

21 ספטמבר, 2022

דו"ח הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות
הפרדת תאגידים ריאליים מגופים פיננסיים

תוכן עניינים

1.	תקציר מנהלים	4 -
1.1.	רקע כללי לפעילות הצוות	4 -
1.2.	תמצית המלצות הצוות	8 -
2.	בחינת יישום הוראות פרק ד' לחוק הריכוזיות, והשפעתו על מידת הריכוזיות במשק	15 -
2.1.	יישום הוראות פרק ד' לחוק הריכוזיות	16 -
2.2.	השפעתו של פרק ד' לחוק על מידת הריכוזיות במשק	20 -
3.	סוגיות הנוגעות להגדרה של תאגיד ישראלי משמעותי	26 -
3.1.	הגדרת תאגיד ישראלי משמעותי	26 -
3.2.	הכללת האשראי שמגייס תאגיד ישראלי בחו"ל המשמש לפעילות בישראל כ"אשראי" לעניין הגדרת תאגיד ישראלי משמעותי	29 -
3.3.	הגדרת מחזור מכירות קובע בחוק הריכוזיות	30 -
4.	סוגיות הנוגעות לרשימת הגופים הריאליים	32 -
4.1.	החלת חובת דיווח על תאגידים ריאליים משמעותיים	32 -
4.2.	תחולת הוראות הפרדה על תאגידים ריאליים משמעותיים שאינם נכללים ברשימה ..	34 -
5.	סוגיות הנוגעות להגדרה של תאגיד פיננסי משמעותי	37 -
5.1.	ביטול חלופת סולק בעל היקף פעילות רחב בהגדרת גוף פיננסי משמעותי	37 -
5.2.	עדכון רשימת הגופים הפיננסיים	39 -
6.	סוגיות הנוגעות לאיסור על החזקה צולבת	42 -
6.1.	הגבלת שליטה משותפת של תאגיד ישראלי משמעותי וגוף פיננסי משמעותי	42 -
6.2.	צמצום ההגבלה על החזקה של גוף פיננסי בחברות בנות של תאגידים ריאליים משמעותיים - 45	
6.3.	החרגת הבנקים מהוראות החוק בעסקאות "עושי שוק"	47 -
6.4.	תחולת החוק על כספי עמיתים	50 -
6.5.	תחולת הוראות איסור החזקה בנוגע לשליטה בתאגיד נדל"ן ובשותפות	53 -
7.	סוגיות הנוגעות לאכיפת האיסורים	57 -
7.1.	קביעת הוראות מעבר בנוגע למצב בו תאגיד ישראלי או גוף פיננסי הופך למשמעותי ..	57 -
7.2.	השוואת סמכויות וסנקציות במקרה של הפרה	60 -
8.	ריכוזיות הגופים המוסדיים	64 -
9.	נספחים	71 -
נספח 1-	דעת מיעוט לגבי ריכוזיות הגופים המוסדיים	71 -

לכבוד,

חה"כ אלכס קושניר, יו"ר ועדת הכספים של הכנסת

הנדון: סיכום עבודת הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות

סעיף 39(י) לחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013 (להלן: "החוק"), קובע כי:
"(1) בתום שש שנים מיום הפרסום יוקם צוות לבחינת יישום הוראות פרק זה, והשפעתו של פרק זה על מידת הריכוזיות במשק; (2) חברי הצוות יהיו ראש המועצה הלאומית לכלכלה הפועלת לפי החלטת הממשלה, יושב ראש רשות ניירות ערך, המפקח על הבנקים, הממונה על התחרות, המנהל הכללי של משרד האוצר והממונה על שוק ההון; (3) הצוות יגיש את מסקנותיו והמלצותיו לוועדת הכספים של הכנסת".

בחודש דצמבר 2020 התכנס הצוות לראשונה בהובלת מנכ"ל משרד האוצר. עם תחילת עבודתו, פרסם הצוות פנייה לקבלת התייחסות הציבור בנוגע להשפעות של פרק ד' לחוק ולהשפעת ההפרדה בין תאגידים ריאליים משמעותיים וגופים פיננסיים משמעותיים על מידת הריכוזיות במשק.

עבודת הצוות התמקדה תחילה בהתייחסויות שהתקבלו מהציבור ובהמשך הורחבה היריעה להיבטים נוספים שהועלו בידי חברי הצוות, במטרה לזהות אם קיימים במשק כשלי ריכוזיות שנוצרו לאחר חקיקת החוק ואם הוראות חוק הריכוזיות נותנות מענה מספק למבנה השוק הנוכחי.

הצוות השלים את עבודתו וכעת מובאות בפניך המלצותיו, אשר אושרו על ידי כל חבריו וכן על ידי המשנה ליועצת המשפטית לממשלה (משפט כלכלי) אשר ליווה את עבודת הצוות. זאת, למעט סוגיה אחת אליה מצורפת דעת מיעוט בדוח זה.

בכבוד רב,

 גב' מיכל כהן הממונה על התחרות	 עו"ד מאיר לוי משנה ליועצת המשפטית לממשלה (משפט כלכלי)	 מר יאיר אבידן המפקח על הבנקים	 מר רם בלינקוב מנכ"ל משרד האוצר
 מר ליאור חיימוביץ סגן ראש המועצה הלאומית לכלכלה	 גב' ענת גואטה יו"ר הרשות לניירות ערך	 ד"ר משה ברקת הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון	

תודות

הצוות מבקש להודות לכל השותפים לעשייה לאורך הדרך (חלקם פרשו בינתיים מתפקידיהם), החל מהכנת הדיונים והחומרים לישיבות, דרך ביצוע מחקרים וניתוחי מידע ועד לכתיבת דו"ח זה. בכלל זה ל:

עו"ד רוני טלמור, ועו"ד חמוטל דרקסלר ממשד המשפטים;

ד"ר זיו נאור, ד"ר קונסטנטין (קוסטה) קוסנקו, עו"ד אורנה ואגו, גיל הדר שילה, וברק שמעוני מבנק ישראל;

ערן יעקב, קובי בליטשטיין, עו"ד עמיהוד שמלצר, כפיר בטט, יובל טלר חסון, מיכאל בן-דהן, שחר בר, וערבה אלפסי ממשד האוצר;

רו"ח בארי כספי, עו"ד ברוך לוברט, עו"ד יעל צוקרמן בלאו, עו"ד יאירה פרנקל, רו"ח הילה גלזמן, אורי ארד, עו"ד טל הפלינג, ותום טרילניק מרשות שוק ההון, ביטוח וחסכון;

אילן גילדין, עו"ד אמיר וסרמן, עו"ד רוני בקמן, ועו"ד חנוך הגר מהרשות לניירות ערך;

עו"ד מיכל הלפרין, עו"ד עמנואל ברכפלד, עו"ד טובי הריס, עו"ד איציק שפיגלר ושירה שמואל מרשות התחרות;

פרופ' אבי שמחון, ואיילת שפייר מהמועצה הלאומית לכלכלה.

1. תקציר מנהלים

1.1. רקע כללי לפעילות הצוות

בחודש אוקטובר 2010 הוקמה הוועדה להגברת התחרותיות במשק (להלן: "הוועדה או הוועדה להגברת התחרותיות במשק") בכתב המינוי של הוועדה נכתב, בדברי הרקע, כי "המשק הישראלי מאופיין ברמת ריכוזיות גבוהה, שכן חלק ניכר מהחברות במשק מוחזקות על ידי מספר קטן יחסית של קבוצות עסקיות. מרבית הקבוצות העסקיות בישראל הן משפחתיות ומתאפיינות במבנה החזקות פירמידאלי. העדויות בעולם מלמדות כי מבנה בעלות זה עלול להשפיע לרעה על רמת התחרות בענפי המשק ועל היציבות הכלכלית, על יעילות הקצאת המקורות, על הצמיחה במשק ועל השוויון בחלוקת ההכנסות. יתרה מכך, מבנה אחזקות זה, המקנה כוח בידי קומץ מקבלי החלטות, עלול לעודד קשרים פסולים בין הסקטור העסקי לגורמי השלטון...". נוכח זאת בכתב המינוי נכתב כי "הוועדה תבחן את ההשפעות של המבנה הנוכחי על המשק הישראלי ולאור בחינה זו תמליץ על צעדי המדיניות הרצויים, לרבות תיקוני חקיקה וצעדים אופרטיביים..."¹.

על פי דו"ח הביניים של הוועדה², אשר פורסם באוקטובר 2011, המשק הישראלי התאפיין במבנה בעלות ריכוזי, וקבוצות עסקיות גדולות שלטו בנתח משמעותי של נכסים ריאליים ופיננסיים בו, ולפיכך חלק גדול מהפעילות הכלכלית במשק נשלט בידי בעלי הון מעטים. על פי הדו"ח, בשנת 2010 היו בישראל 24 קבוצות עסקיות אשר שלטו בכ- 136 חברות ציבוריות מכלל 596 החברות הציבוריות בבורסה (כ- 23%). בזמנו, שווי השוק של אותן חברות היה כ- 68% משווי השוק הכולל של החברות הציבוריות בישראל³. בנוסף, שלטו הקבוצות גם במספר רב של חברות פרטיות, גדולות וקטנות כאחת, אשר פעלו במספר רב של ענפי המשק. הוועדה גיבשה מספר המלצות על מנת להתמודד עם המצב האמור.

בחודש אפריל 2012, התקבלה החלטת ממשלה⁴ אשר אימצה את ההמלצות שפורסמו בדו"ח הסופי של הוועדה. על בסיס המלצות אלה, נחקק בחודש דצמבר 2013 החוק לקידום

¹ כתב המינוי של הוועדה, עמ' 324 לדו"ח הביניים.

² הוועדה להגברת התחרותיות במשק, טיוטת המלצות הוועדה (דו"ח ביניים), אוקטובר 2011. https://www.gov.il/BlobFolder/unit/competitiveness-committee/he/Vaadot_ahchud_CompetitivenessCommittee_TyuyatRec_Report.pdf

³ עמ' 140-141 לדו"ח הביניים של הוועדה.

⁴ החלטת ממשלה 4559 מיום 22 באפריל 2012, אימוץ המלצות דו"ח הוועדה להגברת התחרותיות במשק.

התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד–2013 (להלן: "החוק" או "חוק הריכוזיות"), אשר עסק בשינוי מבנה ההחזקות במשק ובטיפול בריכוזיות הכלל משקית.

החוק מכיל שלושה פרקים עיקריים: שקילת שיקולי ריכוזיות כלל-משקית, ושיקולי תחרותיות ענפית בהקצאת זכויות (פרק ב'); הגבלת השליטה בחברות במבנה פירמידלי (פרק ג'); הפרדה בין תאגידים ריאליים משמעותיים ובין גופים פיננסיים משמעותיים (פרק ד').

כאמור בדברי ההסבר להצעת החוק, הוועדה עמדה על תופעה בעייתית במשק הישראלי של שליטה משותפת של אותו גורם בנכסים ריאליים ובנכסים פיננסיים, כאשר שליטה מעין זו מעלה חשש ממשי לפגיעה בשיקול הדעת של הגוף הפיננסי כמקצה אשראי לפעילות ריאלית. כדי להתמודד עם התופעה האמורה, חוקק פרק ד' לחוק, כאשר התכלית העומדת בבסיסו היא⁵ מניעת הקצאת מקורות אשראי לא יעילה במשק, והגברת התחרותיות. הגופים הפיננסיים, בעיקר בנקים וגופים מוסדיים, אחראים להקצאת מקורות האשראי לפעילות הריאלית במשק. החזקה משמעותית של תאגיד ריאלי בגוף פיננסי, ולהפך, או שליטה משותפת של גורם כלשהו בתאגיד ריאלי ופיננסי כאחד, עשויה להוביל לפגיעה בניטרליות שיקול הדעת בהקצאת אשראי, וכתוצאה מכך להקצאה לא יעילה של מקורות האשראי במשק, שהינם משאב מוגבל. במקרים מסוימים הגוף הפיננסי אף עשוי למנוע או להגביל אשראי לתאגידים ריאליים המתחרים בתאגיד הריאלי אליו הוא קשור, פעולה אשר לולא קשר זה, לא הייתה מתרחשת. זמינות אשראי בלתי מוגבלת ללווים מסוימים בלבד (לצד היעדר זמינות אשראי עבור מתחריהם) מהווה יתרון שמאפשר להם להגדיל את כוחם הכלכלי אפילו יותר, ובכך להעמיק את בעיית הריכוזיות במשק. כמו כן, קיים חשש מהעברת מידע עסקי, בין הגוף הפיננסי לתאגיד הריאלי השולט בו או המשתיך לאותה קבוצה עסקית, על חברות מתחרות הלוות כסף מאותו גוף פיננסי, פעולה אשר עשויה לפגוע גם היא בתחרות במשק. החששות מתגברים כאשר מספר מצומצם של קבוצות עסקיות גדולות, בעלות פיזור ענפי (גיאוגרפי) רחב, צורכות חלק ניכר מהאשראי במשק.

⁵ מתוך דברי הסבר להצעת חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ב-2012; והסקירה הכללית של מרכז המחקר והמידע של הכנסת "תיאור וניתוח של יישום חוק הריכוזיות והשפעותיו הכלכליות על המשק: https://fs.knesset.gov.il/globaldocs/MMM/ff9220ea-086f-e911-80ec-00155d0a9536/2_ff9220ea-086f-e911-80ec-00155d0a9536_11_13761.pdf

על מנת להתמודד עם חששות אלה, נקבעו בחוק הריכוזיות מגבלות על החזקה במקביל של תאגיד ריאלי משמעותי, כהגדרתו בחוק, וגוף פיננסי משמעותי, כהגדרתו בחוק, וכן נקבעו מגבלות על כהונה צולבת של דירקטורים. בפרט, החוק אסר על שליטה של תאגיד ריאלי המוגדר "משמעותי" בגוף פיננסי המוגדר "משמעותי", והגביל את שיעור ההחזקה שלו בגוף כזה עד לשיעור מסוים. על פי החוק, השולט או המחזיק ב- 5% בתאגיד ריאלי משמעותי לא יכול להמשיך ולשלוט בגוף פיננסי משמעותי או להחזיק ביותר מ- 10% בו. אם מדובר בגוף ללא גרעין שליטה- ביותר מ- 5%. לעניין זה, תאגיד ריאלי משמעותי מוגדר כתאגיד שאינו גוף פיננסי, אשר מחזור המכירות שלו, של השולט בו, ושל כל התאגידים הריאליים שבשליטתו ושבשליטת השולט בו (להלן ולעיל: "**הקבוצה**" או "**הקבוצה העסקית**") או האשראי הכולל של הקבוצה העסקית עולה על כ- 6 מיליארד ש"ח. תאגיד אשר הוכרז כבעל מונופולין, לפי חוק התחרות הכלכלית, התשמ"ח-1998, ייחשב תאגיד ריאלי משמעותי אם מחזור מכירותיו עולה על כ- 2 מיליארד ש"ח בשנה בשווקי מונופולין⁶. גוף פיננסי משמעותי מוגדר כגוף פיננסי, קרי, גוף המנוי ברשימה שבהגדרה "גוף פיננסי" שבסעיף 28 לחוק, למשל בנק, מבטח, ומנהל תיקים, אשר שווי כלל נכסיו, נכסי הגופים הפיננסיים שבשליטתו ושבשליטת השולט בו עולה על 40 מיליארד ש"ח. כלל הסכומים הנ"ל מתעדכנים בינואר בכל שנה על פי מדד המחירים לצרכן. עוד נקבע בחוק, כי שולט בתאגיד בנקאי שהוא גוף פיננסי משמעותי לא ישלוט במבטח שהוא גוף פיננסי משמעותי, וכי בעלי שליטה וכל אדם הקשור אליהם וכן נושאי משרה בתאגיד ריאלי משמעותי לא יוכלו לכהן כדירקטורים בגופים פיננסיים משמעותיים.

סעיף 39(י) לחוק קובע כי בתום שש שנים מפרסום החוק יוקם צוות לבחינת היישום של הוראות פרק ד' בחוק והשפעת יישומן על מידת הריכוזיות במשק (להלן: "**הצוות**"). עוד באותו הסעיף, נקבע שבצוות יהיו חברים מנכ"ל משרד האוצר, ראש המועצה הלאומית לכלכלה, יושב ראש הרשות לניירות ערך, המפקח על הבנקים, הממונה על התחרות, והממונה על שוק ההון. מתוקף סעיף זה, בדצמבר 2020 התכנס הצוות לראשונה בהובלת מנכ"ל משרד האוצר לבחינת פרק ד' לחוק, כאמור. חברי הצוות⁷ הם (לפי סדר הא"ב):

מר יאיר אבידן, המפקח על הבנקים

מר ליאור חיימוביץ, סגן ראש המועצה הלאומית לכלכלה

⁶ סעיף 30 (א) (1) לחוק. יצוין, כי לעניין זה נמנים רק שווקי מונופולין שבהם מחזור המכירות של התאגיד גדול מכ- 300 מיליון ש"ח.

⁷ מאז התכנסותו הראשונה של הצוות ועד לכתיבת מסמך זה, התחלפו חלק מחבריו.

