



החלטה לפי סעיף 14 לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988

בדבר מתן פטור מאישור הסדר כובל שצדדים לו

איגוד בתי ההשקעות (ע"ר) ובתי השקעות בישראל

א. פתח דבר

לפניי בקשה למתן פטור לפי סעיף 14 לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988 (להלן: "**חוק ההגבלים העסקיים**") להסדר כובל בין איגוד בתי השקעות (ע"ר) (להלן גם: "**האיגוד**") ובתי השקעות החברים באיגוד, שעניינו הקמה וניהול של מאגר שיכלול מועמדים מומלצים לכהונת דירקטורים ודירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות המוחזקות, בין היתר, על ידי חברי האיגוד.

לאחר שבחנתי את ההסדר ואת הכבילות המצויות בו, כמו גם את השפעתם האפשרית על התחרות בשווקים הרלוונטיים, ולאחר שנועצתי בוועדה לפטורים ולמיוזגים שוכנעתי כי על אף שההסדר חל על חלק ניכר מהשוק, הכבילות שבו אינן פוגעות פגיעה של ממש בתחרות בשוק כאמור. כמו כן, שוכנעתי כי עיקרו של ההסדר אינו בהפחתת התחרות או במניעתה, וכי אין בו כבילות שאינן נחוצות למימוש עיקרו. מטעמים אלו ראוי ההסדר לפטור לפי סעיף 14 לחוק ההגבלים העסקיים מהנימוקים שיפורטו להלן.

ב. הרקע לבקשת הפטור

תאגידים מבוססים על פירמידה היררכית של אורגנים, הכוללת את האסיפה הכללית, הדירקטוריון והנהלה. הדירקטוריון הוא גוף לו מסורות סמכויות הקשורות בקביעת המדיניות בחברה, ומרכזית ביניהן – פיקוח על הנהלה המעשית בחברה. חברי הדירקטוריון מתמנים על ידי האסיפה הכללית, וביניהם נכללים דירקטורים חיצוניים, שאמורים להוות גורם עצמאי ואובייקטיבי, המסייע לפתור חלק מבעיות הנציג וא-סימטריות המידע העלולות להיווצר בתאגידים ציבוריים, ובכלל זה להגן על בעלי מניות המיעוט.

איגוד בתי ההשקעות מורכב מבתי השקעות המשקיעים בין היתר ברכישת מניות של חברות ציבוריות. ברוב רובן של החברות הציבוריות בישראל מרוכזת השליטה, ובצדה רוב מובטח באסיפה הכללית, בידי בעל מניות דומיננטי או בידי מספר בעלי מניות שצירוף החזקותיהם מקנה להם מעמד כזה. בשונה מדירקטורים רגילים, מינוי של דירקטור חיצוני דורש רוב מקרב בעלי המניות שאינם של בעלי השליטה בחברה או בעלי עניין אישי באישור המינוי.¹ דירקטור חיצוני כאמור, יהא בעל כשרות מקצועית, נעדר זיקה כלכלית לחברה בה הוא מכהן ונעדר קשר מהותי להנהלה העסקית שלה או לתאגיד קשור.²

חלק גדול ממניות המיעוט בחברות ציבוריות מוחזקות כיום על ידי גופים מוסדיים כדוגמת בתי ההשקעות, ועל כן יש באפשרותם להשפיע רבות על קבלת החלטות שונות בחברות אלו ובכלל זה על בחירתם של דירקטורים חיצוניים. עם זאת, מאפייני ההחזקה של גופים מוסדיים בחברות יוצר תמריץ חסר להשתתפות פעילה כאמור. ראשית, אחוזי ההשקעה בחברות המוחזקות הם בדרך-כלל נמוכים באופן יחסי, דבר המקטין את העניין של גוף מוסדי פלוני בחברה המוחזקת. שנית, הליך המינוי ואיתור הדירקטורים המיועדים, כרוך, ככלל, בהשקעה כספית משמעותית. שלישית, כאשר מספר גופים מוסדיים נפרדים מחזיקים באחוזים נמוכים מהחברה המוחזקת, לעיתים תציע כל חברה מועמד מטעמה, ובהיעדר

¹ סעיף 239 לחוק החברות, התשנ"ט – 1999.

² סעיף 240 לחוק החברות, התשנ"ט – 1999.

