



רשות ההגבלים העסקיים

ירושלים, י"ג כסלו, תשס"ד

8 דצמבר, 2003

לכבוד ה"ה

| | | |
|--|---|--|
| רונן צלניר מנכ"ל, פועלים אי.בי.אי בע"מ מגדל שלום, רח' אחד העם 9 <u>תל אביב 65252</u> | יאיר פודים, מנכ"ל לידר החזקות והשקעות בע"מ בית פלטינוס, רח' הארבעה 21 <u>תל-אביב 64739</u> | צחי סולטן, מנכ"ל כלל חיתום בע"מ בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37 <u>תל אביב 67137</u> |
| מנשה רם, מנכ"ל דיסקונט ישראל שוקי הון והשקעות בע"מ מגדל לוויןשטיין, דרך פתח תקווה 23 <u>תל אביב 66127</u> | גיל קלדרון, מנכ"ל משותף גמול סהר חתמים בע"מ דרך מנחם בגין 23 <u>תל-אביב 61618</u> | אברהם זלדמן, מנכ"ל לאומי ושות' חתמים בע"מ רחוב קלישר 25, ת.ד. 29223 <u>תל אביב 65165</u> |
| יעקב לוינסון, מנכ"ל מגדל חיתום וקידום עסקים בע"מ רחוב אחד העם 28 <u>תל אביב 65141</u> | שרון יגר וערן פוקס, מנכ"לים אקסלנס חיתום (1993) בע"מ רחוב בצלאל 25 רמת גן <u>52521</u> | דוד שלכט, יו"ר הראל שוקי הון בע"מ רחוב יבנה 30 <u>תל אביב 65792</u> |
| אריה קופמן, מנכ"ל הבנלאומי הראשון, חיתום והשקעות בע"מ רחוב אחד העם 9 <u>תל אביב 65251</u> | שי יצחקי וסיון סדן, מנכ"לים תמיר פישמן חיתום (1997) בע"מ שד' רוטשילד 46, מגדל אלרוב <u>תל אביב 66883</u> | שי צוקר, מנכ"ל נשואה זנקס חיתום והנפקות בע"מ רחוב אבא הלל 3, בית הראל רמת גן <u>52522</u> |

שלום רב,

הנדון: שיתופי פעולה בין חתמים בניהול הנפקות

לאחרונה בחן הממונה על ההגבלים העסקיים מצבים בהם חברות מתחרות, העוסקות בתחום שירותי החתמות וניהול הנפקה, משתפות פעולה בכדי ליצור דבוקה משותפת (קונסורציום) של מנהלי הנפקה.

עמדת הממונה התבקשה נוכח לשונה הרחבה של הגדרת ההסדר הכובל שבסעיף 2 לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח – 1988 (להלן: "חוק ההגבלים העסקיים"), נוכח פסיקה עקבית לפיה מיזם

משותף בין מתחרים – מהווה הסדר כובל כמשמעו בסעיף דנא, ונוכח כללי ההגבלים העסקיים (פטור סוג למיזמים משותפים), התשס"א – 2001.¹

1. שותפות בין מתחרים בתחום התחרות ביניהם מהווה הסדר כובל מובהק.² המדובר בהסכם לפיו מי שברגיל מתחרה באחר – מקים עימו שיתוף פעולה המתאם את התנהגותם באותו תחום שבדרך כלל ניטשת בו תחרות ביניהם. על פי הדין והפסיקה, אין אדם רשאי להיות צד להסדר כובל אלא אם ניתן לכך היתר מתאים (אישור בית הדין להגבלים עסקיים או פטור מן הממונה). ייתכנו אמנם נסיבות חריגות בהן שיתוף הפעולה ייחשב לזניח וקל ערך בהשפעתו על התחרות. כללי ההגבלים העסקיים (פטור סוג להסכמים שפגיעתם בתחרות קלת ערך), התשס"א – 2001³ קובעים חזקה חיובית בדבר זניחות ההתקשרות כאשר נתח השוק המצרפי של הצדדים אינו עולה על שיעור של 10%, וחזקה שלילית אם חלקם המצרפי בשוק עולה על 20%.⁴ בנוסף, עשויים מיזמים כאלה להיכנס בגדרו של פטור הסוג למיזמים משותפים, או לזכות בפטור ספציפי, בכל מקרה לגופו, מן הממונה אם נוכח הוא כי אין כרוכה בכבילות "פגיעה של ממש בתחרות בשוק".⁵ כזהו המקרה בו ללא שיתוף הפעולה אין ביכולתם של הצדדים לו להוות כלל שחקן מתחרה ולהקים תחרות כלשהי בתחום הרלבנטי. הסדרים מסוג זה אכן זכו מעת לעת לפטור מן הממונה בהתאם למידת החיוניות של החברה בין המתחרים – מחד; ולמידת ההשפעה הצפויה על מפלס התחרות בכללותו – מאידך. ברם, בכל הקשור ביצירת קונסורציום אין עד עצם היום הזה כל מסגרת של פניות לקבלת היתר על פי חוק ההגבלים העסקיים.