גב' מיכל כהן, הממונה על התחרות
ד"ר משה ברקת, הממונה על שוק ההון
גב' ענת גואטה, יו"ר הרשות לניירות ערך
מר רם בלינקוב, מנכ"ל משרד האוצר

עו"ד מאיר לוין, משנה ליועצת המשפטית לממשלה (משפט כלכלי), צורף לצוות מראשית פעילותו ולקח חלק פעיל בעבודת הצוות.

עם התכנסותו של הצוות לראשונה בדצמבר 2020, ברקע וכהכנה לעבודת הצוות, הוצגו לצוות ממצאים עיקריים מתוך מחקרו של ד"ר קונסטנטין קוסנקו מחטיבת המחקר בבנק ישראל בנושא ריכוזיות כלל-משקית. בסקירה שניתנה על ידי ד"ר קוסנקו והכלכלנית שירה שמואל מרשות התחרות, הוצגו הדרכים בהן יושם חוק הריכוזיות על ידי השולטים בקבוצות העסקיות, הקבוצות הפיננסיות, השולטים בהן, והרגולטורים השונים, מאז חקיקתו בסוף שנת 2013 ועד למועד שבו נדרש היה ליישמו- בחודש דצמבר 2019. כיוון שחוק הריכוזיות היה צעד אחד, מרכזי וחשוב ככל שיהיה, בשורה של צעדים שננקטו במהלך אותן השנים במטרה להגביר את התחרותיות במשק, ישנו קושי מתודולוגי לנתח את ההשפעות הכלכליות שלו כשלעצמו, במנותק מהשפעותיהן של רפורמות ואירועים נוספים במשק. על אף האמור לעיל, הוצג ניתוח ראשוני להשפעות הכלכליות של יישום חוק הריכוזיות על המשק, ובהן השפעות על התפלגות האשראי העסקי במשק וההשפעות על שוק ההון בישראל. כלל הנתונים שהוצגו לצוות מלמדים בבירור על צמצום משמעותי בריכוזיות האשראי בשנים האחרונות, ובייחוד במשקל האשראי שניתן לקבוצות הלווים הגדולות מתוך האשראי הבנקאי למגזר העסקי. ממצאים אלו יוצגו בפירוט בפרק 2 במסמך זה.

בראשית פעילות הצוות, פורסם קול קורא לקבלת התייחסות הציבור להשפעות יישום פרק ד' לחוק הריכוזיות על צמצום הריכוזיות במשק, ולסוגיות נוספות בחוק הריכוזיות. הצוות קיבל התייחסויות והמלצות מגורמים שונים במשק ובכללם: אנשי אקדמיה, גופים פיננסיים, תאגידים ריאליים, עמותות וארגונים העוסקים בתחומי הממשל והחברה, איגודים וגופים פרטיים. התייחסויות הציבור היו מגוונות ונגעו במספר נושאים הקשורים לפרק ובכלל זה: להצעות לשינוי הוראות החוק, לרבות ההגדרות שבו, להרחבת החוק כך שיחול על מצבים נוספים שהחוק כיום אינו חל עליהם או לתיקון החוק. הצוות קיים שימועים ונעזר במידע שהתקבל לטובת הדיונים ולגיבוש עמדתו, כשמטרתו המרכזית הייתה שימור וחיזוק

התכליות שעמדו בבסיס חקיקת החוק. לצד זאת, בחינת התייחסויות הציבור נעשתה גם מתוך כוונה להקל על הנטל הרגולטורי, ולפשט את יישום החוק.

בתום הדיונים בסוגיות שעלו בהתייחסויות הציבור, הצוות דן בסוגיות נוספות הקשורות לריכוזיות במשק, אשר הועלו במהלך הדיונים על ידי חברי הצוות, ונוגעות לשינוי הוראות החוק, לרבות ההגדרות והאיסורים השונים מכוחו, במטרה לבחון האם קיימים במשק כשלי ריכוזיות שנוצרו לאחר חקיקת החוק, והאם הוראות החוק נותנות מענה מספק למבנה השוק הנוכחי.

הצוות קיים 17 ישיבות בסך הכל, כאשר 9 מתוכן התקיימו בשנה האחרונה, בהרכבו הנוכחי של הצוות. הצוות גיבש המלצות לגבי כל סוגיה. כאשר בכל הסוגיות התקבלו ההמלצות על דעת כל חברי הצוות, זאת מלבד סוגיה אחת שלגביה ניתנה דעת מיעוט. להלן יפורטו כלל הסוגיות שנידונו בצוות וכן המלצותיו לגבי כל אחת מהן.

1.2. תמצית המלצות הצוות

כאמור, הצוות בחן לעומק את התייחסויות הציבור לחוק, אשר עלו במסגרת הקול קורא, והן יוצגו בפירוט בהמשך מסמך זה. את חלקן ממליץ הצוות לאמץ, ולתקן את הוראות החוק בהתאם; ואת חלקן דחה, והמליץ להותיר את החוק על כנו. כמו כן, חברי הצוות יזמו מספר המלצות לתיקונים נוספים בחוק במסגרת נושאים שהעלו לדיון. להלן תמצית המלצות הצוות:

סוגיות הנוגעות להגדרה של תאגיד ריאלי משמעותי

- **הגדרת תאגיד ריאלי משמעותי בשוק שאינו שוק מונופולין:** לפי סעיף 30(א) לחוק, תאגיד ריאלי משמעותי, בשוק שאינו שוק מונופולין, הוא מי שמחזור המכירות הקובע שלו, עולה על כשישה מיליארד ש"ח או שהאשראי הקובע שלו עולה על כשישה מיליארד ש"ח. במסגרת דיוניו, בחן הצוות האם נכון לשנות את הסכומים שנקבעו בחוק לגבי מחזור מכירות קובע ולגבי אשראי קובע. לצוות הוצגו המשמעויות של השינויים במצב השוק הקיים. על בסיס מבחני הרגישות ובהתאם לרציונל ולתכלית החוק, הצוות סבור שהרפים הקיימים המשמשים להגדרה של תאגיד ריאלי משמעותי בשוק שאינו שוק מונופולין משרתים את תכלית החוק באופן

מיטבי ואין לשנותם⁸. עם זאת, הצוות ממליץ לבצע תיקונים אחרים להגדרת ה"אשראי הקובע", והגדרת "מחזור המכירות הקובע", כפי שיפורט בהמשך.

- **הגדרת תאגיד ריאלי משמעותי בשוק מונופולין:** לפי סעיף 30(א) לחוק, תאגיד

ריאלי משמעותי, בשוק מונופולין, הוא מי שמחזור המכירות הקובע שלו עולה על כשני מיליארד ש"ח. במסגרת הערות הציבור נטען כי יש לשנות את ההגדרה ולהגדיר כל מונופול ריאלי כתאגיד ריאלי משמעותי או לקבוע את מחזור המכירות הקובע לפי שוק המונופולין והשווקים המשיקים. הצוות בחן הצעה להגדיר כל מונופול כתאגיד ריאלי משמעותי, ומצא כי רעיון זה אינו נכון מבחינה מקצועית וכלכלית. בישראל ישנם מונופולים רבים שהם גופים קטנים יחסית מבחינה משקית, ולכן אינם רלוונטיים לחוק הריכוזיות. הגדרתם כגופים ריאליים משמעותיים תייצר עיוות משקי. זאת בנוסף לאתגר שבהגדרת שוק מונופולין הקיים מלכתחילה. אף ההצעה להתייחס גם למכירות בשווקים משיקים מורכבת ליישום וספק אם יש בה לשרת את תכלית החוק.

- **הכללת האשראי שמגייס תאגיד ריאלי בחו"ל המשמש לפעילות בישראל**

כ"אשראי" לעניין הגדרת תאגיד ריאלי משמעותי: הצוות ממליץ להרחיב את הגדרת "האשראי הקובע"⁹ כך שתכלול גם את האשראי שהתקבל מחו"ל ומממן פעילות בישראל. זאת מכיוון שכיום, נטילת אשראי מגוף בחו"ל אינה שונה מהותית ופרוצדורלית מנטילת אשראי מגוף בישראל. נוכח הקושי "לצבוע" שימוש בבספי הלוואה מוצע שמגבלה זו תכלול הגדרה מהותית ("אשראי שגויס בחו"ל ומשמש לפעילות בישראל") ולצידה חזקה שניתנת לסתירה לפי מבחן הייחוס של יחס מחזורים, כך ששיעור האשראי שיוחס לפעילות בישראל, מתוך כלל האשראי, יהיה שווה ליחס של מחזור הפעילות בישראל מתוך כלל מחזור הפעילות של התאגיד.

- **הגדרת מחזור מכירות קובע בחוק הריכוזיות:** הצוות מציע להבהיר כי "מחזור

מכירות קובע" המוגדר בסעיף 30(ה) לחוק, כולל גם מחזור מכירות מייצוא. זאת, בין בתיקון חקיקה מבהיר ובין בדרך של בחינה מחדש של פרשנות הסעיף האמור, וזאת על מנת שלא לייצר יתרון מכוח חוק הריכוזיות לתאגידים מייצאים על פני תאגידים הפועלים בשוק המקומי, בהיעדר סיבה עניינית לכך.

⁸ סעיף 30 (א) לחוק
⁹ סעיף 30 (ה) לחוק

סוגיות הנוגעות לרשימת הגופים הריאליים

- **החלת חובת דיווח על תאגידים ריאליים משמעותיים:** על מנת לטייב את רשימת

התאגידים הריאליים משמעותיים במשק, שמפרסמת הוועדה לצמצום הריכוזיות, הצוות ממליץ לחייב תאגידים ריאליים בעלי מחזור מכירות או אשראי העולים על 5 מיליארד ש"ח (או על מיליארד ש"ח בשווקי מונופולין) וכן את השולטים בתאגידים אלו, לדווח על כך לוועדה לצמצום הריכוזיות. הצוות ממליץ על רף חובת דיווח שנמוך מרף העמידה בחוק, וזאת על מנת לאפשר לרשות התחרות ביקורת ומעקב על קבוצות שקרובות לרף שנקבע בחוק, ועל דיווחיהן. בנוסף, הצוות ממליץ לקבוע כי הפרת חובת דיווח זו תהווה עבירה פלילית שניתן יהיה לאכוף בכלים פליליים או על ידי הטלת עיצום כספי על המפר, בדומה להוראה שנקבעה בחוק הריכוזיות ביחס להפרת חובה למסור נתונים לפי דרישת הממונה על התחרות.

- **תחולת הוראות הפרדה על תאגידים ריאליים משמעותיים שאינם נכללים**

ברשימה: כיום המגבלות בעניין תאגיד ריאלי משמעותי או השולט בו, לפי החוק, חלות לגבי תאגיד ריאלי שמוגדר כמשמעותי בהתאם לקריטריונים שנקבעו בחוק, ולגבי השולט בו, גם אם הם אינם כלולים ברשימת התאגידים הריאליים המשמעותיים שמפרסמת הוועדה לצמצום הריכוזיות לפי סעיף 30(א) לחוק. במסגרת הערות הציבור התבקש הצוות לתקן את החוק כך שהמגבלות האמורות יחולו רק לגבי תאגידים ויחידים שכלולים ברשימה האמורה. הצוות מתנגד לצמצום תחולת החוק, כך שיחול אך ורק על תאגידים המופיעים ברשימות שמפורסמות לפי החוק ולא בהתאם לקריטריונים המהותיים. לדעת הצוות, ראוי שהוראות החוק יחולו, כפי שהן חלות כיום, גם על תאגידים ויחידים שאינם מופיעים ברשימות אם אלו עונים על הקריטריונים הקבועים בחוק הריכוזיות.

סוגיות הנוגעות להגדרה של תאגיד פיננסי משמעותי

- **ביטול חלופת סולק בעל היקף פעילות רחב בהגדרת גוף פיננסי משמעותי:** לפי

החוק הקיים, גוף פיננסי הוא גוף פיננסי משמעותי אם כלל הנכסים שלו עולים על הסכום הקבוע בסעיף 29(א)(1) לחוק. בנוסף, לפי סעיף 29(א)(2) לחוק, אם הגוף הפיננסי הוא סולק, הוא יוגדר כגוף פיננסי משמעותי אם הוא סולק בעל היקף פעילות רחב כהגדרתו בחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981 (להלן: "**חוק הבנקאות (רישוי)**"), כלומר סולק שסלק מעל שיעור מסוים ממספר העסקאות

שנסלקו בכרטיסי חיוב או מעל שיעור מסוים מסכום התמורה הכולל ששולם לבתי עסק בידי סולקים. הצוות ממליץ כי הגדרת סולקים כגופים פיננסיים משמעותיים, תהיה באופן דומה להגדרת שאר הגופים הפיננסיים, כלומר רק לפי שווי הנכסים שלו ולא לפי שיעור או גובה העסקאות שסלק. על כן, הומלץ לבטל את החלופה "סולק בעל היקף פעילות רחב" בהגדרת הגופים הפיננסיים המשמעותיים שבחוק.

• **עדכון רשימת הגופים הפיננסיים:** מעת חקיקת החוק נעשו שינויים בחקיקה הישראלית ונוספו גופים פיננסיים נוספים, בעלי רישיון, שנכון מבחינת תכלית החוק להחיל לגביהם, במקרים המתאימים, את המגבלות הקבועות בחוק לעניין ההפרדה בין גוף פיננסי לתאגיד ריאלי משמעותי. עמדת הצוות היא כי נכון להגדיר את הגופים הפיננסיים הבאים כ"גוף פיננסי" לעניין החוק: (1) בעל רישיון למתן שירותי פיקדון ואשראי; (2) בעל רישיון למתן אשראי; (3) בעל רישיון להפעלת מערכת לתיווך באשראי¹⁰; (4) רכזי הצעה¹¹; (5) תאגיד הנפקה של מבטח. בנוסף, כיום תאגיד עזר מוגדר כגוף פיננסי אולם, בשונה מיתר הגופים הפיננסיים, לא נקבעו ביחס אליו מגבלות החזקה ולפי המצב החוקי הקיים תאגיד ריאלי משמעותי רשאי להחזיק (אך לא לשלוט) בתאגיד עזר שהוא גוף פיננסי משמעותי. הצוות סבור שאין מקום להבחין בין תאגיד עזר לבין יתר הגופים שמוגדרים כגוף פיננסי, ועל כן לעמדתו יש לתקן את החוק הרלוונטי כך שההוראות המחילות את חובת ההפרדה יחולו גם ביחס לתאגיד עזר שהוא גוף פיננסי משמעותי, ועל כלל הגופים הפיננסיים שיתווספו.

סוגיות הנוגעות לאיסור על החזקה צולבת

• **הגבלת שליטה משותפת של תאגיד ריאלי משמעותי וגוף פיננסי משמעותי:** בהתאם לחוק הקיים, הגדרת גוף, כתאגיד ריאלי או כגוף פיננסי, נקבעת לפי הפעילות שאותו גוף מבצע. מצב זה מאפשר לגוף פיננסי משמעותי ותאגיד ריאלי משמעותי החזקה משותפת בגופים שונים. כך, למשל, שניהם יכולים להחזיק בגוף פיננסי אם השולט הוא התאגיד הריאלי המשמעותי. אם השולט היה הגוף הפיננסי, אותו גוף היה מוגדר כגוף פיננסי משמעותי והיו חלות מגבלות לעניין היקף אמצעי השליטה שהתאגיד הריאלי רשאי להחזיק בו. הצוות דן בשאלה האם, נוכח תכלית

¹⁰ כל אלה לפי חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), תשע"ו-2016.

¹¹ לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.

החוק, נכון לאסור את המצב הזה. הצוות ממליץ שלא לתקן את החוק בהקשר הזה, שכן נכון יותר להגדיר גוף לפי סוג הפעילות שהוא מבצע ולא לפי זהות השולט בו.

- **צמצום ההגבלה על החזקה של גוף פיננסי בחברות בנות של תאגידים ריאליים**

משמעותיים: לפי החוק הקיים, תאגיד ריאלי משמעותי "הופך" את כל התאגידים הריאליים שבשליטתו לתאגידים ריאליים משמעותיים. משמעות הדבר היא, שכל הוראות החוק לגבי תאגיד ריאלי משמעותי, יחולו גם על כל חברת בת שהיא תאגיד ריאלי שבשליטתו, וזאת ללא קשר לגודל של חברת הבת. הצוות ממליץ כי ההגבלה החלה על גוף פיננסי להחזיק בחברות בנות של תאגיד ריאלי משמעותי תיוותר על כנה, אלא אם החברות הבנות של התאגיד הן בעלות מחזור מכירות של עד 100 מיליון ש"ח (כולל חברות בשליטה של אותה חברת בת). יחד עם זאת, המליץ הצוות להגביל את האפשרות להחרגה, כך שיאסר על גוף פיננסי משמעותי להחזיק בזכויות שעולות על הרף שקבוע בחוק, במספר תאגידים ריאליים משמעותיים בעלי מחזור מכירות מצטבר שעולה על חצי מיליארד ₪ המוחזקים בידי קבוצה עסקית ריאלית אחת. זאת, במטרה למנוע עקיפת המגבלה באמצעות פיצולים מלאכותיים של התאגיד הריאלי המשמעותי לגופים קטנים רבים בתוך הקבוצה. במקביל, יישארו על כן המגבלות החלות על החזקת תאגידים ריאליים בידי גופים פיננסיים שאינם מכוח חוק הריכוזיות.