תיאום לקראת ההצבעה באסיפה הכללית בין הצדדים, משאבים רבים עלולים להיות מושקעים לחינם ובחוסר יעילות על-ידי אותם גופים.

מספר ועדות ציבוריות המליצו על צעדים אופרטיביים שיאפשרו למשקיעים מוסדיים להגביר את מעורבותם בניהול חברות ציבוריות ובכלל זה בהליך מינוי של דירקטורים חיצוניים. זאת, בשל היותם גורם מרכזי מקרב בעלי מניות המיעוט בחברות ציבוריות ובשל הגידול המשמעותי בהיקף הנכסים המוחזקים בידיהם וכספי הציבור עליהם הם אמונים. כך, למשל, הציעה ועדת גושן³ מספר עקרונות שתכליתם הגברת השקיפות בנוגע להצבעת המשקיעים המוסדיים במוסדות החברה. וועדת חמדני⁴ המליצה על חובת השתתפות של הגופים המוסדיים באספות בעלי מניות ומחזיקי אג"ח ועל הקלת התיאום בין גופים מוסדיים בעניינים אלו.

ג. ההסדר והצדדים לו

חברי **איגוד בתי ההשקעות**⁵ פועלים במגוון פעילויות בשוק ההון, כגון ניהול קרנות נאמנות, ניהול תיקים וכספי עמיתים וניהול קופות גמל. חברי האיגוד משקיעים את כספי לקוחותיהם, בין היתר, ברכישת מניות בחברות ציבוריות. החזקותיהם בחברות אלו מקנה להם בין היתר את הזכות להצביע באסיפות הכלליות ולהציע מועמדים לכהונה כדירקטורים חיצוניים בחברות המוחזקות.

עניינה של בקשת פטור זה היא ביצירת הסדר שעניינו הקמה של מאגר דירקטורים על ידי איגוד בתי ההשקעות. בשלב הראשון, ייבחר צוות מקצועי מטעם האיגוד (להלן: "**הוועדה**"), שיהיה אמון על גיבוש מדיניות בחירת הדירקטורים שיכללו במאגר, בחירת הדירקטורים שעומדים בתנאים שיקבעו לצורך הכללתם במאגר והתאמתם באופן מיטבי לחברות המוחזקות. בנוסף, הוועדה תבחן ותגבש רשימה של חברות המוחזקות שבהם מחזיקים חברי האיגוד בסף החזקות המאפשר הצעה של מועמד לכהונת דירקטור, ותבדוק את המועדים הקרובים של אסיפות כלליות באותן חברות שעל סדר יומן יעמוד מינוי דירקטור או דירקטור חיצוני.

בשלב השני, לאחר שיוקם המאגר ולקראת כינוס האסיפות הכלליות, האיגוד ייצור קשר עם החברות המוחזקות לצורך הצעת מועמדים לכהונת דירקטור או דירקטור חיצוני מתוך המאגר.

הצעות המינוי שיועברו על ידי המאגר לא יחייבו את חברי האיגוד וכל חבר איגוד יהא רשאי להחליט על הצעתו באסיפה הכללית על פי שיקול דעתו ובהתאם לכללי הרגולציה החלים עליו.

ד. השפעת ההסדר על התחרות

שיתוף הפעולה נוגע לעניינים שלא מצויים בליבת התחרות בין חברי האיגוד, ומשכך החשש העיקרי שעשוי לעלות משיתוף פעולה מסוג זה הוא מפני יצירת "שולחן משותף" של הגופים המוסדיים, אשר באופן רגיל מתחרים זה בזה על תנאי ההתקשרות המוצעים ללקוחות, לרבות שירות ועמלות, מבחר המוצרים

³ דו"ח הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל, 12 בדצמבר 2006 (להלן: "**דו"ח ועדת גושן**"), פורסם באתר רשות ניירות ערך: www.isa.gov.il/Download/IsaFile_45.pdf.

⁴ דו"ח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל, שבט תשס"ח, ינואר 2008, פורסם באתר משרד האוצר: <http://www.mof.gov.il/hon/2001/gemel/memos/hamdani2008.pdf> (להלן: "**דו"ח ועדת חמדני**").