2. במקרה דנא מדובר בחברות העוסקות בחתמות ובניהול הנפקות – שירותים הניתנים בנפרד ולהם ביקוש נפרד (הגם שקיימת זיקה מהותית בין נתינתם – שניהם דרושים להנפקת זכויות). מתברר כי חברות אלה מבקשות לחבור ביניהן בקונסורציום, הן לעניין החתמות והן לעניין שירותי ניהול ההנפקה ולהציג הצעה אחת, משותפת, בפני אלה החפצים לגייס הון.

התחום הרלבנטי שעל רקע הנעשה בו יש לבחון את משמעות החברה הוא "שוק ההון". "שוק" זה אינו ענף במובן דיני ההגבלים העסקיים אלא אשכול של ענפים שביניהם זיקה של תחליפיות מסויימת אך הנטיה היא לראות כל אחד מהם כשוק העומד לעצמו.⁶ ברקע הדברים מציאות ברורה של ריכוזיות יתר בענפי שוק ההון, התגברות כוחם של הבנקים

¹ ק"ת 6096, ב' בניסן התשס"א, 26.3.2001, עמ' 662. כללי פטור הסוג למיזמים משותפים חלים על פעילות של קונסורציום: מדובר בהסכם לשיתוף פעולה בין מתחרים בתחום התחרות, כאשר שיתוף הפעולה עניינו בשיווק נירות ערך ובפעולות של ניהול השיווק. עם זאת, מגבילים כללי פטור הסוג בהגבלות שונות. בין היתר נקבע בסעיף 4 שם כי הפטור לא יחול במצב בו "חלקם המצרפי של הצדדים למיזם המשותף שהם מתחרים אינו עולה על 20% משוק מוצר בו הם מתחרים" (ס"ק (2)4 שם). במצבים אשר נבחנו על ידי הרשות ברי היה כי נתח השוק של החתמים בכלל פעילות ניהול ההנפקות עולה באופן משמעותי על השיעור הקבוע בכללי פטור הסוג.

² מסקנה עקבית זו עוברת כחוט השני בהחלטות אלה: הי"ע 465/95 דטה-קאר נ' הממונה על הגבלים עסקיים; 1996 הגבלים עסקיים 3001542; ערר 1/97 איסכור שירותי פלדות בע"מ נ' הממונה על הגבלים עסקיים; 1997 הגבלים עסקיים 3002667; ³ מיזוג בין Columbus Capital Corporation מקבוצת קלרידג' וכו' תעשיות בע"מ - החלטה להסכים למיזוג חברות בתנאים; 1998 הגבלים עסקיים 3001322, עמוד 18; מיזם ים תטיס - גרנית הכרמל השקעות בע"מ - החלטה בדבר אי מתן פטור על פי סעיף 14 מאישור בית הדין להסדר כובל; 2000 הגבלים עסקיים 3008959; מ' מזרחי, "מיום משותף כהסדר כובל", משפטים כ"ג 213 וכן - Barry E. Hawk, United States, Common Market and International Antitrust: A Comparative Guide (vol. II Sec. Ed.) 298-299. באשר להשפעה האנטי תחרותית של שותפות כנובעת מחובת תום הלב בין שותפים – ע"א 415/88 החברה הכלכלית לאילת (חכ"א) נ' ברטון תכנון וייצור בע"מ, פ"ד (4) 672, 678-679.

³ ק"ת 6096, ב' בניסן התשס"א, 26.3.2001, עמ' 660.

⁴ סעיפים 2 ו-3 (1) לכללים, בהתאמה.