- **החרגת הבנקים מהוראות החוק בעסקאות "עושי שוק":** רשות ניירות ערך

העלתה את הצורך בהכנסת הבנקים המסחריים לפעילות עשיית השוק בבורסה, בדומה לנעשה בשווקים מפותחים בעולם. זאת כיוון שהבנקים הינם שחקנים עתירי הון, ידע, ניסיון וטכנולוגיה בשוק ההון ועל כן עשויים לתרום משמעותית להגברת הסחירות בניירות הערך בבורסה ולשכלול שוק ההון. כיום, נוכח הוראות החוק, פעולה זו של הבנקים אינה אפשרית שכן היא צפויה להביא את הבנקים באופן תדיר לחרیגה ממגבלות ההחזקה המוטלות עליהם. על כן, הצוות מציע להחריג את ההחזקות של הבנקים הנובעות במישרין מעסקאות בעשיית שוק, מהוראות החוק הנוגעות להפרדה בין תאגידים ריאליים משמעותיים לגופים פיננסיים משמעותיים, זאת לטובת שכלול השוק והבטחת יכולתם לשמש עושי שוק ללא קשר להחזקותיהם המותרות לפי החוק. המלצה זו מצריכה בחינה נוספת לגבי גיבוש המנגנון, ולמניעת חשש לניגוד עניינים.

- **תחולת החוק על כספי עמיתים:** בהתאם לחוק, גופים מוסדיים, היינו: מבטחים

וחברות מנהלות, אינם רשאים להחזיק יותר מ-10% מסוג מסוים של אמצעי שליטה

בתאגיד ריאלי משמעותי. במסגרת דיוני הצוות הועלתה טענה ולפיה נכון יהיה להחריג את כספי העמיתים מהוראת החוק האמורה, וזאת על מנת לאפשר לגופים המוסדיים יותר גמישות באפשרות ההשקעה של כספי החוסכים, ומאחר שיש מנגנונים אחרים שמקטינים את החששות שיש בהשקעה כאמור. הצוות ממליץ שלא לשנות את המצב החוקי הקיים ושלא להחריג את כספי העמיתים ממגבלות החוק. זאת מאחר שהמנגנונים הקיימים אינם נותנים מענה מלא ומספק לחששות ולתכלית שלפיהם נקבעה ההפרדה בין תאגיד ריאלי משמעותי לבין גוף פיננסי.

• **תחולת הוראות איסור החזקה בנוגע לשליטה בתאגיד נדל"ן ובשותפות: הצוות**

סבור כי מגבלת החזקה של 49% אינה גורמת לגופים המוסדיים להימנע מהגדלת היקף ההשקעות שלהם בנדל"ן בישראל, ולפיכך, לשיטתו, אין להיענות להצעה לביטול מגבלת החזקה. יתר על כן, הצוות ממליץ כי הממונה על רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון (להלן: "הממונה" או "הממונה על רשות שוק ההון") יבחן מחדש את החלטתו בהתאם לתקנה 12(ג) בחוזר הממונה לקביעת מגבלת החזקה שונה לעניין החזקה בשותפויות, המאפשרת לגופים מוסדיים להחזיק עד 49% כשותפים מוגבלים בשותפות, וכן את תוכן המגבלה, זאת בשל החשש כי החזקה, אפילו הונית, בשיעור כה גבוה, עשויה לעלות כדי שליטה, ואף אם אינה עולה כדי שליטה – עלולה להשפיע על שיקולי הגוף המוסדי באופן דומה לשליטה.

סוגיות הנוגעות לאכיפת האיסורים

• **קביעת הוראות מעבר בנוגע למצב בו תאגיד ריאלי או גוף פיננסי הופך**

למשמעותי: חוק הריכוזיות קבע מגבלות החזקה של תאגיד ריאלי משמעותי בגוף פיננסי משמעותי, ולהיפך. במסגרת הערות הציבור הועלתה בקשה לקבוע הוראת מעבר למקרים שבהם תאגיד ריאלי הפך במהלך הזמן לתאגיד ריאלי משמעותי, וזאת על מנת לאפשר לאותו תאגיד להתמודד עם השינוי ועם המגבלות החדשות שחלות לגביו. לעמדת הצוות, במקרה של הפרה אקטיבית של החוק (למשל בדרך של מיזוגים ורכישות), אין מקום לאפשר תקופת מעבר. ההפרה תהיה מידית מהמועד שבו התאגיד הריאלי הפך למשמעותי והרגולטור הרלוונטי נדרש לאכוף הפרה כזו באופן מיידי, הן כאשר מדובר בהחזקה אסורה של תאגיד ריאלי משמעותי בגוף פיננסי משמעותי, והן במצב ההפוך של החזקה של גוף פיננסי משמעותי בתאגיד ריאלי משמעותי. עם זאת, במקרה של הפרה פסיבית (למשל, גידול בפעילות של תאגיד מוחזק שאינו נשלט), לדעת הצוות, יש לקבוע תקופת מעבר

של שנה שבמסגרתה לא יחולו מגבלות ההחזקה, ובמהלכה יתאפשר לתאגיד הריאלי או לגוף הפיננסי לתקן את ההפרה. בתום תקופת המעבר, כמובן, יחולו מגבלות ההחזקה, ותוטל חובת המכירה.

- **השוואת סמכויות וסנקציות במקרה של הפרה:** לפי המצב החוקי הקיים, ישנה שונות בין הסמכויות שהחוק העניק לרגולטורים השונים במצב שבו תאגיד ריאלי משמעותי מחזיק בגוף פיננסי משמעותי בניגוד להוראות החוק, לבין הסמכויות שהוענקו לרגולטורים במצב הפוך שבו, בניגוד להוראות החוק, גוף פיננסי מחזיק בתאגיד ריאלי משמעותי. בנוסף, מסקירת החוקים השונים עולה שקיימת שונות בכל הנוגע לסנקציות שמוטלות על הגופים השונים במקרה של הפרת החוק. לדעת הצוות, אין הצדקה לשונות האמורה באכיפת הוראות דומות. בנוסף, חברי הצוות ממליצים לבחון את סכומי העיצום הכספי בגין החזקת אמצעי שליטה במקרה של הפרה, על מנת לוודא שהסכום יהיה מרתיע דיו.

ריכוזיות הגופים המוסדיים

בדיוני הצוות הועלו חששות בדבר התפתחויות בהחזקות הגופים המוסדיים במהלך השנים המובילות לריכוזיות של הגופים המוסדיים במשק, וחלק מחברי הצוות העלו היבטים שונים של חששות שעלולים לנבוע מריכוזיות זו. נוכח הדעות השונות בצוות, ולאור היקפו והשלכותיו המשקיות של נושא זה, הוחלט על ביצוע בחינה ועבודת המשך בנושא מחוץ למסגרת הצוות.

2. בחינת יישום הוראות פרק ד' לחוק הריכוזיות, והשפעתו על מידת הריכוזיות במשק

השוואה בינלאומית של מאפייני רפורמות דומות¹² לחוק מלמדת כי הרפורמה הישראלית, חדשנית, מגוונת ומותאמת למצב הייחודי בישראל.

לוח 1 – השוואה בין לאומית של הרפורמות

שם הרפורמה	מאפיינים עיקריים	תוצאות הרפורמה	
ישראל	חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות	הפרדה בין תאגידים ריאליים משמעותיים ובין גופים פיננסיים משמעותיים.	הפרדה בין שליטה על תאגידים ריאליים משמעותיים וגופים פיננסיים משמעותיים; ירידת החשיפה ללווים גדולים ולקבוצות עסקיות, ולגידול היצע האשראי למגזר העסקים הקטנים ולמשקי הבית מצד המערכת הבנקאית.
ארצות הברית	"Specifically-designed" (not Anti-trust or CG) regulatory tools, PUHCA, Glass-Steagall Act.	פירוק הקבוצות, עלייתם של קונגלומרטים בשנות ה-60, מבנה מבוזר (שוק ההון) בהמשך ועד היום.	

¹² ארה"ב - "Specifically-designed" (not Anti-trust or CG) regulatory tools, 1934, Glass-Steagall Act; יפן - יישום ה-New Deal; קוריאה - חיזוק כללי הממשל התאגידי (CG), צמצום המינוף, חוק חדלות פירעון, The Banking Act of 1982

יפן	יישום ה-New Deal (פירוק בכוח, ביזור).	מעורבות גבוהה של הבנקים בביזור השליטה (מימון ורכישה של הנכסים בפועל).	המשק עבר משליטה של ה-zaibatsu לשליטה ה-keiretsu (הקבוצות החדשות, לא פירמידאליות).
קוריאה	חיזוק כללי הממשל התאגידי (CG), הפחתת סכנת היציבות שבפעילות הקבוצות והסרת חוסר הבהירות העסקית.	צמצום המינוף, חוק חדלות פירעון, The Banking Act of 1982 (הפרדת השליטה בין הקבוצות לבין הבנקים בלבד!).	התבצרות השליטה של 5 קבוצות עסקיות 60% – (chaebols) מה-GDP.

2.1. יישום הוראות פרק ד' לחוק הריכוזיות

כאמור בפרק הקודם, פרק ד' לחוק הריכוזיות מטיל מגבלות למניעת החזקה במקביל (מעבר לסף שנקבע) של גוף פיננסי משמעותי ותאגיד ישראלי משמעותי. הסיבה להטלת המגבלות נעוצה בכך שהחזקה במקביל בגופים אלו מעלה חשש ממשי לפגיעה בשיקול הדעת של הגוף הפיננסי כמקצה אשראי, חשש למניעת אשראי ממתחרים, למימון צולב ובנוסף, ניגוד העניינים האמור עלול גם לפגוע ביכולתם של הגופים הפיננסיים למלא את תפקידם כנציגי ציבור המשקיעים בתאגידים ישראליים¹³.

הסעיפים המרכזיים הכלולים בפרק והתיקונים העקיפים שנעשו במסגרת חוק הריכוזיות¹⁴ נועדו לתמוך במטרה זו ובכללם: פרסום רשימת הגופים הפיננסיים המשמעותיים והתאגידים הישראליים המשמעותיים על ידי ועדת הריכוזיות¹⁵; איסור על תאגיד ישראלי משמעותי ועל השולט בו לשלוט בגוף פיננסי משמעותי או להחזיק אמצעי שליטה בו מעבר לשיעור מסוים; איסור על מי שמחזיק אמצעי שליטה בתאגיד ישראלי משמעותי, מעבר לשיעור מסוים, לשלוט בגוף פיננסי משמעותי; איסור על גוף פיננסי להחזיק מעל שיעור מסוים של אמצעי שליטה בתאגיד ישראלי משמעותי; איסור על כהונה במקביל של השולט בתאגיד ישראלי משמעותי, אדם הקשור לשולט או נושא משרה בו כדיקטור בגוף פיננסי משמעותי;

¹³ דברי ההסבר של הצעת החוק: https://www.nevo.co.il/Law_word/law15/memshala-706.pdf
¹⁴ חוק הפיקוח על הביטוח, חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005, חוק הבנקאות (רישוי), פקודת הבנקאות, 1941 (להלן: "פקודת הבנקאות"), חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן: "חוק השקעות משותפות בנאמנות") וחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן: "חוק הסדרת העיסוק").
¹⁵ סעיפים 29-30 לחוק הריכוזיות

לפי סעיף 39(י)(1) לחוק הריכוזיות, הצוות נדרש לבחון את יישום הוראות פרק ד'. נפרט להלן כיצד יושם הפרק במהלך השנים שבין חקיקת החוק לבין המועד שבו החוק נכנס לתוקף. בנוסף, לפי סעיף 39(י)(1) לחוק הריכוזיות, הצוות נדרש לבחון את השפעתו של פרק ד' לחוק על מידת הריכוזיות במשק. בתת-פרק 2.2 נציג את תוצאות בחינת הצוות בהקשר הזה.

כאמור, החוק קובע מגבלות לעניין החזקה במקביל בתאגידים ריאליים משמעותיים ובגופים פיננסיים משמעותיים. בחודש דצמבר 2014, הוועדה לצמצום הריכוזיות פרסמה לראשונה את רשימת הגורמים הריכוזיים שלגביהם ישקלו שיקולי ריכוזיות כלל-משקית¹⁶, ובכללה את הגופים הפיננסיים המשמעותיים ואת התאגידים הריאליים המשמעותיים. לפי רשימת הגופים הריכוזיים האמורה, בחודש דצמבר 2014 הוגדרו שמונה קבוצות עסקיות כקבוצות השולטות הן על תאגיד ריאלי משמעותי והן על גוף פיננסי משמעותי (ר' לוח 2), ובהתאם לחוק הן נדרשו למכור אמצעי שליטה באחד מהגופים.

בטבלה שלהלן (לוח 2) מפורטים הגופים, הפעולות שננקטו כדי לעמוד בהוראות החוק, והמועד שבו הושלמו אותן פעולות. כמפורט בטבלה, בחודש נובמבר 2019, הושלמה ההפרדה בין תאגידים ריאליים משמעותיים ובין גופים פיננסיים משמעותיים, זאת בהתאם לנדרש בחוק¹⁷.

בנוסף, וכאמור לעיל, החוק קובע איסור על אדם השולט בתאגיד ריאלי משמעותי, אדם הקשור לשולט כאמור, או נושא משרה בתאגיד ריאלי משמעותי, לכהן כדירקטור בגוף פיננסי משמעותי. בהתאם לסעיף 39(ח)(1) לחוק, הוראה זו נכנסה לתוקף בתום שנתיים ממועד פרסום החוק.

בשנת 2012, כ- 30% מהדירקטורים בגופים פיננסיים משמעותיים כיהנו גם כדירקטורים בתאגידים ריאליים משמעותיים. בהתאם להוראת החוק, שאסרה על כהונה מקבילה כזו מתום שנתיים ממועד פרסום החוק, **נכון להיום לא קיימת כהונה צולבת של דירקטורים בגופים פיננסיים משמעותיים ותאגידים ריאליים משמעותיים.**

¹⁶ <https://www.gov.il/he/Departments/news/bodiesconcentrations>
¹⁷ השלמת ההפרדה בתום שש שנים ממועד תחילת החוק.

לוח 2 – בעלי השליטה ששלטו הן בתאגיד ריאלי משמעותי והן בגוף פיננסי משמעותי

והפעולות שננקטו כדי לעמוד בחוק הריכוזיות

השולט	גוף פיננסי משמעותי	תאגיד ריאלי משמעותי	הפעולות שנעשו	מועד השלמת ההפרדה
קרן אייפקס	פסגות קופות גמל ופנסיה בע"מ	תנובה מרכז שיתופי לשיווק תוצרת חקלאית בישראל בע"מ	מכירת תנובה	מאי 2014
צדיק בינו	הבנק הבינלאומי הראשון בע"מ	פז חברת נפט בע"מ	מכירת פז	מרץ 2017
שרי אריסון	בנק הפועלים בע"מ	שיכון ובינוי בע"מ	שיכון ובינוי נמכרה לנתי סיידוף.	יוני 2018
איל עופר, דורון עופר, וליאורה עופר	בנק מזרחי טפחות בע"מ	עופר השקעות בע"מ ומליסרון בע"מ	ליאורה ודורון עופר מכרו את החזקותיהם בבנק מזרחי טפחות. איל עופר מכר את החזקותיו בעופר השקעות, בעלת השליטה במליסרון.	נובמבר 2018
משפחת עזריאלי	לאומי קארד בע"מ (כיום מקס איט	קבוצת עזריאלי בע"מ	מכירת החזקות הקבוצה בלאומי קארד (20%)	פברואר 2019

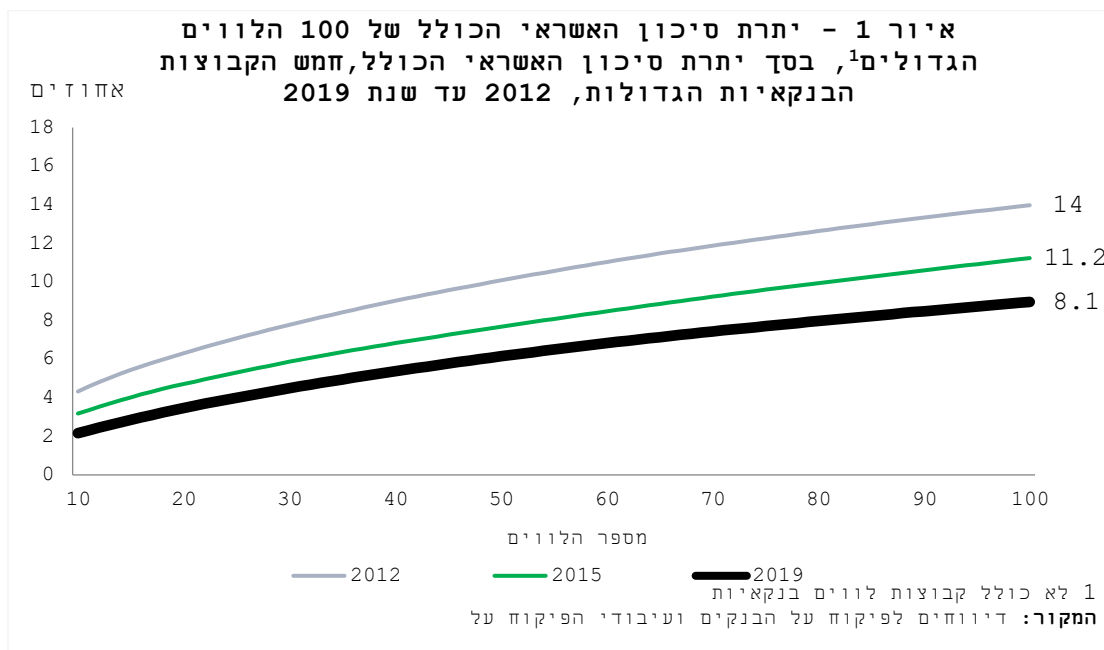
			פיננסיים בע"מ)	
נובמבר 2019	מכירת הפניקס	קבוצת דלק בע"מ	הפניקס פנסיה וגמל בע"מ, ואקסלנס נשואה שירותי בורסה בע"מ	יצחק תשובה
נובמבר 2019	פיזור השליטה בכלל ביטוח	השקעות דיסקונט בע"מ ואי.די.בי. חברה לפיתוח בע"מ	כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ	אדוארדו אלשטיין
נובמבר 2019	מכירת ההחזקות באלוני חץ	אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ, והחברה המרכזית לייצור משקאות קלים בע"מ	בנק מזרחי טפחות בע"מ	משפחת ורטהיים

