

# טיוטה לשימוע פומבי

גילוי דעת -/-

## שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים שלא בתחום התחרות

א. רקע

גילוי דעת זה עוסק בשיתופי פעולה בין גופים מוסדיים שלא בתחום התחרות, ובפרט בשיתופי פעולה בין גופים מוסדיים המחזיקים במניותיו של תאגיד מסוים, בכל הנוגע לקבלת החלטות באסיפה הכללית של אותו תאגיד.

שיתופי פעולה בין גורמים מתחרים עלולים לעלות לכדי הסדר כובל לפי סעיף 2 לחוק התחרות הכלכלית, התשמ"ח-1988 (להלן **החוק**). מטרת גילוי דעת זה היא לתחום את שיתופי הפעולה מהסוגים שתוארו באופן שיגדיל את הוודאות של גופים המעוניינים לבצע שיתופי פעולה אלו מבלי לחשוש מהפרה של הוראות חוק התחרות הכלכלית. אין באמור בגילוי דעת זה כדי לגרוע מתחולת החזקות החלטות שבסעיף 2(ב) לחוק על הסדרים אופקיים. גופים מוסדיים, לעניין גילוי דעת זה, הם גופים הפועלים להשקעת כספים שהועברו אליהם על ידי הציבור, כגון חברות ביטוח, חברות המנהלות קופות גמל, קרנות פנסיה, קרנות נאמנות וכו'.

ברוב החברות הציבוריות בישראל מרוכזת השליטה, ובצדה רוב מובטח באסיפה הכללית, בידי בעל מניות דומיננטי או בידי מספר בעלי מניות שצירוף אחזקותיהם מקנה להם יכולת לכוון את פעילות התאגיד. מול בעלי השליטה בתאגיד ניצב, על פי רוב, ציבור רחב ומבוזר, המצוי בעמדת נחיתות מובנית בפיקוח ובבקרה על פעולות החברה ותהליך קבלת ההחלטות בה. לפיכך, עולה במקרים רבים חשש כי הנהלת החברה הממונה על ידי בעלי השליטה תקבל החלטות הנגועות בניגוד עניינים או שאינן לטובת החברה.<sup>1</sup>

משקיעים מוסדיים שמחזיקים במניות מיעוט בחברות ציבוריות נחשבים כמשקיעים מקצועיים, שמעורבות פעילה שלהם במנגנוני קבלת ההחלטות של החברה הציבורית עשויה לשפר את יכולתם של בעלי מניות המיעוט בחברה לפקח על הנעשה בה. מעורבות פעילה זו של הגופים המוסדיים חשובה במיוחד כאשר מדובר בקבלת החלטות עבורן נדרשת בדין תמיכה אקטיבית מצד בעלי מניות המיעוט בחברה.<sup>2</sup>

במקרים רבים תלויה יעילות הפיקוח על הנהלת התאגיד בקיומו של שיתוף פעולה בין בעלי מניות מיעוט (או בין בעלי מניות בחברה ללא גרעין שליטה) אשר מחזיקים יחד בחלק משמעותי של הון המניות של התאגיד. שיתוף פעולה זה עשוי להקנות לגופים המוסדיים, כמו לכל בעלי מניות המיעוט האחרים, יכולת השפעה משמעותית יותר על התנהלות התאגיד, לעומת פעולה באופן נפרד ועצמאי.

<sup>1</sup> דו"ח ועדת גושן, עמ' 29.

<sup>2</sup> ראו למשל הוראות חוק החברות בדבר רוב מקרב בעלי מניות המיעוט לצורך אישור עסקה חריגה ועסקה עם בעל השליטה בסעיפים 270 (4) ו-275(א)(3); בדבר הרוב הדרוש מבעלי מניות המיעוט למינוי דירקטור חיצוני, בסעיף 239(ב) ובדבר הרוב הדרוש לאישור מדיניות תגמול בחברה, בסעיף 267(ב).