⁵ סעיף 14(א) לחוק ההגבלים העסקיים (בנוסחו הקודם של הסעיף דובר בפגיעה לא משמעותית

⁶ שירותי אשראי בנקאי, שירותי גיוסי הון "חיצוני" (שאינו בנקאי), ניהול תיקים, אפיקי השקעה וחסכון מוסדיים, אפיקי השקעה וחסכון ספקולטיביים, תכניות ביטוחי מנהלים ותכניות פנסיוניות, ברוקרי ורכישת ני"ע ומכירתם וכיוצא באלה.

בשווקי ההון המשני וחשש לקשירה בין שירותים הניתנים בשוק האשראי הבנקאי לשירותי הון אחרים.

3. הסדר של קונסורציום אינו עשוי מעור אחד: יש והחבירה ושיתוף הפעולה בין מתחרים הם חיוניים לתפקודו התקין של השוק. כך הוא במקרים בהם מבקש עסק אשראי בהיקפים גדולים מאד לביצוע פרוייקט או רכישה, והיקף האשראי המבוקש חורג מן ההיקפים אותם יכול מוסד בנקאי כלשהו במשק להעמיד לאותו אדם (בהתחשב בדרישות שונות, כגון הלימות ההון). במקרים כאלה, תהא הצדקה לחבירה בין מספר מוסדות בנקאיים בקונסורציום לשם מתן אשראי: לולא החבירה בקונסורציום לא היה ניתן כלל המימון או שהיה ניתן בתנאים גרועים באופן משמעותי. בהקשר זה אף ניתן להוסיף ולטעון כי במתן אשראי לפרוייקטים או עסקאות בהיקפים גדולים מאד – המוצר המימוני הנדרש אינו אשראי של מוסד בנקאי, אלא אשראי של קבוצת מוסדות בנקאיים. איני צריך להכריע בטענה זו (שלא נטענה). די אם אומר כי חבירת מוסדות נותני אשראי אי שירות לקונסורציום, כאשר לולא החבירה לא ניתן היה כלל לספק את המוצר או השירות, תיהנה, ככלל, מפטור הסוג הנזכר להסכמים שפגיעתם בתחרות קלת ערך.

4. גם בנסיבות אחרות, בהן אין הכרח גמור לחבירה לשם מתן אשראי, עשויה להתקיים הצדקה, בדיני התחרות, ליתן היתר או פטור לחבירה בקונסורציום. כך הוא, למשל, כאשר העמסת הסיכון הכרוך במתן אשראי על כתפי בנק אחד לבדו יוצרת סיכון רב לאותו בנק (או מוסד אחר למתן אשראי), והוא מעוניין לבזר על ידי חבירה עם מוסדות אחרים למתן אשראי. בהסדרים ממין זה, ישקול הממונה אף מתן פטור, אך בה בעת עלולה החבירה לשאת בכנפיה סכנות תחרותיות אחרות: לעיתים ניתן לעוות את מבנה התחרות על ידי קביעת זהות החוברים על פי קריטריונים שאינם ענייניים, על ידי בריתות קבועות בין השחקנים הגדולים, ודחיקת רגליהם של מתחרים ומתחרים בפוטנציה. באופן זה ניתן אף בעקיפין, לתאם את פעילותם של כאלה אשר אין להם קיום ללא הימנות על קבוצת החוברים. ברם, במקרים אלה, אף שמדובר בהסדר כובל לפי לשונו של החוק, הרי ששכיחות הלגיטימיות שבחבירה היא כה רבה עד כי תחת מתן פטורים ספציפיים בכל מקרה לגופו – בחרתי להודיע לבנקים כי איני רואה מקום לאכוף את הוראות חוק ההגבלים העסקיים כאשר היקפי האשראי הנדרשים במימון הם אכן חריגים גם ביחס לגודלם של הבנקים הגדולים.⁷

5. דין דומה עשוי לחול על חברות ביטוח החוברות יחדיו בקונסורציום של מבטחים, וזאת בשינויים המחויבים מן הנסיבות: היקפי הביטוח הנדרש או מידת סיכון חריגה הטמונה בו.