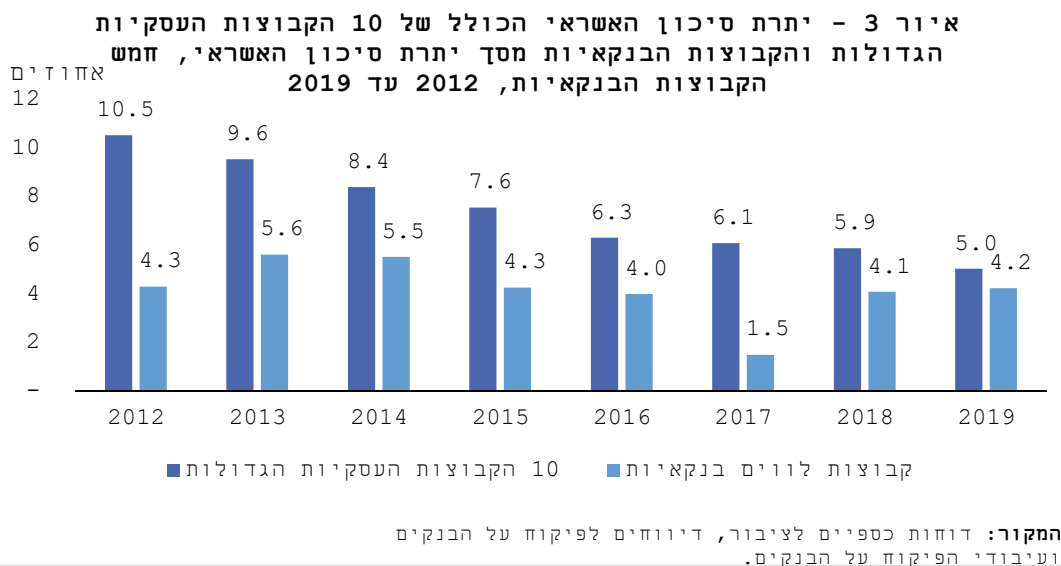
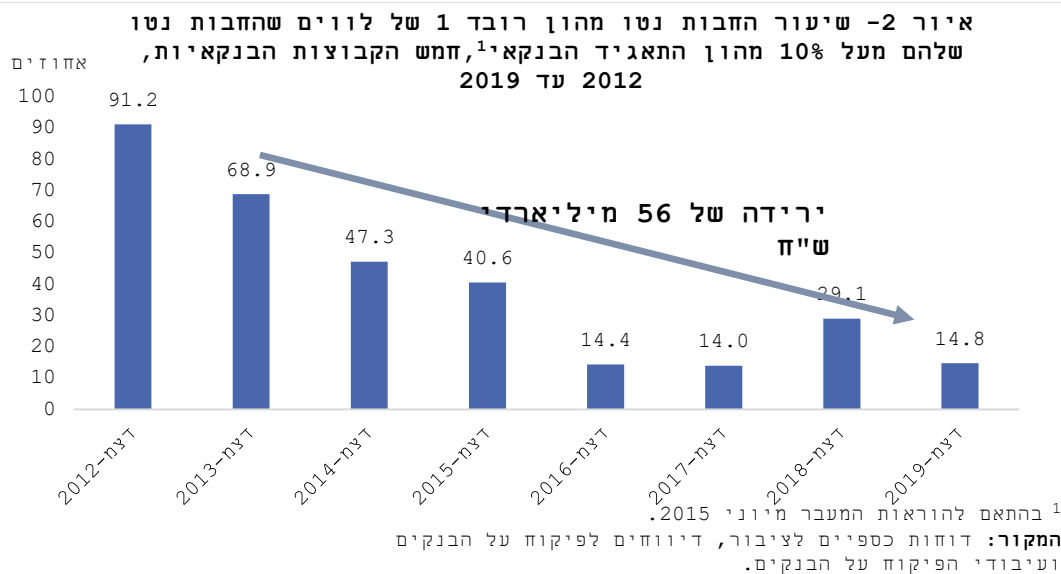
כאמור, לפי סעיפים 29 ו-30 לחוק הריכוזיות, הוועדה לצמצום הריכוזיות נדרשת לפרסם את רשימת הגופים הפיננסיים המשמעותיים ואת רשימת התאגידים הריאליים המשמעותיים. **נכון לחודש אוגוסט 2021, ישנם 85 קבוצות של גורמים ריכוזיים במשק, זאת בהשוואה ל-31 קבוצות בשנת 2014**¹⁸. שינוי זה מלמד על ביזור הריכוזיות במשק, כאשר חלקו קשור בהוראות חוק הריכוזיות, ופרק ד' לחוק.

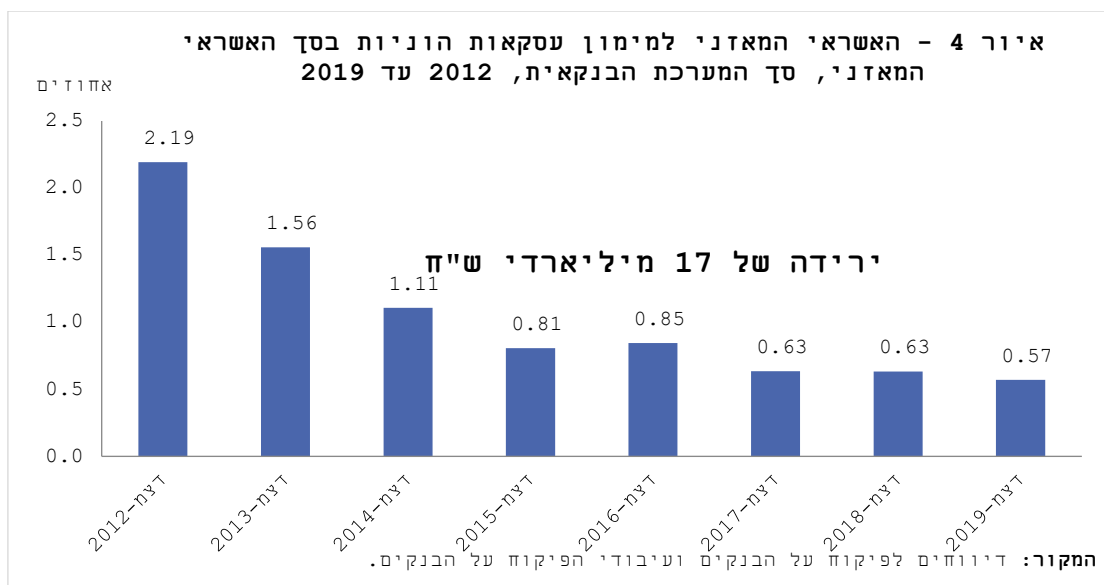
2.2. השפעתו של פרק ד' לחוק על מידת הריכוזיות במשק

בפני הצוות הוצגו נתונים ולפיהם במהלך השנים, מעת חקיקת החוק, ישנו צמצום משמעותי בריכוזיות האשראי, ובייחוד במשקל האשראי שניתן לקבוצות הלווים הגדולות מתוך האשראי הבנקאי למגזר העסקי.

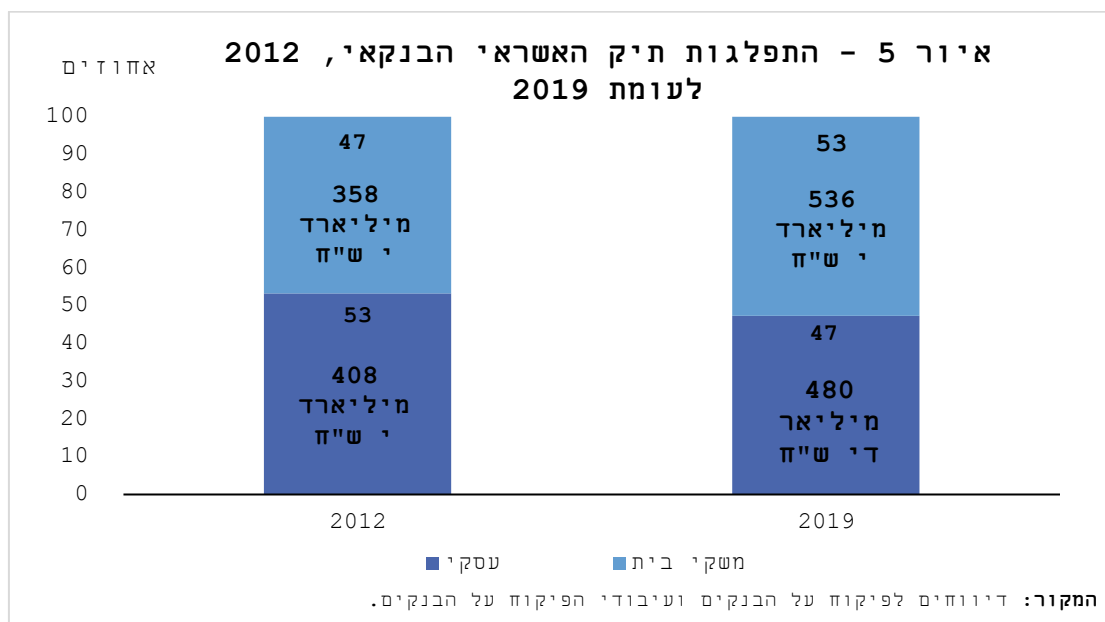
צמצום הריכוזיות במתן אשראי כפי שניתן לראות באיורים 1-3, בא לידי ביטוי בקיטון בחשיפה ללווים גדולים ולקבוצות עסקיות, ולצמצום של כ- 17 מיליארד ש"ח באשראי למימון עסקאות הוניות בין השנים 2012-2019 (איור 4).



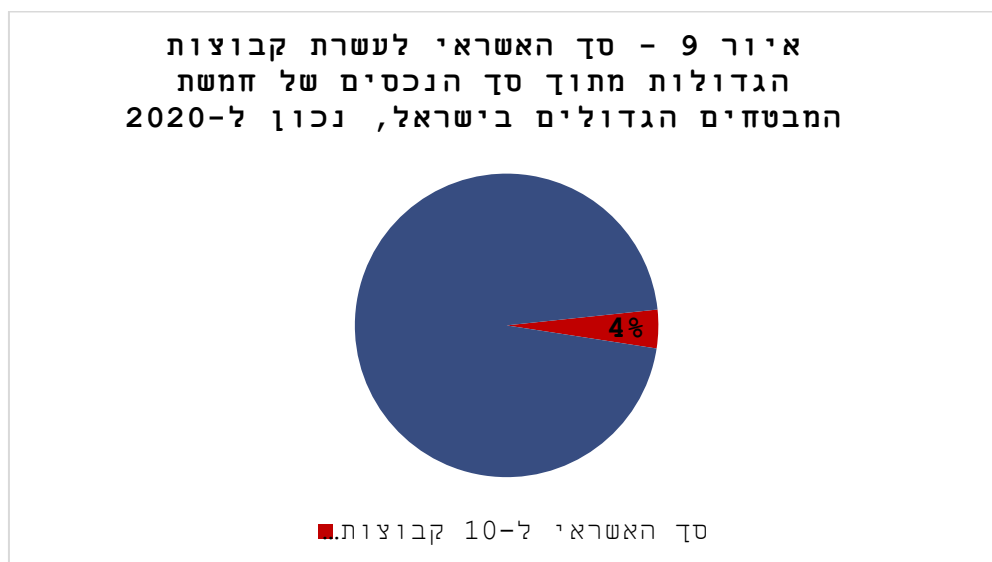
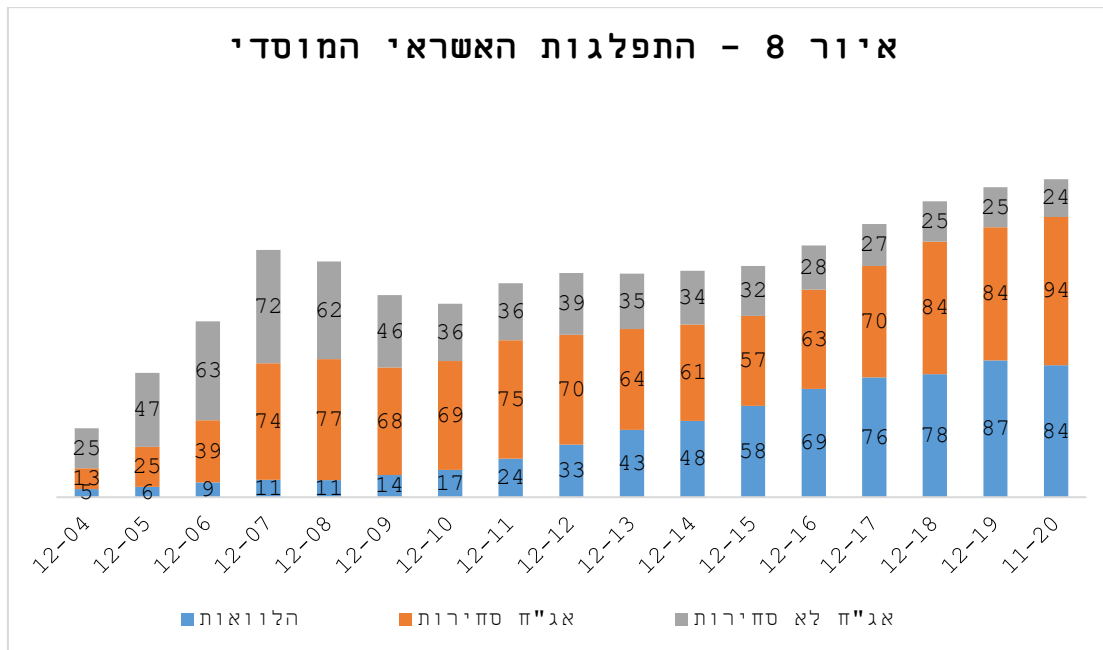




בנוסף, בין השנים 2012-2019 נרשם גידול בהיצע האשראי למגזר העסקים הקטנים ולמשקי הבית מצד המערכת הבנקאית. גידול זה מתבטא הן בגידול בשיעור האשראי המועמד למשקי הבית מסך האשראי (איור 5), והן בכך שהאשראי למגזר העסקים הקטנים גדל ב-44%, בהשוואה לכ-4% בלבד באשראי לעסקים גדולים (איור 6). עם זאת, עדיין לא הגענו למצב האופטימלי, שכן מגזר העסקים הקטנים עדיין נהנה מחלק קטן מתוך כלל האשראי, אשר אינו משקף את חלקו במשק, ונובע מרמת תחרותיות נמוכה.



בתוך כך, יש לציין את העלייה המשמעותית במשקל ההלוואות הישירות (מ- 23% בשנת 2012 לכ- 44% בשנת 2019; איור 8), ואת הקיטון בשיעור החשיפה לעשר הקבוצות הגדולות מסך הנכסים של חמשת המבטחים הגדולים (איור 9).



נתונים אלו, כאמור, מצביעים על צמצום בריכוזיות האשראי ובייחוד במשקל האשראי שניתן לקבוצות הלוויים הגדולות מתוך האשראי הבנקאי למגזר העסקי.

בנוסף, יש לציין כי מגמה של צמצום הריכוזיות ניכרת גם בהיבטים נוספים במשק. בפרט יש לציין את המגמה של מעבר למבנה בעלות היברידי (עם וללא גרעין שליטה) בשוק ההון בכלל ובמגזר הפיננסי בפרט. כך, שלוש מתוך חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות מנוהלות כיום ללא גרעין שליטה לעומת קבוצה אחת בשנת 2012, וקבוצת ביטוח אחת מתוך 5 קבוצות הביטוח הגדולות מבחינת היקף הנכסים המנוהלים על ידן, מנוהלת ללא גרעין שליטה.

