכבה 2- דלק פטרוליום, הפניקס  
V V  
שכבה 3- דלק ישראל אקסלנס

הקבוצה ביצעה בשנים האחרונות הצעות רכש לאקסלנס ודלק ישראל ששווי השוק שלהן ערב המחיקה עמד על כ-2.2 מיליארד שקל, וכן ופדיון מוקדם לאג"ח של דלק פטרוליום, שהייתה חברת אג"ח בלבד. כל הפעולות לא פגעו בכיסוי הבורסאי של הקבוצה שכיום נותרו בה שתי שכבות בלבד.

לאחרונה, הושלמה בהצלחה הצעת רכש למחיקת דלק אנרגיה, אך זו אינה קשורה לחוק הריכוזיות, מכיוון שהחברה איננה חברת שכבה.

## **קבוצת קרדן**

עם חקיקת חוק הריכוזיות היתה הקבוצה בת 3 שכבות:

שכבה 1- קרדן יזמות  
שכבה 2- קרדן ישראל  
שכבה 3 – קרדן נדל"ן, קרדן רכב וקרדן טכנולוגיות

הקבוצה מיזגה את קרדן ישראל עם קרדן יזמות בשווי כולל של כ-465 מיליון שקל, כאשר קרדן ישראל נרשמה מחדש בשנת 2018 במקום קרדן יזמות. הקבוצה לא מנעה את מחיקת קרדן טכנולוגיות לאחר שנתיים ברשימת השימור. הפעולות הנ"ל לא פגעו בכיסוי הבורסאי של הקבוצה, שכיום נותרו בה שתי שכבות בלבד. בנוסף, ביצעה הקבוצה הצעת רכש למניות קרדן רכב (בשווי של כ-550 מיליון שקל) ואח"כ מכרה הקבוצה את החזקותיה בחברה (שלה נותרו רק אג"ח בבורסה) לצד ג' באופן שפגע בכיסוי הבורסאי של המשק.

## **קבוצת עזריאלי**

עם חקיקת חוק הריכוזיות הייתה הקבוצה בת 3 שכבות: בשכבה הראשונה עזריאלי; בשכבה השנייה גרנית הכרמל ובשכבה השלישית טמבור.

הקבוצה ביצעה הצעת רכש לגרנית ולחברת הבת שלה-טמבור, שבהמשך נמכרה לצד ג'. שתי החברות שנמחקו היו בשווי כולל של כ-1.3 מיליארד שקל, ומכירת טמבור גם פגעה בכיסוי הבורסאי של הקבוצה המקורית.

## **קבוצת נורסטאר (גזית גלוב)**

עם חקיקת חוק הריכוזיות היתה הקבוצה בת 4 שכבות: נורסטאר בשכבה הראשונה; גזית גלוב בשכבה השנייה; קבוצת דורי בשכבה השלישית ודורי בנייה בשכבה הרביעית.

הקבוצה מכרה את קבוצת דורי וחברת הבת שלה דורי בנייה למשפחת לוזון. שתי החברות נותרו רשומות למסחר בבורסה- כך שלא נפגע הכיסוי הבורסאי.

## **קבוצת נטו**

עם חקיקת חוק הריכוזיות הייתה הקבוצה בת 3 שכבות: נטו אחזקות בשכבה הראשונה; נטו מלינדה וביכורי השדה בשכבה השנייה ובשכבה השלישית ויליגר וטיבון-ויל.

הקבוצה מיזגה את ביכורי השדה, ויליגר וטיבון-ויל (ששווין הכולל ערב המחיקה היה כ-450 מיליון שקל) לתוך חברות האם שלהן, כך שהכיסוי הבורסאי של הקבוצה לא נפגע.

## קבוצת אפריקה

עם חקיקת חוק הריכוזיות היתה הקבוצה בת 3 שכבות:

שכבה 1- אפריקה השקעות

שכבה 2- דניה סיבוס; אפריקה תעשיות .

V V

שכבה 3- אפריקה מגורים נגב קרמיקה

הקבוצה מחקה באמצעות הצעות רכש את דניה סיבוס ונגב קרמיקה, ששווין ערב המחיקה היה כ-1.1 מיליארד שקל וכיום נותרו בה שתי שכבות בלבד.