6. האם חל דין זה לגבי קונסורציום חתמים וקונסורציום של מנהלי הנפקה? נראה כי יש להבחין בין השניים: קונסורציום חתמים לחוד, וקונסורציום מנהלי הנפקה לחוד. החיתום (underwriting) הוא, במקורו, התחייבות של גורמים בעלי הון ואיתנות הבקאים בגיוס הון ובהפצת ניירות ערך, לרכוש את ניירות הערך נשוא ההנפקה במחיר מסויים – אם לא יירכשו אלה, כולם או חלקם, על-ידי משקעים מוסדיים ו/או בשוק הפתוח – הבורסה לניירות ערך. למעשה מדובר במעין ביטוח למנפיק המבטיח לו, כנגד תמורה, מחיר מסויים כתמורה להנפקה. בהנחה (שאינה פשוטה) כי החתמים בישראל אכן נושאים בהתחייבויות חיתומיות מסוג זה – מוכן אני להניח כי קיימת הצדקה לכאורית בחבירה בקונסורציום חתמים גרידא, המבזר את הסיכון ויוצר מעין רשת של שחקנים פעילים בשוק החיתום, לשם חלוקת הסיכון.

⁷ מכתביי לנציגי הבנקים מיום 18 באוגוסט 2002 ומיום 24 במרץ 2003.

אעיר כי עצם קיומה של הצדקה בסיסית ונפוצה לחברה אין בו כשלעצמו להצדיק תיאום המחירים, חלוקת שוק והטמעה של כבילות אחרות, בהסכם או בהסדר, בין החתמים השונים. אלה היו ונתרו כבילות שאישורן טעון הצדקה מיוחדת.

7. האם ניתן להניח הנחות אלה אף ככל שמדובר בהסדר של קונסורציום מנהלי ההנפקה?

דעתי היא כי התשובה לכך היא שלילית. ההצדקה להסדרים אלה, אף כי יכול ותימצא לעיתים, אינה כה שגרתית ונפוצה ואינה כה נטולת סיכונים לפגיעה בתחרות – עד שיש להפנות ממנה והלאה את אמצעי האכיפה הציבורית עליהם מופקד הממונה על ההגבלים העסקיים. אבאר בקצרה טעמי:

א. מנהל הנפקה נושא כמה כובעים: ראשית, הוא המתכנן את מבנה ההנפקה האופטימלי: קביעת הרכב ניירות הערך שיוצעו לציבור, תמחורם והתנאים הצמודים להם; בנוסף הוא "המשווק הראשי" של ההנפקה, האחראי לקידום המכירות, ה-Road Show, בקרב הרוכשים הפוטנציאליים והמשקיעים המוסדיים; כמו כן הוא משמש כ-Leader של החתמים. בגין כל אלה הקבל מנהל ההנפקה "עמלת ניהול" אשר ברוב המקרים עולה באופן ניכר על התמורה שמקבל כל אחד מן החתמים "הרגילים" המחתמים את ההנפקה.

ב. ניהול ההנפקה הוא משימה שחתמים מסויימים מסוגלים לבצע בעצמם ולעתים מזומנות אף עשו כן. את החתמים השונים הקיימים בשוק נהוג לחלק לשתי קבוצות: חתמים שהחלק הארי ולעתים המוחלט של פעילותם הוא של חתמות גרידא (חברות בקונסורציום של חתמים) וקבוצה שנייה – מצומצמת ואיכותית יותר – של חתמים גדולים, מוכרים ומקושרים היטב המסוגלים לנהל, כל אחד בעצמו, את ההנפקה ואף מתחרים זה בזה על קבלת העסקה ועמלת הניהול המשמעותית.

ג. מאפייני הענף: שוק מנהלי ההנפקה הוא מצומצם וריכוזי בהרבה משוק החתמים. כיום ניתן להבחין בו בבירור בין מנהלי הנפקה הקשורים בבנקים (ובעיקר – בשני הבנקים הגדולים) ובמנהלי הנפקה אחרים – שאינם קשורים לבנקים. עם זאת, אין בשוק זה יתרון מובהק לגודל. התוצאה היא שיצירת קונסורציום של מספר מנהלי הנפקה בדבוקה אחת עלול להפחית את התחרות בשוק זה, משום שהוא יוצר – ללא כל הצדקה מובנת מאליה – הפחתה משמעותית במספר האלטרנטיבות העומדות לנגד עיניו של מנפיק פוטנציאלי.