הצורך בקידום שיתופי פעולה בין גופים מוסדיים בקבלת החלטות בתאגידים התגבר בשנים האחרונות נוכח תמורות המתרחשות הן בשוק ההון הישראלי והן בשוקי ההון בעולם. ועדות שונות שדנו בנושא בישראל הדגישו במסקנותיהן את היתרונות הגלומים בשיתוף פעולה מעין זה.<sup>3</sup> כמו כן, עקרונות הממשל התאגידי שפותחו על ידי ארגון ה-OECD הכירו בחשיבות שיתוף הפעולה בין גופים פיננסיים, במקום שבו לא עולה חשש לפגיעה תחרותית.<sup>4</sup>

במהלך השנים התקבלו אצל רשות התחרות (להלן **הרשות**) פניות של בעלי מניות אשר ביקשו לתאם את הצבעותיהם באסיפות כלליות בתאגידים בהם הם מושקעים אך נמנעו מלעשות זאת בשל החשש מהפרה של החוק. גילוי דעת זה נועד לשקף את עמדת הרשות באשר לסוגי שיתופי פעולה בין משקיעים אשר לא ייחשבו להסדרים כובלים.

## **ב. החשיבות בשיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים במשטר תאגידי**

משקיעים מוסדיים כפופים לאסדרה מקיפה הנוגעת להשקעותיהם,<sup>5</sup> אשר נועדה בין היתר להבטיח כי השקעתם תהא פיננסית גרידא, ללא ממד של שליטה על התאגיד המוחזק. אסדרה זו, בשילוב עם הגידול המשמעותי והעקבי בסך הכספים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים, מביאים לכך שהם מהווים כיום חלק נכבד מבעלי מניות המיעוט בתאגידים רבים במשק.<sup>6</sup>

בהשוואה למשקיעי מיעוט אחרים, לגופים המוסדיים הגדולים פוטנציאל לפיקוח אפקטיבי יותר על החלטותיהן של חברות ציבוריות. בידי המשקיעים המוסדיים מומחיות מקצועית ונגישות גבוהה למשאבים ומערכות מידע, המקלות עליהם לאסוף את המידע הנדרש לצורך בקרה ופיקוח על התאגידים המוחזקים על ידם, לעבדו ולפעול על פיו.<sup>7</sup>

<sup>3</sup> ר' דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון, ספטמבר 2004, פורסם באתר משרד האוצר: [www.finance.gov.il/bachar/pdf/bacharFullReport.pdf](http://www.finance.gov.il/bachar/pdf/bacharFullReport.pdf); 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](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_45.pdf); דו"ח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל, שבט תשס"ח, ינואר (להלן **דו"ח ועדת חמדני**) 2008, פורסם באתר משרד האוצר: [www.mof.gov.il/hon/2001/gemel/memos/hamdani2008.pdf](http://www.mof.gov.il/hon/2001/gemel/memos/hamdani2008.pdf) ודו"ח הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת אגרות חוב לא ממשלתיות פורסם ביום 23.2.2010 (להלן **דו"ח ועדת חודק**), פורסם באתר משרד האוצר: [http://ozar.mof.gov.il/hon/2001/hon\\_dep/chodek.asp](http://ozar.mof.gov.il/hon/2001/hon_dep/chodek.asp).

<sup>4</sup> ר' דו"ח ה-OECD – OECD Principles of Corporate Governance, OECD Report to G20 Finance – OECD – G20 Ministers and Central Bank Governors, (2015). ניתן למצוא בקישור: [www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf](http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf)

<sup>5</sup> ר' תקנות הפיקוח הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), תשע"ב – 2012.

<sup>6</sup> דו"ח **ועדת גושן**, עמ' 38, סעי' 5.1.

<sup>7</sup> לגופים מוסדיים המחזיקים ולו בשיעור החזקות נמוך, עשויה להיות השפעה מרסנת על הנהלת החברה, ראו פרק 5.1 לדו"ח **ועדת גושן**, עמ' 38.



משקיעים מוסדיים מחויבים אמנם להשתתף ולהצביע בתהליכי קבלת החלטות מסוימים בתאגידים,<sup>8</sup> אך שיעורי האחזקות הנמוכים שבידיהם מגבילים עדיין את התמריץ שלהם להשקיע משאבים בפיקוח הדוק יותר על התנהלות התאגיד.