עם זאת, לעמדת הגורמים המקצועיים שבחנו את השאלה, המגמה של צמצום הריכוזיות מושפעת מגורמים שונים, לרבות מהלכים רגולטוריים, ולא ניתן לבודד את השפעת חוק הריכוזיות בכלל, ופרק ד' בפרט, על רמת הריכוזיות במשק. בפרט, לא ניתן לקבוע באופן חד משמעי את מידת ההשפעה של ההפרדה בין גופים פיננסיים לתאגידים ריאליים לפי פרק ד' לחוק הריכוזיות על צמצום הריכוזיות במשק. בסמוך לחקיקת חוק הריכוזיות ולאחריו נערכו רפורמות נוספות בשוק ההון ובמשק, וכן רפורמות בתחומי הבנקאות והפיננסים שנועדו, להגביר את התחרות במערכת הבנקאות ולחזק את כוחו של הלקוח הקמעונאי (משקי הבית והעסקים הקטנים)¹⁹. יוזמות אלו פעלו לשיפור התהליכים לניהול האשראי, התנהלות הממשל התאגידי, וקידום התחרות במערכת הבנקאות בפרט והפיננסית בכלל. בתוך כך, ניתן דגש רב בהוראות הפיקוח על הבנקים להידוק מגבלות על היקף האשראי של לוויים, וקבוצת לוויים, שהובילו לצמצום דרמטי בריכוזיות האשראי. זאת לצד קידום התחרות, תוך התמקדות בשני אפיקים מרכזיים- הגברת התחרות בין השחקנים הפיננסיים הקיימים, וקידום צעדים שיאפשרו כניסה של שחקנים חדשים²⁰, בנקאיים וחופשי-בנקאיים.

במקביל, בשוק האשראי המוסדי יושומו מספר רפורמות שפעלו לחיזוק כוחו של הלקוח (למשל רפורמת קרנות נבחרות, עקוב אחריי בפנסיה, פרסום מדדי שירות), בוצעו התאמות

¹⁹ הצוות לבחינת הגברת התחרותיות בענף הבנקאות "ועדת זקן", 2013 - הגדלת מספר השחקנים בענף, הגברת התחרות בין השחקנים הקיימים וצעדים משלימים הכוללים התערבות רגולטורית; חוק התגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים, 2016 - הגבלת שכרם של נושאי משרה בכירים ועובדים בתאגידים פיננסיים; חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), 2016 - מסדיר את פעילותם של נותני שירותים פיננסיים שלא היו כפופים לפיקוח פיננסי; חוק נתוני אשראי, תשע"ו-2016 - נועד לפתח את שוק האשראי ולהביא לכך שדירוג אשראי של לקוחות יהווה פלטפורמה לשיפור תנאי האשראי הניתן לאדם; חוק ניירות ערך (תיקון מס' 63) "חוק שינוי מבנה הבורסה", 2017 - החוק דורש מהבנקים, בין היתר, לצמצם משמעותית את החזקתם בבורסה; חוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל, 2017 - נועד להגביר את התחרות במערכת הפיננסית ולהקל על כניסת שחקנים חדשים לשוק. במרכזו של החוק עמדה הדרישה משני הבנקים הגדולים למכור את חברות כרטיסי האשראי שבבעלותם, ומכל הבנקים לצמצם את החזקתם בשב"א; חוק שירות מידע פיננסי, תשפ"ב-2021 - העוסק בהסדרת פעילותם של ספקי שירות מידע פיננסי, ומאפשר ללקוח של גוף פיננסי להתיר לגוף הפיננסי להעביר מידע אודותיו לנותן שירות מידע פיננסי, על מנת שזה יוכל להשתמש במידע זה למען הלקוח, ובכך להגביר את התחרות במגזר הפיננסי.

²⁰ מתן רישיון להקמת בנק חדש, לראשונה מזה 40 שנה

<https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/24-09-2019.aspx>

להגדלת מספר השחקנים בשוק הביטוח²¹ (הורדת הון עצמי מזערי לקבלת רישיון מבטח), ומהלכים לקידום תחרות האשראי החוץ בנקאי (רפורמה בדירוג הפנימי²²).

לסיכום פרק זה, הצוות מצא כי נכון להיום הושלמה ההפרדה בין תאגידים ריאליים משמעותיים ובין גופים פיננסיים משמעותיים וכי לא קיימת כהונה צולבת של דירקטורים בגופים פיננסיים משמעותיים ותאגידים ריאליים משמעותיים. נוכח המגבלות בחוק הריכוזיות הפרדה זו צפויה להישמר ולהמשיך לתרום באופן חיובי לצמצום ניגודי עניינים ולקידום התחרות במשק.

אמנם, מבחינה מחקרית, קיים קושי לאמוד את השפעתו הישירה של יישום פרק ד' על מידת הריכוזיות במשק, בין היתר נוכח מהלכים רגולטורים משמעותיים נוספים שנעשו במטרה לצמצם את ריכוזיות האשראי ולהגביר את התחרות במשק. עם זאת, ההתפתחויות במשק מעידות על ירידה בריכוזיות הקצאת האשראי במשק, שכן, במקביל לגידול בהיצע האשראי המוסדי, נרשמה ירידה משמעותית בחשיפה ללווים גדולים ולקבוצות עסקיות, וגידול בהיצע האשראי למגזר העסקים הקטנים ולמשקי הבית מצד מערכת הבנקאות.

3. סוגיות הנוגעות להגדרה של תאגיד ריאלי משמעותי

3.1. הגדרת תאגיד ריאלי משמעותי

כאמור, לפי החוק, תאגיד ריאלי משמעותי הוא תאגיד שעונה על אחד התנאים הבאים (נוסח נכון לשנת 2022):

(1) מחזור המכירות הקובע של התאגיד הריאלי עולה על 6,149,527,494.94 שקלים חדשים, או על 2,049,842,498.31 שקלים חדשים בשוקי מונופולין; לעניין זה מחזור המכירות של תאגיד ריאלי יחושב כסך מחזור המכירות שלו, של השולט בו ושל כל התאגידים הריאליים שבשליטתו ושבשליטת השולט בו, ולעניין השולט יחד עם אחרים – ייוחס כל מחזור המכירות כאמור לכל אחד ואחד מהשולטים בנפרד;

²¹ כניסת שחקנים חדשים דוגמת: Libra, WeSure, דייוויד שילד.

²² רפורמה המאפשרת לגופים מוסדיים להיכנס לשוק האשראי העסקי בתחומי עיסוק שונים במהירות וללא צורך בהמתנה לאישור הרשות למודל הדירוג

בפסקה זו, "שוק מונופולין" – שוק שבו התאגיד הריאלי, השולט בו או תאגיד ריאלי שבשליטתו או שבשליטת השולט בו הוכרז כבעל מונופולין לפי סעיף 26 לחוק התחרות הכלכלית, ובלבד שמחזור המכירות של מי שהוכרז כבעל מונופולין כאמור באותו שוק עולה על 307,476,374.75 שקלים חדשים; (2) האשראי הקובע של התאגיד הריאלי עולה על 6,149,527,494.94 חדשים; לעניין זה האשראי הקובע של תאגיד ריאלי יחושב כסך האשראי הקובע שלו, של השולט בו ושל כל התאגידים הריאליים שבשליטתו ושבשליטת השולט בו, ולעניין השולט יחד עם אחרים – ייוחס סך האשראי הקובע כאמור לכל אחד ואחד מהשולטים בנפרד.

במסגרת שימוע הציבור הועלו טענות באשר לצורך לשנות את הרפים האלה.

על מנת לבחון את השלכות קבלת הטענות, בחן הצוות את המצב הנתון באשר למספר התאגידים והקבוצות המשמעותיות במשק שמוגדרות כתאגידים ריאליים משמעותיים על בסיס הרפים הקיימים. כמו כן, בוצעו מבחני רגישות שמטרתם לבחון את השפעת השינוי ברפים שנקבעו בחוק, לגבי מחזור מכירות ואשראי, על מספר התאגידים והקבוצות שיוגדרו בעקבות אותו שינוי כתאגידים ריאליים משמעותיים. זאת הן בהיבט הכמותי, היינו: מספר התאגידים, והן בהיבט האיכותי, היינו: נתח הפעילות של אותם גופים.

ממצאי הבחינה שנעשתה על ידי גורמי המקצוע בבנק ישראל בתחילת שנת 2020 הם אלו: בהתאם לרפים שנהגו בשנת 2020 לגבי מחזור המכירות הקובע והיקף האשראי הקובע, אזי עשרים וארבע קבוצות עסקיות עונות להגדרה של גוף ריאלי משמעותי. חלקן, אחת עשרה קבוצות, נחשבות כתאגיד ריאלי משמעותי בשל מחזור המכירות שלהן, הגבוה ממחזור המכירות הקובע לפי החוק; חלקן, תשע קבוצות, נחשבות כתאגיד ריאלי משמעותי מאחר שהיקף האשראי שנטלו גבוה מהיקף האשראי הקובע; וחלקן, ארבע קבוצות, נחשבות כתאגיד ריאלי משמעותי הן בשל היקף האשראי שלהן הגבוה מהיקף האשראי הקובע, והן בשל מחזור המכירות שלהן הגבוה ממחזור המכירות הקובע. בנוסף נמצא כי הקבוצות שנכללו ברשימה על פי האשראי הקובע היוו, נכון לתחילת 2020, כ- 14% מהתוצר המקומי הגולמי של הסקטור העסקי, והיקף האשראי שנטלו היווה כ- 17.5% מסך האשראי העסקי במשק (ללא חברות פיננסיות).

נבחנו שתי אלטרנטיבות להחלפת המדד (רף) המספרי: הצמדה לאחוז מסך הפדיון במשק, והצמדה לאחוז מהאשראי העסקי. בחינת האלטרנטיבה הראשונה העלתה כי משמעות ההצמדה לשיעור מהפדיון במשק (בהתאם לרף שהוזכר בדו"ח הביניים של הוועדה) היא, נכון להיום, הגדלת הרף הקיים של מחזור המכירות הקובע ב- 2 מיליארד ש"ח. בהתאם לכך, נבחנה גם האלטרנטיבה של הגדלת רף האשראי הקובע ב- 2 מיליארד ש"ח.

בחינת התפלגות חשיפת האשראי ומחזור המכירות במשק העלתה כי העלאת הרפים כאמור (ל- 8 מיליארד ש"ח כל אחד) צפויה להביא לגריעת 7 קבוצות עסקיות מהרשימה ובכך עלולה לעקר את החוק מתוכן. מאידך, הקטנת הרפים בשיעור דומה (ל- 4 מיליארד ש"ח כל אחד) צפויה להוביל להגדלה ניכרת באוכלוסיית הגופים הריאליים המשמעותיים; זאת אף על פי שהתוספת האיכותית (היקף הפעילות), הצפויה ביחס לסך האשראי העסקי והתוצר העסקי הגולמי כתוצאה מהקטנת הרפים הקיימים, אינה משמעותית.

על בסיס מבחני הרגישות, ובהתאם לרציונל ורוח החוק, הצוות אינו ממליץ על שינוי הרפים הקיימים המשמשים להגדרה של תאגיד ריאלי משמעותי.
עם זאת, הצוות ממליץ על שני שינויים להגדרות הקיימות בחוק - לעדכן את הגדרת ה"אשראי הקובע" כפי שמפורט בפרק 3.2, ואת הגדרת "מחזור המכירות הקובע", כפי שמפורט בפרק 3.3.

שינוי רף מחזור המכירות לעניין "תאגיד ריאלי משמעותי בשוק המונופולין", בהתאם לסעיף 30 לחוק הריכוזיות, תאגיד ריאלי בשוק המונופולין (הגדרת שוק המונופולין מסתמכת על הכרזת בעל מונופולין בהתאם לסעיף 26 לחוק התחרות הכלכלית) יוגדר כתאגיד ריאלי משמעותי אם מחזור המכירות הקובע שלו עולה על 2 מיליארד ש"ח. בחישוב זה נכללים רק שוקי מונופולין שבהם מחזור המכירות עולה על כ- 300 מיליון ש"ח.

הצוות דן בשתי הצעות, מתוך הקול הקורא, הקוראות לשינוי ההגדרה של תאגיד ריאלי משמעותי בשוקי המונופולין: הראשונה, להגדיר כל מונופול ריאלי כתאגיד ריאלי משמעותי; והשנייה, לקבוע את מחזור המכירות הקובע לפי שוק המונופולין והשווקים המשיקים.

הצוות דן בהצעות אלה והחליט שלא לאמץ בנימוק כי בישראל קיימים מונופולים רבים שהם גופים קטנים יחסית מבחינה משקית ולכן אינם רלוונטיים לחוק הריכוזיות, והגדרתם כתאגידים ריאליים משמעותיים תייצר עיוות משקי. זאת, בנוסף לאתגר

בהגדרה של שוק המונופולין הקיים מלכתחילה. הצוות סבר שלא נכון להכליל מחזורי מכירות של בעל מונופולין בשווקים משיקים. מדובר בהגדרה רחבה ומורכבת ובהכללה שלא תשרת בהכרח את תכליות החוק.

3.2. הכללת האשראי שמגייס תאגיד ריאלי בחו"ל המשמש לפעילות בישראל כ"אשראי" לעניין הגדרת תאגיד ריאלי משמעותי

כאמור, לפי סעיף 30(א)(2) לחוק הריכוזיות, תאגיד ריאלי הוא תאגיד ריאלי משמעותי אם, בין היתר, היקף האשראי הקובע שלו עולה על כשישה מיליארד ש"ח.

לפי סעיף 30 (ה) לחוק, "אשראי" מוגדר כ: "אשראי שקיבל אדם מגוף פיננסי בישראל או מתאגיד בישראל שבשליטת גוף פיננסי כאמור וכן איגרות חוב שהנפיק אדם בישראל, לרבות באמצעות תאגיד בשליטתו..." "האשראי הקובע" מוגדר כ: "יתרת האשראי שאדם חב בו בסוף שנת הכספים הקודמת, בהתאם לדרך החישוב שתורה הוועדה לצמצום הריכוזיות..."

בהתאם להגדרות האמורות לעיל, כיום, בחישוב האשראי של תאגיד ריאלי, לצורך בחינת השאלה האם מדובר בתאגיד ריאלי משמעותי, נכלל האשראי שגייס התאגיד הריאלי מגוף פיננסי בישראל, ואילו אשראי שגייס התאגיד מגוף המצוי בחו"ל אינו נכלל בגדר "אשראי".

במהלך הדיונים, דן הצוות בשאלה האם נכון להותיר את המצב הקיים על כנו או שנכון לראות גם באשראי שתאגיד גייס בחו"ל, כאשראי לעניין הגדרתו של התאגיד כתאגיד ריאלי משמעותי. אם כן, השאלה שנבחנה היא האם פרמטר ה"אשראי" של תאגיד ריאלי נועד לבחון את היקף הממשק של התאגיד עם הגופים הפיננסיים בישראל, בהיבט היציבותי המקומי מתוך חשש לעיוות בהקצאת אשראי, ורק במקרה שהיקף הממשק הזה הוא משמעותי יש להגדיר את התאגיד הריאלי כתאגיד ריאלי משמעותי; או שמא פרמטר האשראי, בדומה לפרמטר היקף המכירות, נועד לשמש כאומדן לבחינת היקף הפעילות של התאגיד הריאלי בישראל ולמידת השפעתו על התחרות הענפית והריכוזיות במשק הישראלי. עיון בדוחות ועדת הריכוזיות ובדברי ההסבר לא העלו תמונה ברורה באשר להחלטה לקביעת פרמטר האשראי.

לאחר דיונים בנושא, ממליץ הצוות לתקן את החוק ולכלול בהגדרת "האשראי הקובע" גם את האשראי שגייס התאגיד הריאלי מגופים בחו"ל, כאשר אותו אשראי מממן פעילות בישראל. הסיבה לכך נעוצה בעובדה שאנו חיים היום בעולם גלובלי, מפותח מבחינה טכנולוגית, ומשכך נטילת אשראי מגוף בחו"ל אינה שונה מהותית ופרוצדורלית מנטילת אשראי מגוף בישראל.

לעניין הגדרת האשראי שגויס בחו"ל ומשמש לפעילות בישראל, נבחנו מספר חלופות להגדרה: הראשונה, הגדרה מהותית ("אשראי שגויס בחו"ל ומשמש פעילות בישראל") המטילה אחריות על התאגידים הריאליים לבחון ולדווח מהו סך האשראי שמשמש לפעילות בישראל, מתוך סך האשראי שגייסו מגופים מחו"ל; השנייה, לקבוע שאשראי שגויס בחו"ל ומשמש לפעילות בישראל הוא אשראי שהבטוחות שלו בישראל, וזאת מתוך הבנה שהבטוחות מתואמות עם מקום הפעילות; והשלישית, שימוש באמות מידה (קובננטים) של אשראי הנגזרים מביצועי פעילות עסקית בישראל.

הצוות ממליץ שמגבלה זו תכלול הגדרה מהותית ("אשראי שגויס בחו"ל ומשמש לפעילות בישראל"), ולצידה חזקה שניתנת לסתירה. כלומר, כל עוד התאגיד הריאלי לא הוכיח אחרת, האשראי שגויס בחו"ל שייחשב כאשראי שמשמש לפעילות בישראל יהיה על פי מבחן הייחוס. מבחן הייחוס יוגדר לפי יחס מחזורי, כלומר ששיעור האשראי המיוחס לפעילות בישראל מתוך כלל האשראי שגויס בחו"ל יהיה באותו שיעור כמו הפעילות בישראל מתוך כלל פעילות התאגיד הריאלי. הצוות סבור שנכון להשתמש במבחן ייחוס זה כחזקה ניתנת לסתירה, מתוך הנחה שהאשראי מתחלק באופן פרופורציונלי לפעילות, וכן בשל הפשטות והישימות של מבחן זה ביחס ליתר החלופות.