ד. בתקופה האחרונה אף מזוהה מגמה לחברה אינטנסיבית יותר בין מנהלי ההנפקות הקשורים בבנקים הגדולים, כולם או חלקם, תוך הבדלה בין אלה למנהלי הנפקות "אחרים". כל זאת, על רקע של מצוקת אשראי חריפה, בה עשוי הבנק לשמש בשני "כובעים": מחד – הבנק הוא הנושה הגדול באשראי הבנקאי, ומאידך – הבנק הוא שדוחף את לקוחו לגיוסי הון משניים, כאשר בתחום זה אסורה אליו הכריכה והקשירה בין שני שירותים.⁸

⁸ איסורים אלה חלים על קבוצת בנק פועלים מכוח תנאי מיזוג 4873 **פועלים שוקי הון בנק להשקעות בע"מ, אי. בי. אי. חיתום והשקעות (1993) בע"מ** (לא פורסם). אולם בנוסף, הם חלים לעמדת גס על מוסדות אחרים למתן אשראי הנהנים **ממעמד דומיננטי** בתחום זה, ואשר כורכים מתן אשראי, המשך מתן אשראי, או אי הפעלת סנקציות בגין הפרת חוזה למתן אשראי ברכישה, ברכישה על ידי הלקוח של שירותים אחרים, כגון שירותי חיתום וניהול הנפקה: "In practice, however, it is thought that a tying obligation does not really restrict competition unless the purchaser is economically dependent on the supplier for the product which it wants, in which case the purchaser has little choice but to buy the products being forced on it. Generally, however, this will only be the case where the supplier has a dominant position in the market for the product which the

ה. ברקע הדברים ניצבת עובדה נוספת: קיים מתאם גבוה ביותר בין שיוכם של המשקיעים המוסדיים (קרנות נאמנות וקופות גמל) המהווים קהל היעד העיקרי להפצת ניירות הערך המונפקים – לבין הבנקים הגדולים שמנהלי ההנפקות נמנים על אילן היוחסין שלהם. משמעות הדברים אינה כי יש להניח, כעניין שבעובדה, כי הבנקים משתמשים בכוחם אצל המשקיעים המוסדיים הקשורים אליהם כדי להטות את הביקושים לניירות ערך לפי רצונם, אלא כי קיים פוטנציאל לשימוש בכוח זה וכי השימוש בו עשוי ליצור עיוות תחרותי ממשי בשוק. במישור דיני ההגבלים העסקיים, ההנחה אינה כי הצדדים הם "מלאכים זה לזה", אלא ש"כל חברה עסקית, מוחזקת... כמי ששואפת, בהינתן התנאים לכך, להשתלט על הענף בו היא פועלת".⁹

שיתופי פעולה בין מנהלי ההנפקה הנמנים על הבנקים הגדולים עשויים, על רקע זה, "ליצור חסימה" (foreclosure) של השוק בפני מנהלי הנפקה אחרים, לא משום שאלה האחרונים מעניקים שרות נחות, אלא משום שאין הם שותפים לקשרי בעלות עם המשקיעים המוסדיים, ודפוס שיתופי הפעולה הבינבנקאיים מונע מהם אפשרות לשיתוף פעולה עם מי שנהנה מקשרים אלה.

8. נוכח הדברים הללו סבור אני כי לא תימלט המסקנה שהסדר של שיתוף פעולה בין מנהלי ההנפקה הגדולים לחבירה בדבוקה אחת, עלול להפחית את התחרות באופן משמעותי. הצדקתו של הסדר כזה אינה אוטומטית או מובנת מאליה. הסדר זה נבדל ושונה הוא, באיכותו ובטיבו, מחבירה של בנקים או של מבטחים להסכם קונסורציום המוצדקת בהיותה, בתנאים מסויימים, האמצעי היחידי למתן אשראי או ביטוח בהיקפים ובמורכבות הנדרשים.¹⁰ נהפוך הוא: ניהול ההנפקה אינו מחייב חבירת חתמים, לא ככלל ולא על פי רוב, ודאי לא החתמים או מנהלי ההנפקה הגדולים הקשורים בבנקים שהם גם הנושים המרכזיים במשק; התחרות על קבלת העסקה ועל עמלת הניהול היא גורם מדרבן לטיוב שירותי ההנפקה המוצעים לחברות המנפיקות, להתייעלות בהפצת ניירות הערך, ולפיתוח "שוק ההון" באופן יעיל ומאוזן. חבירה בין מנהלי ההנפקות הגדולים מבית היוצר של הבנקים עלול להעצים את העיוות של מבנה התחרות בשוק זה תוך יצירת "הטיות שוק" שונות.