## קבוצת טמפו

עם חקיקת חוק הריכוזיות היתה הקבוצה בת 3 שכבות: שכבה ראשונה כללה את טמפו תעשיות; שכבה שניה את טמפו משקאות ושכבה שלישית את יקבי ברקן.

הקבוצה מחקה באמצעות הצעות רכש את טמפו תעשיות (שהיתה השכבה העליונה בקבוצה) וכן את יקבי ברקן, ששווין הכולל ערב המחיקה עמד על כ-770 מיליון שקל. התהליך גרם לפגיעה בכיסוי הבורסאי של הקבוצה, שכן כיום נותרה בבורסה רק חברת אג"ח - טמפו משקאות.

## קבוצת מיחשוב ישיר

עם חקיקת חוק הריכוזיות היתה הקבוצה בת 3 שכבות: מיחשוב ישיר בשכבה הראשונה; וואן תוכנה בשכבה השנייה וטסקום וכלנית כרמון בשכבה השלישית.

הקבוצה מחקה מהבורסה את טסקום (במיזוג לחברת האם) וכלנית כרמון (בהצעת רכש), ששווין ערב המחיקה היה כ-100 מיליון שקל, במהלכים שלא פגעו בכיסוי הבורסאי של הקבוצה.

## שאר קבוצות השליטה

13 קבוצות נוספות שבהן היו 3 או 4 חברות ערב כניסת החוק לתוקף, צמצמו שכבה ע"י הצעת רכש, מיזוג, מכירה, פדיון מוקדם של אג"ח, חלוקה בעין חברה או ביצוע הסדר נושים. בראשן:

- קבוצת אקויטל שמיזגה את נצבא (בשווי 3.9 מיליארד שקל) לתוך איירפורט סיטי;

- קבוצת ערד שביצעה הצעת רכש למניות עוגן (בשווי 850 מיליון שקל);

- אשטרום שביצעה הצעת רכש למניות אשדל (בשווי 330 מיליון שקל);

- בזק שביצעה הצעת רכש לוואלה (בשווי 230 מיליון שקל).

ארבע פעולות אלה, וכן הפעולות שביצעו 9 הקבוצות הקטנות האחרות, לא פגעו בכיסוי הבורסאי של המשק הישראלי.

## המצב הנוכחי

נכון להיום, נותרו בבורסה 8 חברות שכבה שלישית, בהן 7 חברות ששווי השוק הכולל של מניותיהן כ-28 מיליארד שקל, וכן חברה אחת שלה רק אג"ח הנסחר בבורסה (ישפרו). (מסומנות בצהוב ברשימה).

בקבוצות הבורסאיות הבאות קיימות חברות שכבה שלישית, שאת בעיית השליטה בהן יש לפתור עד דצמבר 2019:

- דיסקונט השקעות- 3 חברות בשכבה שלישית (גב-ים, מהדרין וישפרו).

- אקויטל- 2 חברות שכבה שלישית (איירפורט סיטי ונפטא).

- צור שמיר- 2 חברות שכבה שלישית (איי.די.איי. ואדגר).

- יורוקום- חברה אחת בשכבה שלישית (בזק).

## פעולות צפויות עד סוף שנת 2019

בקבוצת "דיסקונט השקעות" לא ברור עדיין אלו פעולות יינקטו כדי לבטל את השכבה השלישית הכוללת שלוש חברות ("גב-ים", "ישפרו" ו"מהדרין").

בקבוצות "אקויטל" צפוי מיזוג "אקויטל" ו"יואל" במסגרתו כבר בוצעה הצעת רכש שבעקבותיה ירד שיעור החזקות הציבור באקויטל לכ-20%.

בקבוצת "צור שמיר" נכשל ניסיון אחד למחוק את "ביטוח ישיר" מהבורסה ע"י הכנסת קבוצת לאומי, ולאחרונה פורסם מתווה שני לעסקה, במטרה למחוק אותה מהרישום למסחר.