3.3. הגדרת מחזור מכירות קובע בחוק הריכוזיות

לפי סעיף 30(ה) לחוק "מחזור מכירות הקובע" מוגדר כ: "סכום התקבולים מכל מקור וסוג שהתקבלו בישראל בשנת הכספים הקודמת בהתאם לדוח הכספי השנתי שנערך לגבי אותה השנה, ואם לא נערך דוח כאמור, בהתאם לדרך החישוב שיורה הממונה על התחרות...".

באשר להגדרה של מחזור המכירות הקובע, על פי פרשנות ועדת הריכוזיות לחוק, בהתאם לגילוי דעת שפרסמה בעניין פרשנות המונחים "מחזור מכירות קובע" ו"אשראי קובע" מיום 5 באוגוסט 2020, הכנסות מייצוא לא נלקחו בחשבון בחישוב מחזור מכירות קובע. פרשנות זאת התבססה, בין היתר, על הגדרת מחזור מכירות קובע לפי חוק התחרות הכלכלית, התשמ"ח-1988, המתייחסת רק למכירות שבוצעו בישראל.

במהלך דיוני הצוות הועלו שאלות בנוגע לפרשנות הנוהגת לעניין ההחרגה של הכנסות מייצוא, וזאת מאחר שחברות שיש להן פעילות ייצוא מתחרות אל מול חברות מקומיות על אותם משאבים: אותו אשראי, אותו כוח אדם, אותן השקעות, ועל כן מיקום המכירות בנקודת הקצה לא משפיע על היכולת של חברות אלו ליהנות מכוחן הריכוזי בשוק המקומי. לעמדת חברי הצוות, נראה על פניו כי החרגת ההכנסות מייצוא מחישוב המחזור הקובע של תאגיד ריאלי, דווקא מייצרת חוסר שוויון כלפי תאגידים הפועלים בשוק המקומי ואינם מייצאים, ולדעת חברי הצוות זו אינה כוונתו של חוק הריכוזיות.

לחברי הצוות הוצגו ההשפעות הצפויות של שינוי ההגדרה, כתוצאה מהכללת הכנסות מייצוא בחישוב מחזור המכירות הקובע של תאגיד. לפי הנתונים, שינוי ההגדרה יביא לכך שמספר מצומצם של חברות היי-טק, גופים ביטחוניים ומעט גופים עסקיים ייחשבו כתאגידים ריאליים משמעותיים וייכללו ברשימות שמפרסמת הרשות. תאגידים אלו, למיטב הידיעה והבדיקה, אינם מחזיקים כיום בשיעור משמעותי של אמצעי שליטה בגופים פיננסיים משמעותיים, ואמצעי השליטה בתאגידים אלו אינם מוחזקים, כיום, בשיעורים משמעותיים על ידי גופים פיננסיים. כך שבפועל, נכון להיום, לשינוי ההגדרה לא יהיו השלכות משמעותיות על אותם תאגידים.

במסגרת דיוני הצוות הועלו חששות כי שינוי ההגדרה כאמור לעיל עלול להתבטא בהרחקת השקעות של גורמים זרים, בהכבדת הנטל הרגולטורי על גופים עסקיים, ובפרט על חברות היי-טק שפועלות ומתחרות בשוק הגלובלי ובאפשרותן לבחור להוציא את פעילותן מישראל. כמו כן, נטען שעלולים להיות קשיי יישום בהכללת מחזור המכירות בחו"ל מבחינה חשבונאית. מאידך, נטען כי אין הצדקה להפלות בין גופים הפועלים בשוק הישראלי לבין אלו הפועלים בחו"ל, וכן שבהיעדר החזקות צולבות (ריאלי-פיננסי), לא צפויה להיות לשינוי השפעה משמעותית מבחינה רגולטורית על חברות אלו.

לבסוף, על אף קשיי היישום שעלו בדיוני הצוות והמחיר של הכבדת הרגולציה, גם אם בהיקף קטן, על תאגידים ריאליים בעלי היקף ייצוא משמעותי, **חברי הצוות סברו כי נכון מבחינה מקצועית ומהותית כי מחזור המכירות הקובע של תאגיד ריאלי כולל גם מכירות מייצוא, וכי יש להבהיר זאת, בין בתיקון מבהיר לחוק, ובין בבחינה מחדש של פרשנות הוראת החוק הקיימת.**

4. סוגיות הנוגעות לרשימת הגופים הריאליים

4.1. החלת חובת דיווח על תאגידים ריאליים משמעותיים

על פי החוק²³, לצורך יישום, פיקוח ואכיפה של הוראות פרק ד' לחוק, מפרסמת הוועדה לצמצום הריכוזיות רשימות שבהן מופיעים כלל התאגידים הריאליים המשמעותיים והגופים הפיננסיים המשמעותיים במשק. רשימות אלו מתעדכנות אחת לשנה, לכל הפחות²⁴. מלבד המגבלות בתחום ההפרדה בין תאגידים ריאליים משמעותיים לגופים פיננסיים משמעותיים שמטיל פרק ד' לחוק, קביעה כי גורם הוא תאגיד ריאלי משמעותי או גוף פיננסי משמעותי מכניסה אותו ואת קבוצת המחזיקים שאליה הוא משתייך לרשימת הגורמים

²³ ראו סעיפים 29 ו-30 לחוק.

²⁴ ראו סעיף 4(ד)(3) לחוק.

הריכוזיים. לפי פרק ב' לחוק הריכוזיות השתייכות לרשימה זו מחייבת, בין היתר, מאסדרים בעת הקצאת זכות לשקול שיקולים של ריכוזיות כלל-משקית ולהתייעץ עם הוועדה לצמצום הריכוזיות.

פרק ד' לחוק קובע את הקריטריונים להגדרתם של תאגידים ריאליים משמעותיים וגופים פיננסיים משמעותיים. לצורך איתור התאגידים הריאליים המשמעותיים ועדכון הרשימה כאמור, נדרשות הוועדה לצמצום הריכוזיות והממונה על התחרות לפנות לכלל הגורמים במשק שעשויים לענות על הקריטריונים להגדרת תאגיד ריאלי משמעותי, ולבדוק אם הם אכן עונים על הקריטריונים המוזכרים לעיל. החוק העניק לממונה על התחרות סמכות לדרוש נתונים מכל תאגיד ואדם לשם כך²⁵, אך הוא לא פירט לאלו תאגידים היא נדרשת לפנות, או כיצד עליה לאתר את הגורמים שאליהם יש לפנות. כיום, רשות התחרות משקיעה מאמצים ניכרים לאתר את הגורמים שעונים על הקריטריונים, שיאפשרו לקבוע האם הם תאגידים ריאליים משמעותיים. אך בשל היעדר מידע זמין ועדכני כאמור, יתכן שתאגידים מסוימים יחמקו מבדיקתה.

על מנת לתת מענה למצב הקיים, הצוות ממליץ לחייב את הקבוצות העסקיות, שהמידע מצוי בידיהן, לבחון את האשראי ואת מחזור המכירות שלהן, בהתאם להגדרות החוק ולדרך שתורה הוועדה לצמצום הריכוזיות²⁶, ולדווח על כך לוועדה לצמצום הריכוזיות, במקרים שיפורטו להלן. דיווח על ידי הקבוצות העסקיות יעיל יותר כיוון שנעשה על ידי הגורמים שהמידע מצוי בידיהם בכל עת, ומדויק יותר כיוון שמבטיח בחינה רחבת של כל הקבוצות העסקיות העונות על הקריטריונים, ללא תלות בפנייה מטעם הממונה על התחרות. הצוות המליץ כי הדיווח יעשה גם על ידי קבוצות עסקיות שקרובות לקריטריונים- כפי שמוגדרים בחוק, גם אם הן אינן עונות עליהם, וזאת כדי לאפשר בקרה ופיקוח על קבוצות אלו ועל דיווחיהן. חשוב לציין, כי המידע על הקבוצות העסקיות שעל פיו הן נבחנו כיום, הוא מידע שהן משיבות עליו כבר היום במענה לדרישות הנתונים שנשלחות אליהן מטעם הממונה על התחרות, ולכן דיווח עצמאי לא צפוי להטיל על הקבוצות העסקיות שנבחנו נטל משמעותי, מעבר לנטל שמוטל עליהן כבר כיום.

²⁵ ראו סעיף 42 לחוק.

²⁶ ראו גילוי דעת בעניין פרשנות המונחים "מחזור מכירות קובע" ו"אשראי קובע" בחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013 (5.8.2020) **רשות התחרות** 501671 (להלן **גילוי הדעת**).

לפיכך, הצוות ממליץ לקבוע בחוק שכל תאגיד ריאלי, וכל שולט בתאגיד ריאלי שמחזור המכירות שלו²⁷, או האשראי שלו²⁸, או שניהם, עולים על חמישה מיליארד ש"ח²⁹ (או על מיליארד ש"ח בשווקי מונופולין) ידווחו לוועדה לצמצום הריכוזיות על סך מחזור המכירות הקובע וסך האשראי הקובע שלהם בדרך שתורה הוועדה לצמצום הריכוזיות³⁰. כמו כן, יידרשו הגורמים האמורים לדווח ולפרט את שמות התאגידים שבשליטתם, ואת שמות השולטים הישירים בכל אחד מהתאגידים. הדיווח יתבצע במועד פרסום הדוחות הכספיים השנתיים של אותם תאגידים ביחס לשנת הכספים הקודמת ואם לא מדובר בתאגיד מדווח, עד לתום השנה העוקבת. לעניין זה, מחזור המכירות הקובע של תאגיד ריאלי ושל השולט בו, והאשראי הקובע של תאגיד ריאלי ושל השולט בו, יחושבו בסך מחזור המכירות הקובע וסך האשראי הקובע של המדווח וכל התאגידים הריאליים שבשליטתו³¹. לדיווח מחזורי המכירות והאשראי יצורף עותק מלא ונאמן למקור של הדוחות הכספיים המבוקרים של התאגידים בקבוצה העסקית. בנוסף, חברה שהאשראי שלה יעלה על 5 מיליארד ש"ח תעביר לוועדה לצמצום הריכוזיות תצהיר חתום על ידי מנכ"ל החברה ומאושר על ידי רואה חשבון שבו תציין אם האשראי הקובע שלה עולה מעל הרף הקובע בחוק לתאגיד ריאלי משמעותי³².

על הפרת חובת הדיווח האמורה, ממליץ הצוות לקבוע עבירה פלילית ועיצום כספי בדומה להוראה שנקבעה בחוק הריכוזיות ביחס להפרת חובה למסור נתונים לפי דרישת הממונה על התחרות³³.

4.2. תחולת הוראות הפרדה על תאגידים ריאליים משמעותיים שאינם נכללים ברשימה

עניינו של פרק ד' לחוק הריכוזיות, כאמור, הוא הפרדה בין תאגידים ריאליים משמעותיים ובין גופים פיננסיים משמעותיים. מרבית הוראות ההפרדה האופרטיביות נקבעו כתיקונים

²⁷ לרבות, מחזור המכירות של התאגידים הנשלטים על ידיהם.

²⁸ לרבות, האשראי של התאגידים הנשלטים על ידיהם.

²⁹ הסכומים המפורטים צמודים למדד המחירים לצרכן.

³⁰ הוועדה תקבע הן את אופן חישוב מחזור המכירות הקובע והאשראי הקובע בהתאם לחוק והן את צורת הדיווח.

³¹ לעניין השולט יחד עם אחרים, ייוחס סך מחזור המכירות הקובע וסך האשראי הקובע כאמור לכל אחד ואחד מהשולטים בנפרד. ראו סעיף 30(א) לחוק.

³² ראו סעיף 30(ג)(2) לחוק.

³³ ראו סעיף 43 לחוק.

עקיפים לחוקים שעוסקים באסדרה של גופים פיננסיים³⁴. הוראות אלו מתחלקות לשני סוגים: (א) הוראות איסור שליטה והחזקה במקביל – הוראות שעיקרן הן מגבלות על תאגידים ריאליים משמעותיים, ועל השולטים בהם, לשלוט ולהחזיק אמצעי שליטה מעבר לשיעור שנקבע בגופים פיננסיים משמעותיים מסוימים, וכן מגבלות על שיעורי ההחזקה של גופים פיננסיים בתאגידים ריאליים משמעותיים; (ב) הוראות מניעת ניגודי עניינים בדירקטוריון – הוראות שעיקרן מגבלות על מינוי וכהונה של אדם השולט בתאגיד ריאלי משמעותי, אדם הקשור לשולט כאמור או נושא משרה בתאגיד ריאלי משמעותי בדירקטור בגופים פיננסיים משמעותיים מסוימים (להלן: "**איסורי כהונה**").

בהתאם לדין, הוראות למניעת שליטה והחזקה חלות על תאגידים שעונים על הקריטריונים של תאגיד ריאלי משמעותי, אף אם הם אינם מופיעים ברשימת התאגידים הריאליים המשמעותיים שמפרסמת הוועדה לצמצום הריכוזיות. כך למשל הגדרת תאגיד ריאלי משמעותי לצורך הוראות למניעת שליטה והחזקה כפי שנוספה במסגרת החוק ועוגנה בסעיף 32א(א) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), תשמ"א-1981 כוללת (להלן: "**חוק הפיקוח על הביטוח**"):

"תאגיד ריאלי שמתקיים בו אחד מאלה: (1) הוא מנוי ברשימת התאגידים הריאליים המשמעותיים; (2) מתקיים בו האמור בסעיף 30א(1) לחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, גם אם אינו מנוי ברשימת התאגידים הריאליים המשמעותיים..."

דברי ההסבר להצעת החוק מבארים את העניין: "מוצע שלא להסתמך על הרשימה בלבד, ולאפשר למפקח לבחון את התקיימות התנאים בעצמו, כדי למנוע מצב שבו יתאפשר לתאגיד ריאלי משמעותי או לשולט בו, לשלוט או להחזיק בגוף פיננסי משמעותי, רק מפני שרשימת התאגידים הריאליים או הגופים הפיננסיים אינה מעודכנת או אינה שלמה, מסיבה כלשהי"³⁵.

לעומת זאת, ההוראות למניעת ניגודי עניינים בדירקטוריון חלות רק לגבי תאגידים ריאליים משמעותיים וגופים פיננסיים משמעותיים שמופיעים ברשימה שמפרסמת הוועדה לצמצום

³⁴ ראו תיקון מס' 27 בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981; תיקון מס' 10 בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005; תיקון מס' 54 בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968; תיקון מס' 20 בחוק הבנקאות (רישוי), תיקון מס' 29 בפקודת הבנקאות, 1941; תיקון מס' 21 בחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994; תיקון מס' 19 בחוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995. ³⁵ ה"ח הממשלה תשע"ב מס' 706 עמ' 1084, 1117 (להלן: "**דברי ההסבר**").

הריכוזיות. כך, למשל, הגדרת תאגיד ריאלי משמעותי לצורך הוראות למניעת ניגודי עניינים בדירקטוריון שבסעיף 41 ט' לחוק הפיקוח על הביטוח היא: "תאגיד ריאלי המנוי ברשימת התאגידים הריאליים המשמעותיים שפורסמה לפי סעיף 30 לחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות".

בעקבות הקול הקורא שפרסם הצוות, נטען בפני הצוות כי החלת תחולת איסורי השליטה וההחזקה גם על תאגידים שאינם מנויים ברשימה מעוררת קושי רב. זאת בשל קושי לבחון אם בתאגידים מתקיימים הקריטריונים שנקבעו להגדרת תאגיד ריאלי משמעותי³⁶, וקושי של גופים פיננסיים משמעותיים לבחון את יחסי השליטה בין התאגיד הריאלי שבו הם מחזיקים או שוקלים להחזיק, ובין תאגידים ריאליים המחזיקים בו זכויות.

לאחר בחינת הטענות ודיון בהן החליט הצוות שלא לקבלן מהטעמים שיפורטו להלן. ההגבלות לפי היקף פעילות הן הוראתו המרכזית של החוק, והרשימות הן כלי עזר לעניין זה על מנת לקדם ודאות לעסקאות פרטניות, וכן על מנת לייצר תמונה משקית של הריכוזיות בישראל. עם זאת, תאגידים מכירים את היקף פעילותם, ונדירים המקרים בהם תאגיד לא יוכל לכלכל את צעדיו באופן שימנע הפרת החוק גם ללא רשימות אלה.

צמצום תחולת החוק, כך שיחול אך ורק על תאגידים שמופיעים ברשימות שמפורסמות לפי החוק ולא בהתאם לקריטריונים המהותיים, עלול להביא למצב שבו המגבלות שבחוק לא יחולו על תאגידים או יחידים שיימנעו מלמסור מידע בניגוד לדיון, ואלו ייהנו מהפרת הוראות הדין. **הצוות סבור שלא ניתן לאפשר מצב שבו חוטא יוצא נשכר, ולכן ראוי שהוראות החוק יחולו, כפי שהן חלות כיום, גם על תאגידים ויחידים שאינם מופיעים ברשימות אם אלו עונים על הקריטריונים לכך, ובפרט ביחס לאלו שנמנעו מלמסור מידע כאמור.** נימוק זה נמצא בדברי ההסבר לחוק, כאמור.