הקלת האפשרות לתיאום עמדות בין מספר גופים מוסדיים עשויה לחזק את מעמדם של הגופים המוסדיים מול ההנהלה ובעלי השליטה ואת האפשרות שאלו יתחשבו, בעת בחינת עניין מסוים העומד על הפרק, בעמדת הגופים הללו כקבוצה. הגברת יכולת ההשפעה של הגופים המוסדיים צפויה להגדיל את התמריץ שלהם להשקיע משאבים רבים יותר בקבלת מלוא המידע על התנהלות החברה ובמעורבות פעילה בקבלת החלטות עסקיות בתאגיד המוחזק גם במקום בו לא הוטלה חובת השתתפות מכוח הדין. בנוסף, שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים עשוי אף לחלק את הנטל בין הגופים ולצמצם את עלויות הפיקוח, מה שיגדיל עוד יותר את אפקטיביות הפיקוח מצדם.

הגברת אפקטיביות הפיקוח מצד הגופים המוסדיים עשויה לשפר את התנהלות התאגידים ולהטיב לא רק עם הציבור שכספו מנוהל על ידי אותם גופים מוסדיים אלא אף לשפר את איכות ההגנה על משקיעים בשוק ההון בכללותו.<sup>9</sup> כמו כן, מאחר שעמדותיהם של הגופים המוסדיים בעניינים כגון אמות המידה ביחס לאיכות הממשל התאגידי, מדיניות ההצבעה ואופן ההצבעה, מתפרסמות ונשמעות על ידי מחזיקי המניות מן הציבור, הגברת אפקטיביות הפיקוח מצדם אף עשויה לתרום לפיקוח יעיל יותר גם מצד בעלי מניות מיעוט מבוזרים.<sup>10</sup>

#### ג. שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים בניהול תאגיד שאינם עולים לכדי הסדר כובל

ככלל, המשקיעים המוסדיים בישראל מתחרים זה בזה על ליבו וכיסו של ציבור המשקיעים. ציבור המשקיעים בוחר את הגוף המוסדי שבו ישקיע בין היתר על פי התשואה הצפויה לפי אסטרטגיית ההשקעה שהגוף המוסדי מציע, המוצרים הפיננסים המוצעים על ידו וביצועי עבר של אותו גוף. יחד עם זאת, ברגע שהחליטו גופים מוסדיים שונים להשקיע כספים מנוהלים בחברה נתונה, אין ביניהם יחסי יריבות בנוגע לאותה חברה אלא אינטרס משותף לשפר את ביצועיה באופן מיטבי.

שיתוף הפעולה החוסה תחת גילוי דעת זה הוא שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים, המחזיקים במניות בתאגיד מסוים, ושנוגע לאופן הצבעתם באסיפה הכללית של חברה או באורגן מקביל בתאגיד מסוג אחר. דהיינו, מדובר בשיתוף פעולה המוגבל לעניינים שאינם מצויים בתחום התחרות בין המשקיעים המוסדיים.

<sup>8</sup> לעניין זה קיימות הוראות דין שונות, הנוגעות למכשירי השקעה שונים. ראו למשל סעיף 8(2) לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט-2009; חוזר גופים מוסדיים 2014-9-6 הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל; סעי' 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד – 1994; כן ראו דו"ח ועדת חמדני, עמ' 9-7.

<sup>9</sup> כך למשל, הטמעתה של נורמת השתתפות פעילה בקרב הגופים המוסדיים, עשויה להרתיע מראש את הנהלת החברה מלהעלות להצבעה הצעות בעיתיות או נגועות בניגוד עניינים. דו"ח ועדת חמדני, עמ' 9; כמו כן ר' ש. האוזר, י. רוזנברג וש. אופיר, "בחינת התועלת הנובעת מחובת השתתפות של קרנות נאמנות באסיפות כלליות של חברות ציבוריות" (פברואר 1999).

<sup>10</sup> על פי סעיפים 10(ב) ו-10(ג) להוראת ניהול נכסי השקעה של רשות שוק ההון מיום 3.1.2018.



