



## רשות ההגבלים העסקיים

ירושלים, י"ג שבט, תשס"ד

5 פברואר, 2004

לכבוד ה"ה

רונון צלניר מנכ"ל, פועלים אי.בי.אי בע"מ מגדל שלום, רח' אחד העם 9 תל אביב 65252	יאיר פודיס, מנכ"ל לידר החזקות והשקעות בע"מ בית פלטינוס, רח' הארבעה 21 תל-אביב 64739	צחי סולטון, מנכ"ל כלל חיתום בע"מ בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37 תל אביב 67137
יוסי ריבק, מנשה רם, מנכ"לים דיסקונט ישראל שוקי הון והשקעות בע"מ מגדל לווינשטיין, דרך פתח תקווה 23 תל אביב 66127	גיל קלדרון, מנכ"ל משותף גמול סהר חתמים בע"מ דרך מנחם בגין 23 תל-אביב 61618	מאיר דלל, מנכ"ל לאומי ושות' חתמים בע"מ רחוב קלישר 25, ת.ד. 29223 תל אביב 65165
מיכאל פוליצר, מנכ"ל מגדל חיתום וקידום עסקים בע"מ רחוב אחד העם 28 תל אביב 65141	שרון יגר וערן פוקס, מנכ"לים אקסלנס חיתום (1993) בע"מ רחוב בצלאל 25 רמת גן 52521	מוקי אברמוביץ, יו"ר הראל שוקי הון בע"מ רחוב יבנה 30 תל אביב 65792
אריה קופמן, מנכ"ל הבנלאומי הראשון, חיתום והשקעות בע"מ רחוב אחד העם 9 תל אביב 65251	שי יצחקי, מנכ"ל תמיר פישמן חיתום (1997) בע"מ רחוב הארבעה 21 תל אביב	

### בדואר רשום ובפקס

### הנדון: שיתופי פעולה בין חתמים בניהול הנפקות – סיכום

סימוכין: מכתב עמדה מיום 8.12.2003

- אני מתכבד לפנות אליכם, אחר שמיעת טענות והשגות ביחס למכתב העמדה שבסימוכין, כדלקמן:
1. במכתב העמדה מיום 8.12.2003 הודעתים, כי שיתופי פעולה בין חתמים מתחרים בניהול הנפקות עולים בגדר "הסדר כובל", כהגדרתו של מונח זה בסעיף 2 לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988 (להלן: "**חוק ההגבלים העסקיים**"), ככל שאין הם באים, לפי נסיבותיהם, בגדר כללי ההגבלים העסקיים (פטור סוג למיזמים משותפים), התשס"א - 2001.
  2. מסקנת הדברים היתה כי חבירתם של מתחרים בתחום ניהול הנפקות, בשונה מתחומים אחרים, אינה מובנית ביסודו של שירות ניהול הנפקה, ובדרך כלל אינה הכרחית להקמתו (בשונה מקונסורציום חתמים). אכן, כפי שעלה בבירור משיחות עם גורמים רבים הפעילים בשוק ואף עם אלה הנוגעים בדבר - יכול, בעקרון, כל אחד מן החתמים העוסקים בניהול הנפקות והובלתן, לרכז את ניהול הנפקה לבדו.



## רשות ההגבלים העסקיים

2

3. עוד ציינתי, לסיום עמדתי, כי אין בדברים האמורים לעיל כדי להטביע על כל הסדר לשיתוף פעולה בניהול הנפקות "תו קונקלוסיבי של אי חוקיות" שכן "יכול ובנסיבות מסוימות, יהא בצידו של הסדר כזה יתרון של יעילות ואף קידום התחרות ובשל כך ייהנה הוא מפטור סוג, היתר או אישור פרטני." (סעיף 10 למכתבי דנא).

4. מאז יצאה עמדתה של הרשות לאור, באו לפני גורמים רבים מן הענף ובפיהם טענות מטענות שונות. ואלה העיקריות בהן:

הענף - כך נטען - מתפלג בין שחקנים שבין עוצמותיהם ומעמדם קיים שוני מהותי. לפיכך - המשיכו הטוענים - קיימת הצדקה לחבירה בין אותם מנהלי הנפקות שאינם בעלי מעמד דומיננטי בענף; כן עלו טענות רבות לפיהן מנהלי הנפקה המשתייכים לקבוצות בנקאיות, נהנים מיתרונות הנובעים מכוחן של הקבוצות הבנקאיות הגדולות כלפי המנפיקים כאשר כוח זה נובע מנשייתם המהותית בהם; עוד נטען כי קיימים במשק הישראלי מספר קונצרנים מנפיקים ה"שבויים" בידי מנהלי הנפקות מסויימים המסונפים בקשרי בעלות לקונצרן זה או אחר, וכי איסור חבירה במקרה כזה יפגע רק בלקוח - המנפיק; לבסוף נטען כי אופי העסקות הנעשות בענף, במהירות רבה, אינו יכול לסבול משטר של בקשות לפטורים ספציפיים כל אימת שנתח השוק המצרפי של מנהלי ההנפקות החוברים עולה על 20%.

5. הליך שמיעת הטענות בוצע באינטנסיביות רבה, כאשר מצד אחד ניתנה לכל אחד מן הטוענים הזדמנות מלאה להביא את טענותיו ומאידך היה צורך להחליט בדברים במהירות כדי לקבוע אם קיימים, בנוסף לתנאי פטור הסוג למיזמים משותפים, תנאים **קונקרטיים לענף זה** בהם ברור הדבר כי אין כל סיבה להפעיל את מערך האכיפה הציבורי של חוק ההגבלים העסקיים.