לצד זאת, **לעמדת הצוות, אין לשנות את המצב החוקי לגבי ההוראות שנוגעות לאיסורי כהונה, ואלו ימשיכו לחול רק ביחס לתאגידים ויחידים שמופיעים ברשימות שמתפרסמות בהתאם לחוק.** זאת, על מנת שלא להטיל על יחידים שמתמנים או מכהנים כדירקטורים את הנטל לבחון אם התאגידים שבהם הם מתמנים או מכהנים, לפי העניין, עונים על הקריטריונים שלפיהם מוגדרים תאגידים ריאליים משמעותיים או גופים פיננסיים משמעותיים, ודי בכך שיבדקו אם מותר להם לכהן או להתמנות לפי הוראות החוק בהתאם

³⁶ ראו סעיף 30(א) לחוק.

לרשימות שמתפרסמות. גם טעם זה מופיע בדברי ההסבר לחוק: "הסתמכות על הרשימות נדרשת גם כדי ליצור ודאות לדירקטורים המבקשים לכהן כאמור, אשר פעמים רבות לא יהיו חשופים למלוא המידע הרלוונטי לצורך קביעת תאגיד מסוים כתאגיד ריאלי משמעותי"³⁷.

5. סוגיות הנוגעות להגדרה של תאגיד פיננסי משמעותי

5.1. ביטול חלופת סולק בעל היקף פעילות רחב בהגדרת גוף פיננסי משמעותי

לפי סעיף 29(א) לחוק רשימת הגופים הפיננסיים המשמעותיים תכלול גופים פיננסיים שמתקיים בהם אחד מאלה:

"(1) שווי כלל נכסיו של הגוף הפיננסי עולה על 40,996,849,966.34 שקלים חדשים; לעניין זה יחושב שווי כלל הנכסים של גוף פיננסי כשווי כלל הנכסים שלו ושל כל הגופים הפיננסיים שבשליטתו ושבשליטת השולט בו, ולעניין השולט יחד

³⁷ דברי ההסבר עמ' 1123.

עם אחרים – ייוחס שווי כלל הנכסים כאמור לכל אחד ואחד מהשולטים בנפרד;

לעניין פסקה זו לא יראו במדינה בעלת שליטה;

(2) הגוף הפיננסי הוא סולק בעל היקף פעילות רחב בהגדרתו בסעיף 36(ב)(א) לחוק

הבנקאות (רישוי)."

כלומר, עבור כלל הגופים הפיננסיים נקבע סף מסוים. כאשר שווי כלל נכסיו של גוף פיננסי עולה על סף זה, הוא מוגדר כגוף פיננסי משמעותי. אולם עבור סולקים נקבעה חלופה נוספת, והיא שסולק שמוגדר כסולק בעל היקף פעילות רחב בהתאם לסעיף 36(ב)(א) לחוק הבנקאות (רישוי), קרי סולק שסלק 20 אחוזים או יותר ממספר העסקאות בברטיסי חיוב שנסלקו בישראל בידי סולקים, או מסכום התמורה הכולל ששולם לבתי עסק בישראל בידי סולקים, יהיה גוף פיננסי משמעותי, גם אם שווי נכסיו נמוך מארבעים מיליארד ש"ח.

נכון למועד פרסום דוח זה, התנאי בסעיף 29(א)(2) לחוק הוא בעל משמעות אפקטיבית, היינו, ישנם סולקים ששווי כלל נכסיהם אינו עולה על הסף שנקבע בחוק, כארבעים מיליארד ש"ח, אולם הם מוגדרים כגופים פיננסיים משמעותיים בשל היותם סולקים בעלי היקף פעילות רחב, ועל כן הם כלולים ברשימת הגופים הפיננסיים המשמעותיים.

במסגרת התייחסות הציבור לקול הקורא שפרסם הצוות, נטען כי הגדרת סולק בעל היקף פעילות רחב, ששווי כלל נכסיו אינו עולה על הסף הקבוע בסעיף 29(א)(1), כגוף פיננסי משמעותי אינו מוצדק ומהווה נטל על הסולקים.

בבחינה שנערכה על ידי הצוות על שני מאפיינים המייחדים את פעילותם של סולקים משאר הגופים הפיננסיים האחרים: סולקים נותנים שירות תפעולי הכרחי לבתי העסק הקמעונאיים בישראל; בידי הסולקים מידע אודות העסקאות ששולמו באמצעות כרטיסי אשראי בבתי העסק שהתקשרו עם הסולק. מעיון בדוח הביניים של הוועדה להגברת התחרותיות במשק עולה כי המאפיין השני, קרי המידע אליו חשופים הסולקים, לצד העובדה ששוק הסליקה מתאפיין בריכוזיות גבוהה יחסית, הוא שהוביל את הוועדה להמליץ כי ייקבע לעניין סולקים, כי גם סולק בעל היקף פעילות רחב, כלומר שנתח השוק שלו בשוק הסליקה בישראל הוא משמעותי, ייחשב כגוף פיננסי משמעותי.

לעמדת הצוות, התכלית העיקרית שבהפרדה שבין תאגידים ריאליים משמעותיים לגופים פיננסיים משמעותיים נעוצה בחשש מפני הקצאת אשראי לא יעילה. על כן, נכון לקבוע את ההפרדה לגבי אותם גופים שהחשש בעניינם גדול יותר. ובענייננו, הפרמטר העיקרי שיש

לבחון לגבי סולק צריך להיות דומה לפרמטר שבאמצעותו נבחנים יתר הגופים, דהיינו: סך נכסיו. על אף ששוק הסליקה מאופיין ברמת ריכוזיות גבוהה, לא נראה כי יש בכך כשלעצמו כדי להביא למימוש חששות שהוראות פרק זה נועדו לתת להם מענה. החשש לעיוות הקצאת אשראי במשק אינו צפוי להתקיים מעצם הפעילות של הסולק שאינו מגיע לרף האשראי הקבוע בחוק. באשר לחשש שעולה מגישת הסולקים למידע עסקי, קיימים גופים נוספים שיש להם מידע רב על לקוחותיהם ולא נראה כי קיימת לסולקים בעלי היקף פעילות רחב ייחודיות בהיבט זה המצדיקה התייחסות שונה אליהם מאשר לגופים פיננסיים אחרים. נוכח האמור, הצוות ממליץ להסיר את החלופה של סולק בעל היקף פעילות רחב מהגדרת הגופים הפיננסיים המשמעותיים, ולקבוע כי סולק יוגדר כגוף פיננסי משמעותי בדומה לשאר הגופים הפיננסיים, כלומר, לפי שווי נכסיו ולא לפי נתח השוק שלו בשוק הסליקה בישראל.

5.2. עדכון רשימת הגופים הפיננסיים

סעיף 28 לחוק מגדיר גוף פיננסי באופן הבא:

"גוף פיננסי" – כל אחד מאלה:

- (1) גוף מוסדי כהגדרתו בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981;
- (2) חברה שייעודה הנפקת מוצרי מזדים כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק;
- (3) מנהל קרן להשקעות משותפות בנאמנות כמשמעותו בחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994;
- (4) מנהל תיקים כהגדרתו בחוק הסדרת העיסוק;
- (5) סולק כהגדרתו בסעיף 36ט לחוק הבנקאות (רישוי);
- (6) תאגיד בנקאי, תאגיד עזר³⁸ וחתמים כהגדרתם בחוק הבנקאות (רישוי);
- (7) גוף אחר המספק שירותים פיננסיים, שקבע שר האוצר בהסכמת נגיד בנק ישראל, בהתייעצות עם יושב ראש רשות ניירות ערך ובאישור ועדת הכספים של הכנסת;

כלומר הגדרת גוף פיננסי מונה רשימה קבועה של גופים המבצעים פעילות פיננסית ושפעילותם מוסדרת בדיון. כמו כן, רשאי שר האוצר, בהסכמת נגיד בנק ישראל, בהתייעצות

³⁸ תאגיד עזר הוא תאגיד שאינו עצמו תאגיד בנקאי ושעיסוקיו הם רק בתחום הפעולה המותר לתאגיד בנקאי השולט בו, למעט עיסוקים שנתייחדו לתאגידים בנקאיים לפי סעיפים 13 או 21.

עם יושב ראש רשות ניירות ערך ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, לקבוע גוף אחר המספק שירותים פיננסיים כגוף פיננסי לעניין החוק. בהקשר זה יש לציין כי אמנם לשר האוצר קיימת סמכות להגדיר גופים נוספים כגופים פיננסיים, ברם מגבלות ההחזקה של תאגידים ריאליים משמעותיים בגופים פיננסיים ולהיפך קבועות בחוקי הפיקוח השונים, כך שהגדרה של גוף כגוף פיננסי בלבד אינה מטילה בד בבד מגבלות החזקה בו. לשם כך נדרש לבצע תיקון בחקיקה שמסדירה את פעילותו של הגוף הפיננסי. לצד זאת, השתייכות לרשימת הגופים הפיננסיים, מאפשרת לגוף פיננסי להחזיק בגוף פיננסי אחר. החזקה שייתכן ולא הייתה מתאפשרת אלמלא היה אותו גוף משתייך לרשימת הגופים הפיננסיים במידה והוא נשלט על ידי תאגיד ריאלי משמעותי.

בשנים האחרונות קידמה הממשלה, בשיתוף המפקחים הפיננסיים, אסדרה של מספר שירותים פיננסיים חדשים שלא היו מוסדרים בעת חקיקת חוק הריכוזיות. כך, למשל, חוק חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים מוסדרים, התשע"ו-2016 (להלן: "**חוק שירותים פיננסיים מוסדרים**"), שקבע אסדרה ייעודית למגוון ספקי שירותים חוץ בנקאיים, ובניהם נותני אשראי חוץ-בנקאיים ואגודות פיקדון ואשראי. לאור השינויים באסדרת השירותים הפיננסיים בישראל, הצוות ערך בחינה של השירותים הפיננסיים החדשים שאוסדרו בשנים האחרונות ובחן את התאמתם של ספקי אותם שירותים להגדרת "גוף פיננסי" בחוק בהתאם לתכליות פרק ד' לחוק הריכוזיות. מהבחינה עלה כי יש מספר שירותים פיננסיים שנקבעה לגביהם אסדרה בחקיקה, אך הגופים הפיננסיים המספקים אותם אינם מנויים כיום ברשימת הגופים הפיננסיים. זאת על אף שהרציונלים שעמדו בבסיס ההפרדה בין גופים פיננסיים לתאגידים ריאליים רלוונטיים גם לגביהם, שכן הפעילות הפיננסית שבה הם עוסקים היא הקצאת הון לפעילות הריאלית במשק, ואלו הם:

1. בעל רישיון למתן שירותי פיקדון ואשראי, בהתאם לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים);
2. בעל רישיון למתן אשראי, בהתאם לחוק שירותים פיננסיים מוסדרים;
3. בעל רישיון להפעלת מערכת לתיווך באשראי, בהתאם לחוק שירותים פיננסיים מוסדרים;
4. רכזי הצעה, בהתאם לחוק ניירות ערך;
5. חברת הנפקה של מבטח כהגדרתה בתקנות החברות (הקלות לסוגים מסוימים של חברות איגרות חוב), התשע"ב-2012.

הצוות ממליץ להוסיף את גופים המנויים לעיל להגדרת "גוף פיננסי" בחוק וכן לתקן את החוקים הרלוונטיים כך שמגבלות ההחזקה בגוף פיננסי ובתאגיד ריאלי במקביל החלות ביחס לשאר הגופים הפיננסיים יחולו גם ביחס לגופים הפיננסיים שנוספו.

בנוסף לכך, במסגרת התייחסות הציבור לקול הקורא שפרסם הצוות, ולאחר בחינה שערך הצוות עלה כי על אף שתאגיד עזר, שהוא תאגיד הנשלט על ידי תאגיד בנקאי ושעיסוקיו הם רק בתחום הפעולה המותר לתאגיד בנקאי השולט בו, מלבד עיסוקים שנתייחדו לתאגידים בנקאיים לפי סעיף 13 או 21 לחוק הבנקאות (רישוי), מוגדר בחוק כגוף פיננסי, ועל כן בחישוב שווי נכסי התאגיד הבנקאי השולט בו, לצורך הקביעה אם הוא גוף פיננסי משמעותי, ייכלל גם שווי נכסיו, לא נקבעו לגביו מגבלות החזקה של תאגיד ריאלי משמעותי או של השולט בתאגיד כאמור. זאת בניגוד לשאר הגופים הפיננסיים ברשימה, כמו למשל תאגידים בנקאיים, שביחס אליהם נקבעו הוראות בדבר ההפרדה בינם לבין תאגידים ריאליים משמעותיים. כלומר, בעוד שהחוק קובע שתאגיד ריאלי משמעותי אינו יכול להחזיק אמצעי שליטה מעל שיעור מסוים בבנק או במבטח שהם גופים פיננסיים משמעותיים, לגבי תאגיד עזר שהוא גוף פיננסי משמעותי לא קיימת הוראה דומה בחוק ועל כן אין מגבלה כאמור. לעמדת הצוות, מאחר שתחומי הפעולה שמותרים לתאגיד עזר כוללים הקצאת הון למשק ומתן אשראי, תכלית ההפרדה מתקיימת לגביהם. לפיכך, אין רציונל שלא להחיל לגביו את ההוראות שהמחוקק קבע לעניין גופים פיננסיים משמעותיים. לאור זאת, **הצוות ממליץ לקבוע שלגבי תאגידי עזר שהם גופים פיננסיים משמעותיים יחולו הוראות הפרדה בדומה להוראות שנקבעו לגבי תאגידים בנקאיים שהם גופים פיננסיים משמעותיים.** באופן דומה יש לקבוע הוראות הפרדה ביחס לחתמים שהם גופים פיננסיים משמעותיים לאחר ששר האוצר קבע שחתמים הם גופים פיננסיים³⁹.

³⁹ ראו תקנות לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות (גוף פיננסי), תשפ"א-2020, בהן קבע שר האוצר בהסכמת נגיד בנק ישראל, בהתייעצות עם יושב ראש רשות ניירות ערך ובאישור ועדת הכספים של הכנסת כי "תאגיד הרשום במרשם החתמים כמשמעותו בתקנה 2 לתקנות ניירות ערך (חיתום), התשס"ז-2007, הוא גוף פיננסי".

6. סוגיות הנוגעות לאיסור על החזקה צולבת

6.1. הגבלת שליטה משותפת של תאגיד ריאלי משמעותי וגוף פיננסי משמעותי

לפי סעיף 28 לחוק הריכוזיות, "גוף פיננסי" הוא אחד מהגופים המנויים ברשימה בחוק, ו"תאגיד ריאלי" מוגדר באופן שיורי כ"תאגיד שאינו גוף פיננסי". כלומר, לפי החוק, הגדרת "גוף פיננסי" ו"תאגיד ריאלי" היא לפי אופי הפעילות שהם מבצעים ולא לפי זהות השולט בהם. סיווג של גוף פיננסי או תאגיד ריאלי כ"משמעותי" וגיבוש רשימת הגופים הפיננסיים המשמעותיים ורשימת התאגידים הריאליים המשמעותיים בידי הוועדה לצמצום הריכוזיות מתבצע בהתאם לקבוע בסעיפים 29 ו-30 לחוק, בהתאמה, בהתבסס על חישוב "שווי כלל

הנכסים" לעניין גוף פיננסי משמעותי, ועל חישוב של "אשראי קובע" ו"מחזור מכירות קובע" לעניין תאגיד ריאלי משמעותי.

המגבלות הקבועות בחוק לעניין החזקה במקביל בתאגידים ריאליים ובגופים פיננסיים אינן מונעות לחלוטין החזקה משותפת של תאגיד ריאלי משמעותי וגוף פיננסי משמעותי בתאגיד אחר (להלן: "**התאגיד המשותף**"), אך קיים הבדל במצב המשפטי הנוכחי לפי זהות השולט ואופי התאגיד המשותף:

- במצב שבו התאגיד המשותף הוא גוף פיננסי הנשלט בידי תאגיד ריאלי משמעותי, אילו גוף פיננסי משמעותי מחזיק בתאגיד המשותף אך לא שולט בו, התאגיד המשותף לא יהפוך לתאגיד ריאלי משמעותי, רק בשל זהות השולט בו, אלא ימשיך להיחשב גוף פיננסי; אם כשהוא עומד בפני עצמו, הוא איננו גוף פיננסי משמעותי, השליטה בו בידי התאגיד הריאלי המשמעותי ביחד עם ההחזקה בו בידי הגוף הפיננסי המשמעותי **מותרת**.
- במצב שבו התאגיד המשותף הוא גוף פיננסי הנשלט בידי גוף פיננסי משמעותי, התאגיד המשותף יהפוך לגוף פיננסי משמעותי, גם אם כשהוא עומד בפני עצמו, הוא איננו גוף פיננסי משמעותי. זאת בשל שליטת הגוף הפיננסי המשמעותי בו, ובמקרה כזה ההחזקה בו בידי התאגיד הריאלי המשמעותי בשיעור העולה על 10% מאמצעי השליטה **אסורה** מכוח החוק⁴⁰.
- במצב שבו התאגיד המשותף הוא תאגיד ריאלי הנשלט בידי תאגיד ריאלי משמעותי, ואילו גוף פיננסי משמעותי מחזיק בתאגיד המשותף אך לא שולט בו, התאגיד המשותף יהפוך לתאגיד ריאלי משמעותי, גם אם כשהוא עומד בפני עצמו, הוא איננו תאגיד ריאלי משמעותי. זאת בשל שליטת התאגיד הריאלי המשמעותי בו, ובמקרה כזה ההחזקה בו בידי הגוף הפיננסי המשמעותי בשיעור העולה על הקבוע בחוקים הרלוונטיים **אסורה** מכוח החוק.
- במצב שבו התאגיד המשותף הוא תאגיד ריאלי הנשלט בידי גוף פיננסי משמעותי, ואילו תאגיד ריאלי משמעותי מחזיק בתאגיד המשותף אך לא שולט בו, התאגיד המשותף לא יהפוך לגוף פיננסי משמעותי, רק בשל זהות השולט בו, אלא ימשיך להיחשב תאגיד ריאלי וההחזקה בו בידי התאגיד הריאלי המשמעותי מותרת; מצב זה **אינו אפשרי**, לפי חלק מן החוקים המסדירים את פעילותם של הגופים

⁴⁰ למעט כאשר מדובר בהחזקה בתאגיד עזר, שכן רק לעניין גוף פיננסי זה אין בחוק איסור על תאגיד ריאלי משמעותי להחזיק בו מעל שיעור של 10%, כפי שנקבע לגבי החזקה של תאגיד ריאלי משמעותי בסוגי הגופים הפיננסיים המשמעותיים האחרים. נושא זה מוצע לתקן, ראה בסעיף 4.1 לדוח.