עמדת הרשות היא, ששיתוף פעולה כאמור בין גופים מוסדיים העומד בכל אמות המידה שלהלן לא ייחשב כהסדר כובל:

# **1. שיתוף פעולה נקודתי המתמקד בתאגיד קונקרטי ובעניין קונקרטי שעל הפרק**

גילוי דעת זה יחול רק במקרים בהם מדובר בשיתוף פעולה נקודתי: שיתוף פעולה הנוגע לעניין קונקרטי העומד על הפרק בתאגיד מסוים. ככל ששיתוף הפעולה בין הצדדים יחרוג משיתוף פעולה נקודתי, הדבר עשוי להעלות סוגיות תחרותיות נוספות ולהשפיע בדרכים שונות על התחרות בין הגופים המוסדיים לבין עצמם ובין החברות המוחזקות על ידיהם.

שיתוף פעולה עשוי להיחשב כמתמשך גם אם הצדדים לא קבעו זאת במפורש. מהותו של ההסדר כהסדר נקודתי תיבחן בשים לב להסכמות נוספות בין הצדדים, להבנות משתמעות ביניהם ולמצב הנוהג. כך למשל קיומן של "הסכמות מסגרת" או "הבנות מסגרת" הכובלות במפורש או בפועל את אחד הצדדים להצבעה מסוימת עשויות להעיד על שיתוף פעולה מתמשך. הוא הדין באשר להסכמה או הבנה בין גופים לפיה יידברו ביניהם לפני כל אסיפה או הצבעה גם אם הבנה כזאת לא כוללת הסכמה על אופן ההכרעה בהידברות ביניהם.

שיתוף פעולה מתמשך בין גופים מוסדיים דורש בחינה תחרותית מדוקדקת יותר, הלוקחת בחשבון את מכלול נסיבות העניין, כגון שיעורי האחזקה של הגופים המוסדיים, פרטי ההסדר ביניהם, משך ההסדר, זהות התאגידים המוחזקים וכיוצ"ב. שיתוף פעולה מתמשך עשוי ליצור בנסיבות מסוימות זיקת השפעה ממשית בין הגופים המוסדיים לבין הגופים המוחזקים, באופן העשוי לעלות לכדי מיזוג חברות.<sup>11</sup> כמו כן, עשוי שיתוף פעולה מתמשך לעלות לכדי הסדר כובל בין הגופים המוסדיים ולהעלות חששות תחרותיים במישורים שונים, כגון אלו שיפורטו להלן.

כך, כאשר מדובר בקבוצת גופים מוסדיים שמסכימים ביניהם על שיתוף פעולה מתמשך, על פני זמן או על פני תאגידים שונים, עשוי לעלות חשש מפני התפתחות של מערכות יחסים של "קח ותן" בין הגופים המוסדיים. מערכת יחסים מסוג זה עלולה לפגוע בתחרות בין הגופים המוסדיים לבין עצמם, ואף לפגוע בתאגידים המוחזקים, מאחר שבמסגרתה עלולים הגופים המוסדיים לקבל החלטות שאינן משקפות את עמדתם האמיתית לגבי טובת התאגיד. חשש זה אינו ייחודי אמנם לשיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים דווקא, אך נוכח מספרם הקטן יחסית של גופים אלו וחלקם הגדול מבין המשקיעים בכלל ענפי המשק, היקף שיתופי הפעולה ביניהם צפוי להיות גדול, והאינטרס בשימורו אף הוא להיות גדול יחסית.

כמו כן, אחזקותיהם המצרפיות של גופים מוסדיים בענף מסוים צפויות להיות גדולות מאלו של גוף מוסדי בודד ולהתפרש על פני חברות רבות יותר בתוך הענף. נוכח כך, עלול להיווצר גם החשש שבשיתוף פעולה חוזר בין אותם גופים על פני חברות שונות הפועלות באותו ענף, יילקח בחשבון

<sup>11</sup> ר' הנחיות הממונה על הגבלים עסקיים לגבי הליכי הדיווח והבדיקה של מיזוגי חברות לפי חוק ההגבלים העסקיים, תשמ"ח-1988, **הגבלים עסקיים** 500631, עמ' 12-14.