6. בחינת המבנה הענפי מגלה כי אכן קיים שוני מהותי בין מנהלי ההנפקות השונים: נכון לעתה, קיימים בענף שני שחקנים גדולים שנתחי השוק של כל אחד מהם בשוק ניהול ההנפקות (במונחים של מספר הנפקות), חוצה את רף 24% מסך ההנפקות שנוהלו בשנים 2002-2003. אלה הם **מנהלי הנפקות גדולים**, אשר חלקם המצרפי בשוק נושק למחציתו. בנוסף לאלה קיימים 2-3 שחקנים במעמד ביניים, **מנהלי הנפקות בינוניים**, אשר חלקם בשוק עולה על 10%. כל יתר השחקנים הם **מנהלי הנפקות קטנים** יחסית, בעלי נתח שוק קטן יותר.

7. נראה כי בהתחשב באופיו המיוחד והדינמי עד מאד של הענף ובפרט לאור המבנה הענפי הקיים - ניתן להגדיר, לאחר שמיעה פרטנית וארוכה של עמדות גופים הנוגעים בדבר, תנאים בהם ברור יהיה, כי חבירה בין מנהלי הנפקות לא תעורר חששות של ממש. המדובר בתנאים אלה:

א. חבירה בין מנהלי הנפקות קטנים בלבד;

ב. חבירה בין מנהלי הנפקות בינוניים לבין מנהלי הנפקות קטנים;

ג. חבירה בין מנהלי הנפקות בינוניים לבין עצמם, ובלבד שלא נוטלים חלק בחבירה כלל מנהלי ההנפקות הבינוניים;



## רשות ההגבלים העסקיים

3

7. חבירה בין מנהל הנפקות גדול אחד לבין מנהלי הנפקות אחרים, שאינם גדולים, ובלבד שנתח השוק המצרפי של כלל מנהלי ההנפקות הנוטלים חלק בחבירה אינו עולה על שיעור הנע בין 35% לבין 40%<sup>1</sup>.

8. במקרים המנויים לעיל נראה כי לא יהיה צורך להפעיל את מערך האכיפה של חוק ההגבלים העסקיים לגבי חבירות של מנהלי הנפקות.

תנאים אלה משקפים הבנות נרחבות של הפועלים בענף: בעוד שמנהלי הנפקות קטנים נדרשים לחבירות לעתים מזומנות, ונראה כי חבירות אלה מעצימות את יכולתם "לכסות" טווח נרחב של משקיעים מוסדיים בענף בו נדרשות היכרויות אישיות עם אלה, הרי שמנהלי הנפקות גדולים יותר אינם נזקקים לכך באותה מידה. אחד ממנהלי ההנפקות הגדולים אף הודיענו כי "האסטרטגיה שלנו היא להיות מנהל הנפקה יחיד".

9. יודגש כי אין משמעות הדברים כי לא יותרו - לפי בקשות ספציפיות שיוגשו - גם חבירות אחרות של מנהלי הנפקות, החורגות מתנאים אלה. ברם, אלה עשויות לזכות באישור או בפטור, בהתחשב בנסיבותיו הספציפיות של המקרה, לאחר בירור וליבון ההצדקות הקונקרטיות, ככל שיועלו לגביהן.

10. אין במכתבי זה כדי לגרוע מעמדת, כפי שהובאה בפרוטרוט במכתב העמדה שבסימוכין. הקשיים שתוארו בעמדה דנא, עולים משילוש הכובעים הבעייתי: נושה - מנהל הנפקה - משקיע מוסדי, אך התחזקו מן הדברים שעלו בפני רשות ההגבלים העסקיים. די אם אציין בהקשר מצומצם זה, כי כבר כיום מנהלי ההנפקות הנמנים על הבנקים הגדולים נוטלים על עצמם פעמים מזומנות את הפצת ניירות הערך נשוא ההנפקה בקרב המשקיעים המוסדיים המסונפים לאותו בנק. גם מעורבות הבנקים ונושאי משרה בהם בשכנוע לקוחות, בהם הבנק נושה, לבצע הנפקה עם מנהל הנפקה מאותה קבוצה אינם מתיישבים עם איסור הכריכה בין השירותים עליו עמדת בעמדת<sup>2</sup>. סוגיות אלה ואחרות עלולות להביא להטיות מצד מנפיקים ולנזק למשקיעים, אך כאמור עניינן של אלה חורג מן ההקשר הנוכחי.

11. תוקפו של האמור במכתבי זה יעמוד על שנה מהיום.

בכבוד רב

דרור שטרם

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

<sup>1</sup> שיעור זה הוגדר כטווח, שכן נתחי השוק של מנהלי ההנפקות עשויים כמובן להשתנות: תחום ההנפקות ניעור לחיים אך לא מכבר וענף ההנפקות הציבוריות טרם נכנס להילוך גבוה. אף ששינויים אלה לא צפויים לטלטל את הענף מיסודו, לא ראיתי לנכון לקבוע נתחי שוק מוחלטים.

<sup>2</sup> ראו מכתבי מיום 8.12.2003, פסקה 7.ד, ו"ש 9.