בקבוצת "יורקום" - בשל החרגת חברות הנסחרות רק בחו"ל מחוק הריכוזיות- ניתן למחוק מהרישום הכפול בבורסה בת"א את אחת החברות הדואליות-"אינטרנט זהב" או "בי-קום" ולהשאירה להיסחר בנאסד"ק בלבד, ובכך להימנע מהצורך למחוק את בזק מהבורסה.

בשלושת הקבוצות האחרונות לא צפויות הפעולות שיינקטו לפגוע בכיסוי הבורסאי של המשק הישראלי, מכיוון שכל פעילות חברות האם- כלולות גם בחברת הבנות הבורסאיות.

רשימת חברות השכבה הבורסאיות								
נכון ל-30 בספטמבר 2018								
הקבוצה	חברת האם	אחוז החזקה	שכבה	החברה	שווי שוק	כלולה במדדים	שווי אג"ח	פדיון אר
					מיליוני שקלים	מיליוני שקלים		מיליוני שקלים
דסק"ש	אלשטיין	78%	1	דסק"ש	1,648	ת"א-צמיחה	4,965	2026
	דסק"ש	64%	2	נכסים ובניין	1,851	ת"א-125	5,560	2029
	נכסים ובניין	52%	3	גב ים	3,615	ת"א-125	3,730	2034
	נכסים ובניין	45%	3	מהדרין*	570	ת"א-צמיחה	-	-
אקויטל	נכסים ובניין	100%	3	ישפרו	-	חברת אג"ח	200	2021
	צוף/מימון	80%	1	אקויטל	1,607	ת"א-צמיחה	-	-
	אקויטל	52%	2	יואל	3,864	ת"א-125	190	2019
	יואל	45%	3	איירפורט סיטי	5,838	ת"א-35	3,340	2029
	יואל	65%	3	נפטא	2,445	ת"א-125	-	-
צור שמיר	שניידמן	65%	1	צור שמיר	942	ת"א-125	850	2028
	צור שמיר	77%	2	ביטוח ישיר	2,085	ת"א-צמיחה	-	-
	ביטוח ישיר	48%	3	אי.די.איי. ביטוח	3,287	ת"א-125	-	-
	ביטוח ישיר	64%	3	אדגר	817	ת"א-125	1,620	2027
אינטרנט זהב	יורקום	59%	1	אינטרנט זהב (דואלית)	258	SME-60	700	2022
	אינטרנט זהב	65%	2	בי-קומיוניקיישנס (דואלית)	1,067	ת"א-125	2,380	2024
	בי-קומיוניקיישנס	26%	3	בזק	11,568	ת"א-35	6,765	2025
* שליטה משותפת עם הפניקס								
שכבה שלישית- קיפול עד 10/12/2019								

## הפרדה בין החזקות פיננסיות וריאליות

כאמור חוק הריכוזיות דרש מהקונצרנים הגדולים לבחור בין שליטה בתאגידים ריאליים משמעותיים ובין שליטה בתאגיד פיננסי משמעותי.

במסגרת זו הושלמה ההפרדה בקבוצות הבאות:

- צדיק בינו מכר את כל החזקותיו ב"פז נפט" ושולט כיום רק ב"בנק הבינלאומי".
- שרי אריסון מכרה את כל החזקותיה ב"שיכון ובינוי", ונתרה עם "בנק הפועלים".

בקבוצות הבאות החלו בפעולות ההפרדה, ועליהן להשלים אותה עד דצמבר 2019:

- אדוארד אלשטיין הקטין את החזקתו ב"כלל ביטוח" לכ-30% ומתכנן להיוותר עם "דסק"ש".
- קבוצת דלק בבעלות יצחק תשובה הקטינה את החזקתיה ב"הפניקס" לכ-30% ומתכנן להיוותר עם פעילות האנרגיה.
- במשפחת עופר גובש מתווה עקרונות להפרדת החזקות בני משפחת עופר ב"בנק המזרחי" וב"מליסרון".