האינטרס הכלל-ענפי בהשאת רווחי כל החברות הפועלות בענף, ולא רק השאלה הקונקרטית העומדת על הפרק בתאגיד בו מתבצע שיתוף הפעולה. חשש דומה עשוי לעלות אמנם בכל מקרה בו בעל מניות מחזיק אחזקות צולבות בענף מסוים, אולם היתר לשיתופי פעולה חוזרים בין הגופים המוסדיים ויצירת קרקע פורה ליחסים ארוכי טווח ביניהם עלולים להגביר ולהרחיב את היקף התופעה והחששות התחרותיים הנובעים ממנה וזאת נוכח כוחם המצרפי הרב של הגופים המוסדיים ובשל ה"משחק החוזר" ביניהם.

יחד עם זאת, עניינו של גילוי דעת זה אינו בחששות התחרותיים הנובעים מהחזקה של משקיע אחד (לרבות גוף מוסדי) במספר מתחרים, או בחששות התחרותיים הנובעים ממצבים בהם מספר משקיעים מחזיקים באותם תאגידים המתחרים זה בזה. עוצמתם של חששות אלו תלויה בין היתר ברמת התחרותיות המתקיימת בשוק שבו פועלים התאגידים המוחזקים, שיעור האחזקות, תמהיל האחזקות, מידת התדירות שבה משקיעים אלו מוצאים את עצמם מחזיקים בתאגידים המתחרים זה בזה. עניין זה הועלה בשנים האחרונות כנושא הראוי להתייחסות רגולטורית, אך גילוי דעת זה לא בא לקבוע עמדה בנוגע אליו או לטפל בדרכים להפסתו.

## **2. היעדר זיקה תחרותית בין פעילות התאגיד הקונקרטי לבין פעילות הגוף המוסדי**

שיתופי הפעולה החוסים תחת גילוי הדעת תחומים לשיתופי פעולה שאינם בתחום התחרות. דהיינו, גילוי דעת זה לא יחול במקום שבו קיימת זיקה תחרותית – אופקית, אנכית או אחרת – בין פעילותו של התאגיד המוחזק לבין הגוף המוסדי. כך למשל לא ייכללו בגדרי גילוי הדעת שיתופי פעולה בקבלת החלטות בתאגיד המתחרה בגוף המוסדי, כגון גוף מוסדי אחר.

## **3. תוכנו של שיתוף הפעולה והגורמים המעורבים בו**

שיתופי הפעולה בין משקיעים מוסדיים לצורך נקיטת עמדה משותפת באספות כלליות עשויים לבוא לידי ביטוי בקיום תקשורת חוזרת בין בעלי תפקידים בגופים אלו, בין אם במסגרת אחזקות בתאגיד ספציפי לאורך זמן ובין אם במסגרת אחזקות במספר תאגידים. מנקודת מבט תחרותית, מפגשים בין מתחרים המתקיימים לאורך זמן מהווים סביבה בלתי רצויה ביחסי תחרות ויריבות מסחרית וקיומו של ערוץ תקשורת מעין זה עלול לחלחל לתחומים נוספים ולהביא להגבלת התחרות בהם.<sup>12</sup>

נוכח האמור, על שיתוף פעולה המבקש לחסות תחת גילוי דעת זה לעמוד בתנאים הבאים:

א. לא ייקח חלק בשיתוף פעולה מי שהשתתפותו אינה הכרחית לשם הערכת הסוגיות לגביהן מתקיים שיתוף הפעולה או לשם גיבוש הסכמות בין הגופים המוסדיים.

<sup>12</sup> ר' Martin C. Schmalz, Common Ownership and Competition: Facts, Misconceptions, and What to Do About it, 6.12.2017) עמ' 13 פס 37 וכן החלטה בדבר מתן פטור מאישור הסדר כובל להסכם בין איגוד בתי ההשקעות ובתי השקעות בישראל (1.11.2017), רשות התכרורות 501320.



ב. יועבר בין הצדדים אך ורק מידע בקשר לשיתוף הפעולה העומד על הפרק. יש להקפיד על העברת מידע רלוונטי בלבד, באופן הממזער כל חשש להגבלת התחרות בין הגופים המוסדיים. מבלי לגרוע מכלליות האמור, לא יועבר מידע שאינו פומבי ביחס למדיניות ההשקעה של משקיע מוסדי, בכלל או בגוף ספציפי, או כל מידע אחר הנוגע לתחומים שבהם הגופים המוסדיים מתחרים ביניהם.

פרט