9. לאור זאת פניתי כבר במהלך חודש מרץ האחרון, לרשות החברות הממשלתיות, בהיותה אחראית על מכרזי ניהול הנפקה לחברות ממשלתיות המגייסות הון בשווקים והודעתיה כי:

"הניסיון המצטבר של רשות ההגבלים העסקיים בהקשר לענף החיתום וניהול הנפקות מלמד על כך שבעוד אשר שיתופי פעולה בין חברות חיתום לשם יצירת קונסורציום חתמים הינו לגיטימי ואף כמעט מובן מאליה – לא הוא הדין בשיתופי פעולה בין חברות חיתום במקטע ניהול ההנפקה. על קבלת הזכות להיות מנהל הנפקה (Leader) נטושה תחרות עזה, שעיקרה חברות חיתום מובילות. הסכמי שיתופי פעולה בין חברות אלה, שהן המועמדות העיקריות לשמש מנהל הנפקה, עשויים להפחית תחרות בתחום זה. לפיכך נראה כי מדובר, על פני הדברים,

purchaser wants. If that is so, the tying can be challenged as an abuse of a dominant position...." (M. Coleman, M. Grenfell, **The Competition Act 1998** (Oxford, 1999), 186).

יתר על כן, כריכה מעין זו עשויה לעלות כדי התניית שירות בשירות, האסורה בסעיף 7 לחוק הבנקאות (שירות ללקוח), התשמ"א-1981.

⁹ ערר 2/94 **תנובה מרכז שיתופי לשיווק נ' הממונה על הגבלים עסקיים**, ההגבלים העסקיים, הוצאת ועד מחוז תל-אביב, לשכת עורכי הדין בישראל, כרך ב', 159, 191; 1995 **הגבלים עסקיים** 3001583.

¹⁰ אף שגם היא מהווה הסדר כובל כהגדרתו של מונח זה בחוק ההגבלים העסקיים.

בהסדרים כובלים הטעונים אישור בית הדין להגבלים עסקיים, או פטור מן הממונה.

אנו רואים לנכון להביא את הדברים האלה, המעוררים שאלה חוקית, לידיעתך. עוד אבקש כי רשות החברות תנחה את החברות וען המועמדים לשמש כמנהלי הנפקה בתוכן האמור לעיל וכי תימנע מאישור שיתופי פעולה כאמור בלא בדיקתם התחרותית בבית הדין או ברשות ההגבלים.

אין באמור למנוע שיתופי פעולה בין חברות חיתום שחלקן המצרפי בשוק ניהול ההנפקה אינו עול על 25%, הכל בהתאם לפטור הסוג למיזמים משותפים¹¹.

רשות החברות הממשלתיות נעתרה לפנייתי זו ואישרה בפניי כי תנהג בהתאם.

10. מסקנתי היא איפוא כי הסדר של חבירה בין מנהלי הנפקות לדבוקה אחת, קונסורציום מנהלי הנפקה, הינו הסדר כובל. בכך אין כדי להטביע עליו תו קונקלוסיבי של אי חוקיות. יכול ובנסיבות מסויימות, יהא בצידו של הסדר כזה יתרון של יעילות ואף קידום התחרות ובשל כך ייהנה הוא מפטור סוג, היתר או אישור פרטני. ברם, נסיבות כאלה יכולות להתקיים לגבי כל מיזם משותף. אין הן נבדלות בהרבה ממיזמים אחרים, בהם מוצדקת לעתים חבירה בין מתחרים לצבירת יתרונות למגוון או סינרגיות מובהקות.

11. על כן, בהתקיים התנאים המנויים בכללי פטור הסוג למיזמים משותפים – יהיו גם חבירות של מנהלי הנפקה פטורות מן הצורך בפטור או אישור ספציפי של מערך ההגבלים העסקיים. ברם, כאשר נתח השוק של החוברים בשוק ניהול ההנפקות, הוא משמעותי – כי אז יהא עליהם לפנות בבקשה המתאימה לבית הדין להגבלים עסקיים או לממונה.

בכבוד רב ובברכה

דרור שטרום

הממונה על ההגבלים העסקיים

העתק: מר משה טרי, יו"ר ניירות ערך

מר יואב להמן, המפקח על הבנקים, בנק ישראל

מר אבי גבאי, סגן בכיר לחשב הכללי, משרד האוצר

מר אייל בן שלוש, הממונה על שוק ההון ביטוח וחיסכון

¹¹ מכתבי מיום 24 במרץ 2003 לרשות החברות הממשלתיות.