<b>נספח: קיפול שכבות בחברות בורסאיות , 10/2011 - 2018</b>						
קבוצת השליטה	החברה	אופן המחיקה	תאריך	שווי שוק החברה ערב המחיקה (מיליוני ₪)	שכבה	מתוך שכבות
אי.די.בי	אי. די. בי. אחזקות	הסדר נושים	אוג-15	-	1	5
אי.די.בי	מקסימה	מכירת חברה	יונ-12	-	4	5
אי.די.בי	המלט	מכירת חברה	אוג-12	-	4	5
אי.די.בי	מעריב	מכירת חברה	אפר-13	-	4	5
אי.די.בי	כור	מיזוג לבורסאית	מרץ-14	3,491	4	5
אי.די.בי	אדמה	מיזוג לחיצונית	אוק-11	8,882	5	5
אי.די.בי	סטרלינג	מיזוג לבורסאית	מאי-12	9	5	5
אי.די.בי	גיוון אימג'ינג	מיזוג לחיצונית	מרץ-14	3,490	5	5
אי.די.בי	כלל פיננסים	מכירת פעילות	ספט-14	-	4	5
דלק	דלק פטרוליום	פדיון מוקדם אג"ח	יונ-14	-	2	3
דלק	דלק ישראל	הצעת רכש	מאי-13	1,187	3	3
דלק	אקסלנס	הצעת רכש	יונ-16	1,019	3	3
קרדן	קרדן ישראל	מיזוג לבורסאית	יול-17	466	2	3
קרדן	קרדן טכנולוגיות	שימור	יול-12	-	3	3
קרדן	קרדן רכב	הצעת רכש	יונ-14	552	3	3
נטו	ביכורי השדה	מיזוג לבורסאית	יול-12	240	2	3
נטו	ויליגר	מיזוג לבורסאית	מרץ-12	123	3	3
נטו	טיבון-יול	מיזוג לבורסאית	מרץ-12	75	3	3
עזריאלי	גרנית	הצעת רכש	אוק-12	805	2	3
עזריאלי	טמבור	הצעת רכש	יונ-12	525	3	3
אפריקה	דניה סיבוס	הצעת רכש	יול-15	763	2	4
אפריקה	נגב	הצעת רכש	פבר-12	319	4	4
גזית	דורי קבוצה	מכירת חברה	יול-16	-	3	4
גזית	דורי בנייה	מכירת חברה	יול-16	-	4	4
טמפו	טמפו תעשיות	הצעת רכש	יול-13	663	1	3
טמפו	ברקן	הצעת רכש	נוב-13	108	3	3
מיחשוב ישיר	טסקום	מיזוג לבורסאית	פבר-12	17	3	3
מיחשוב ישיר	כלנית כרמון	הצעת רכש	נוב-17	75	3	3
קמן	תאת תעשיות	מיזוג לחיצונית	יונ-14	56	3	4
קמן	תאת טכנולוגיות	מכירת חברה	אוג-13	-	4	4
אולטרה	צמיחה	שימור	מרץ-18	-	3	4
אולטרה	גפן	שימור	מרץ-18	-	3	4
אקיטל	נצבא	מיזוג לבורסאית	אוק-15	3,907	4	4
כלל תעשיות	כלל תעשיות	מיזוג לחיצונית	נוב-13	2,480	1	4
ערד	עוגן	הצעת רכש	אוג-15	845	3	3
אשטרם	אשלד	הצעת רכש	מרץ-14	330	3	3
בזק	וואלה	הצעת רכש	אפר-12	232	4	4
סאני	סאני	הסדר נושים	יונ-13	-	1	3
זד.בי.איי.	בי.ג'י.איי.	חלוקה בעין	מרץ-14	-	2	3
המשביר 365	מועדון 365	מיזוג לבורסאית	מאי-14	אג"ח	2	3
אילקס	פלייט מדיקל	שימור	יול-14	-	3	3
פרמיום	פרמיום	שימור	יול-14	-	1	3
בתי הזיקוק	כרמל אולפינים	פדיון מוקדם אג"ח	דצמ-15	-	3	3
חברה כלכלית	מירלנד	הסדר נושים	יול-16	-	3	3
				<b>30,659</b>		<b>סך כל שווי שוק החברות שכבה שנמחקו מהבורסה</b>