⁵ חברי האיגוד הם: פסגות בית השקעות בע"מ, מיטב דש בית השקעות בע"מ, אקסלנס השקעות בע"מ, אלטשולר שחם בע"מ, הלמן-אלדובי פיננסיים בע"מ, אי.בי.אי בית השקעות בע"מ, אנליסט אי.אמ.אס שירותי ניהול והשקעות בע"מ, ילן לפידות ניהול תיקי השקעות בע"מ ואפסילון בית השקעות בע"מ.

הפיננסיים המוצעים, שיעורי התשואה הצפויה. המשקיעים המוסדיים מתחרים גם ברכישת ניירות ערך של חברות נסחרות ובהענקת אשראי לחברות אלו. משכך, החשש הוא ששיתוף הפעולה במסגרת האיגוד עלול לזלוג מפעילותם במסגרת המאגר לתחומים שבתחרות בין הצדדים, בין היתר בדרך של העברת מידע עסקי, תיאום עמדות או הבנות ביניהם.

החשש האמור עולה בעיקר במקרה בו מדובר בשיתוף פעולה מתמשך בין חברי איגוד, בכובעם כבעלי מניות בחברה, להבדיל משיתוף פעולה חד פעמי בעניין ספציפי. מתן היתר גורף לשיתופי פעולה חוזרים מעין אלו עלול להביא למיסודו של ערוץ תקשורת נמשך בין הגופים המוסדיים השונים, דבר שאינו מקובל ביחסי תחרות ויריבות עסקית. עקב כך, עלול שיתוף הפעולה להפחית מרמת היריבות העסקית ואף לחלחל לתחומים נוספים ולהביא להגבלת התחרות בהם.

עם זאת, נראה כי במנגנון ההסדר עצמו, כפי שהתבקש, יש בכדי להפיג את החשש התחרותי מפני יצירת שולחן משותף במסגרת הקמת המאגר ותפעולו. האיגוד הציב קווים מנחים לפעילות הוועדה שתרכיב את מאגר המועמדים ותבחר מועמדים מקרב המאגר, אשר יוצרים הפרדה בין חברי האיגוד לבין הפעילות במסגרת ההסדר המבוקש. חברי הוועדה, לכשתוקם, ייבחרו באופן מקצועי וענייני והיא תורכב אך מאנשי מקצוע שאינם מועסקים בגופים החברים באיגוד או מי מטעמם. האיגוד ציין בפניי כי עובדים ונושאי משרה בבתי השקעות לא יהיו מעורבים באופן ישיר בפעילות הוועדה ולא ימנו בין חבריה. הוועדה תורכב מעובדים או יועצים של האיגוד, שאינם עובדים או נושאי משרה בבתי ההשקעות עצמם, או צדדים שלישיים בלתי קשורים, כגון אנשי אקדמיה וכיוצא בכך. משכך, לאור הרכב הוועדה המתוכנן והפעילות במסגרת המאגר, לא יתקיים מגע ישיר של הגופים המוסדיים, או מי מטעמם, במסגרת הפעילות המבוקשת.

לאור האמור לעיל, שוכנעתי כי עיקרו של ההסדר אינו בהפחתת התחרות או מניעתה, וכי הוא אין בו כבילות שאינן נחוצות לשם מימוש עיקרו. כמו כן, שוכנעתי כי על אף שההסדר חל על חלק ניכר מהשוק, הכבילות שבו אינן פוגעות פגיעה של ממש בתחרות בשוק כאמור, ועל כן ההסדר ראוי לפטור.

ד. סוף דבר

לאחר שבחנתי את ההסדר ואת הכבילות המצויות בו, כמו גם את השפעתן האפשרית על התחרות בשווקים הרלוונטיים ולאחר שנועצתי בוועדה לפטורים ולמיזוגים, ראיתי לנכון להשתמש בסמכות הנתונה לי בסעיף 14 לחוק ההגבלים העסקיים ולהעניק את הפטור המבוקש לתקופה של **שש שנים**.

בהתאם לסעיף 15(א) לחוק ההגבלים העסקיים נתונה החלטתי זו לערר בתוך 45 יום בפני אב בית הדין להגבלים עסקיים על ידי איגוד עסקי, ארגון צרכנים או כל אדם העלול להיפגע מההסדר הכובל עליו ניתן הפטור.

מיכל הלפרין
הממונה על הגבלים עסקיים

ירושלים, י"ב בחשוון התשע"ח

1 בנובמבר 2017