הפיננסיים, ראו לדוגמא, סעיף 11 לחוק הבנקאות (רישוי), אולם אפשרי לגבי גופים פיננסיים אחרים, כמו סולק.

- יצוין, כי על אף שהחוק אינו אוסר על כל סוגי שיתופי הפעולה העסקיים בין גופים פיננסיים משמעותיים ובין תאגידים ריאליים משמעותיים, ככל שמדובר בשיתוף פעולה שעולה כדי שותפות רשומה, החוק יחול עליו.

מן האמור עולה, ששליטה של תאגיד ריאלי משמעותי בתאגיד ריאלי הופכת את התאגיד הריאלי לתאגיד ריאלי משמעותי, וששליטה של גוף פיננסי משמעותי בגוף פיננסי הופכת את הגוף הפיננסי לגוף פיננסי משמעותי. לא זה המצב כאשר תאגיד ריאלי משמעותי שולט בגוף פיננסי.

לדעת הצוות, החזקה משותפת של תאגיד ריאלי משמעותי ושל גוף פיננסי משמעותי בתאגיד משותף, עלולה ליצור להם אינטרס משותף שעלול להשפיע על הקצאת האשראי ולהעניק יתרון תחרותי, כך שהגוף הפיננסי המשמעותי יעדיף במתן אשראי את התאגיד הריאלי המשמעותי שמחזיק יחד איתו בתאגיד המשותף, על פני תאגיד ריאלי משמעותי מתחרה.

בצוות נבחנה האפשרות להרחיב את המגבלה בחוק באופן שיאסור על החזקה כאמור. הצוות לא מצא שיש מקום בעת הזו להרחבה כאמור. ראשית, ההבחנה בין גופים ריאליים ופיננסיים לפי תחומי עיסוקם היא נכונה ואין לצבוע את אופי הגוף לצורך החלת המגבלות בפרק לפי זהות השולט (כלומר, אין לצבוע גוף פיננסי הנשלט על ידי ריאלי משמעותי כגוף ריאלי משמעותי). שנית, ההחזקה של גופים פיננסיים בריאליים מוגבלת ברגולציה בצורה מספקת, וכך גם שליטת גופים ריאליים בגופים פיננסיים – שהרי מתן היתר לגוף ריאלי להחזיק או לשלוט בגוף פיננסי טעונה היתר רגולטורי וכפופה לשיקול דעת הרגולטור, גם כאשר החזקה זו אינה אסורה לפי חוק הריכוזיות. הסדרים אלה נותנים לדעת הצוות מענה מספיק בעת הזו. לפיכך החליט הצוות שלא להמליץ בעת הזו על שינוי הוראות החוק הקיימות. יחד עם זאת, הוצעו תיקונים שיחילו את חובת ההפרדה על גופים פיננסיים משמעותיים נוספים ויצמצמו את המצבים שבהם עלול להתרחש מצב כאמור.

6.2. צמצום ההגבלה על החזקה של גוף פיננסי בחברות בנות של תאגידים ריאליים משמעותיים

במסגרת מגבלות ההחזקה במקביל של תאגידים ריאליים וגופים פיננסיים החוק קובע, בין השאר, כי תאגיד בנקאי, מבטח וגופים פיננסיים נוספים (להלן: "הגופים הפיננסיים") לא יחזיקו אמצעי שליטה בתאגיד ריאלי משמעותי בשיעור גבוה מהשיעור שנקבע בחוקים הרלוונטיים⁴¹ (להלן: "מגבלות ההחזקה של גוף פיננסי"). הגדרת "תאגיד ריאלי משמעותי" לעניין הוראות אלה רחבה וכוללת את התאגיד הריאלי שמתקיים בו האמור בסעיף 30(א)(1) או 30(א)(2) לחוק, וכן, בין השאר, גם תאגידים בשליטתו.

לאור זאת, מספר התאגידים הריאליים המשמעותיים, שבהם הגופים הפיננסיים רשאים להחזיק אמצעי שליטה בשיעור מוגבל, גבוה. חלקם בשל מחזור המכירות שלהם או היקף האשראי שנטלו, וחלקם בשל ייחוס מחזור המכירות והאשראי של השולט בהם ושל כל התאגידים הריאליים שבשליטתם ובשליטת השולט בהם, להם.

במסגרת התייחסויות הציבור התבקש הצוות להמליץ על תיקון החוק, כך שמגבלות ההחזקה של גוף פיננסי לא יחולו על תאגיד ריאלי שנחשב תאגיד ריאלי משמעותי רק בשל שליטה של תאגיד ריאלי משמעותי בו. להצדקת הבקשה נטען כי החלת הוראות איסור ההחזקה על תאגידים כאמור, שמחזור המכירות הקובע והיקף האשראי הקובע שלהם, כתאגיד סולו, אינם עומדים ברף הקבוע בסעיפים 30(א)(1) או (2) לחוק, אינה מגשימה את תכלית החוק, ומקשה על החברות יתר על הנדרש.

במהלך דיוני הצוות הועלו נימוקים המצדדים בבקשה, ומאידך נימוקים לכך שאין לקבלה, כמפורט להלן.

מחד, כפי שפורט בהרחבה לעיל, תכליתן העיקרית של הוראות איסור החזקה היא למנוע, בין השאר, פגיעה ביעילות הקצאת האשראי במשק, בכך שהגוף הפיננסי יעדיף להקצות אשראי לתאגיד הריאלי המשמעותי שהוא קשור אליו וימנע ממתן אשראי למתחריו, דבר שעלול להביא לפגיעה בתחרות ולסכן את יציבות המשק. חשש זה, נובע מהיקף הפעילות המשמעותי של תאגידים ריאליים משמעותיים והשפעתם על התחרות במשק. ואולם, כפי שהוסבר על ידי פרופ' עודד שריג, הממונה על שוק ההון (לשעבר), במסגרת דיוני ועדת

⁴¹ חוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981, חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981, חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005, וחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994.

הכספים בהצעת חוק הריבזיות: "החששות האלה קיימים וגוברים ככל שמדובר בגופים יותר גדולים. כי בגופים קטנים ניגודי העניינים הפוטנציאליים וההקצאות הבעייתיות ושימוש במידע הם הרבה יותר פחותים מאשר בגופים גדולים. לכן, ההצעה מתמקדת בגופים פיננסיים וריאליים מהותיים ולא בחנות מכולת או כל דבר אחר"⁴². כלומר, החשש להקצאת אשראי לא יעילה פחות משמעותי לגבי גופים קטנים, ולכן אין צורך להטיל לגביהם את מגבלות ההחזקה.

בנוסף, אין בהחזקת אמצעי שליטה בידי גוף פיננסי בתאגיד שנשלט בידי תאגיד ריאלי משמעותי כדי להקנות זכות השפעה בתאגיד הריאלי המשמעותי עצמו, במי ששולט בו או בקבוצה עסקית אשר התאגיד הריאלי המשמעותי שייך לה, המקיימים מבחינה מהותית את התנאים להגדרת תאגיד ריאלי משמעותי.

מאידך, ניתן לטעון כי החזקה כאמור יוצרת זיקה עסקית לבעל השליטה בתאגיד הריאלי המשמעותי על מכלול האינטרסים העסקיים שלו, וכן פוטנציאלית חשיפה לקבוצה כולה, למשל כאשר נדרשת השקעה הונית בחברה המוחזקת. החשש שגוף פיננסי יטה את שיקולי מתן האשראי לטובת תאגיד שהוא מחזיק בו החזקות משמעותיות, או אשר מוחזק על ידי אותו בעל שליטה משותף והחשש שיפלה לרעה מתן אשראי למתחרים, עמד בבסיס ההוראה שכאשר מדובר בהחזקה של גוף פיננסי בתאגיד ריאלי משמעותי, לא תתאפשר החזקה משמעותית של הגוף הפיננסי בתאגיד הריאלי המשמעותי. אותו חשש קיים גם כשהגוף הפיננסי מחזיק החזקות משמעותיות בחברה בת של התאגיד הריאלי המשמעותי. ככל שהתאגיד הריאלי המשמעותי ישיא רווחים, וככל שמתחריו יתקשו להשיג מימון לפעילותם, יש סיכוי רב שרווחי התאגיד הריאלי המשמעותי יושקעו בחברות הבנות שלו, או לחלופין, חברות הבת ייהנו מיכולת התאגיד למנף את הכוח שנוצר לו בשווקים שבהם הוא פועל ומכך ייהנו המחזיקים בו, וביניהם הגוף הפיננסי. לפיכך, קיים עדיין חשש מוגבר שהגוף הפיננסי יעדיף לתת אשראי לתאגיד הריאלי המשמעותי- הבעלים של התאגיד שהוא מחזיק בו החזקות משמעותיות, ולמנוע אשראי ממתחריו.

יתר על כן, החרגה כאמור עלולה לפתוח פתח לפיצולים מלאכותיים בתוך הקבוצה העסקית וזאת במטרה לאפשר לגופים פיננסיים להשקיע בקבוצה, גם אם לא בתאגיד הריאלי המשמעותי אשר עומד בראש הקבוצה. כלומר, התאגיד הריאלי המשמעותי שבראש

⁴² פרוטוקול ועדת הכספים מיום 29.5.2013.

הקבוצה יקים חברות בנות נוספות רבות ויעביר להן נתחים משמעותיים מפעילויותיו; ובמצב כאמור, האינטרס של הגוף הפיננסי בהצלחת הקבוצה, שבאחת או יותר מן החברות בה הוא מחזיק החזקות משמעותיות, עלול להתבטא, בין השאר, בהקצאת אשראי לחברות בקבוצה, ואף במניעת אשראי ממתחרים בה.

לאחר שבחן הצוות את השיקולים כאמור, הצוות ממליץ להותיר את מגבלות ההחזקה של גוף פיננסי בתאגידים ריאליים בקבוצה העסקית, גם אם היקף המכירות הקובע או היקף האשראי הקובע של אותם תאגידים, בפני עצמם, אינם עומדים ברפים הקבועים בחוק, וזאת למעט לגבי תאגידים ריאליים המוחזקים בקבוצה, שהם בעלי מחזור מכירות של עד מאה מיליון שקלים חדשים (של התאגיד המוחזק ותאגידים נשלטים על ידיו). לצד זאת, ובמטרה להתמודד עם החשש מפיצולים מלאכותיים בתוך הקבוצה, הצוות ממליץ לקבוע שסכום ההחרגה הכולל להחזקה בתאגידים המוחזקים תחת קבוצה עסקית אחת יוגבל לחצי מיליארד ש"ח, כאשר המנגנון להחרגה ייקבע בעת ניסוח תיקון החוק.

6.3. החרגת הבנקים מהוראות החוק בעסקאות "עושי שוק"

הפעלת מנגנון עשיית שוק בשוק המשני הינה אחד מהרכיבים הנפוצים ביותר לשימור ופיתוח נזילות בבורסות ברחבי העולם בשווקים מפותחים מובילים. על אף קיום מנגנון להפעלת גוף ייעודי כעושה שוק במניות בתקנון המסחר בבורסה, רק 20% מהתאגידים השייכים למדד ת"א 125 (ותאגיד בודד מקרב מדד ת"א 35) מפעילים התקשרות מסוג זה. מחוץ למדד ת"א 125, ב - 59% מהמניות פועל עושה שוק ייעודי.

פער זה בין קבוצות המניות השונות משקף תפיסה לפיה עשיית שוק היא "מכשיר החיאה" למניות בנזילות נמוכה בהן מתקיים מסחר באופן שאינו תדיר. מנגד, תפיסה רחבה יותר רואה בהפעלת עושה שוק מנגנון לשיפור נזילות גם במניות בהן מתקיים מסחר רציף בנפחים גבוהים. שיפור זה צפוי שיתבטא בעיקר בהפחתת תנודתיות ובהגדלת עומק הנזילות- הכמות הזמינה למסחר בספר הפקודות. אכן, מיעוט המניות הגדולות בהן פועל

עושה שוק צוין על ידי סגל הבורסה⁴³ כאחת הסיבות להיעדר עומק בספר הפקודות הגלוי וכגורם מתמרץ לפעילות חוץ בורסה.

בשנת 2020, ארגון העל הבינלאומי לרשויות לניירות ערך 'IOSCO', ביצע סקר⁴⁴ מקיף בקרב בורסות ורגולטורים לגבי תכניותיהן הקיימות לאספקת נזילות במניות. אחת ממסקנות הסקר הינה כי "תכניות התמרוץ המופעלות על ידי בורסות הינן קריטיות למשיבת הנזילות הנדרשת במטרה להבטיח שוק יעיל. רגולטורים עשויים להידרש לשקול אלמנטים חדשים בתחום להבטחת תפקוד אפקטיבי בשווקים משתנים".

מיעוט ההתקשרויות של תאגידים מובילים עם עושי שוק על פי התוכנית הקיימת עשוי להיגזר גם מאי תאימות התוכנית למאפייני השוק הקיים. בפרט, הפרמטרים המכתיבים כיום את עשיית השוק בבורסה מבוססים על הצעות ועדת האוזר משנת 2002, שבהתאם מבוססים על סטטיסטיקות נפחי המסחר והמרווחים בבורסה בשנים 2001-2002.

בחינה שבוצעה על ידי המחלקה הכלכלית של רשות ניירות ערך העלתה כי בשנים האחרונות חלה ירידה במספר אומדני נזילות ועומק השוק בבורסה. כך למשל, השווי המוצג בחמש השבבות הראשונות בספר הפקודות כאחוז משווי שוק הנייר ירד בכל המדדים, עם ירידה שנתית ממוצעת של כ- 8% מאז 2017, וכ- 30% במצטבר על כלל אוכלוסיית המניות. הנזילות פחתה על פני התקופה גם במונחי העלות הגלומה במסחר, כפי שהיא נאמדת על ידי פרמטר ה- CRT אשר עלה (עלות גבוהה יותר) גם הוא באופן ניכר במדדי ת"א 35, 90 וצמיחה/SME60.

גם בתכנית בנק ישראל להאצת הצמיחה במשק שפורסמה ביוני 2021⁴⁵, צוין כי "ישנו פער משמעותי בין פוטנציאל הנזילות של הבורסה בת"א לבין רמת הנזילות שלה בפועל. בהשוואה בין לאומית ניתן ללמוד כי רמת הנזילות בבורסה בת"א נמוכה בהשוואה לבורסות אחרות בעולם. מחזור המסחר ביחס להון המונפק (מהירות המחזור) בישראל מהווה חצי מהאומדן העולמי". בהמשך מתייחסים בבנק לחשיבות של עשיית שוק המכוונת להגדלת

⁴³ הצעה לדיון ציבורי - הטלת חובות דיווח ומגבלות על עסקאות מחוץ לבורסה ותמרוץ עשיית שוק, הבורסה לניירות ערך, 17.12.19

⁴⁴ Liquidity Provision in the Secondary Markets, IOSCO, 2020.
⁴⁵ <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/16-6-21.aspx>

הנזילות במניות הגדולות, ומציעים "לשקול מחדש את החסם של פעילות זו עבור הבנקים הישראליים".

לאורך השנים, במסגרת הדיונים בנושא הועלה שוב ושוב הצורך בעושי שוק בעלי גב פיננסי חזק, שיש להם היכולת והרצון לפעול בשוק המקומי. בדומה לנעשה במרבית השווקים המפותחים בעולם, הבנקים המסחריים מהווים מועמדים טבעיים לקחת חלק בפעילות זו. הבנקים הינם שחקנים עתירי הון, ידע, ניסיון וטכנולוגיה בשוק ההון ועל כן עשויים לתרום משמעותית להגברת הסחירות בניירות הערך בבורסה ולשכלול שוק ההון. כך למשל בארה"ב, במסגרת ה-"Volcker Rule" שחוקק לאחר המשבר הפיננסי, נאסר על הבנקים המסחריים הגדולים לבצע מסחר קצר טווח במניות ובניירות ערך אחרים עבור חשבונם העצמי, אך פעילותם כעושי שוק (לצד מספר פעילויות אחרות) הותרה מאיסורים אלה⁴⁶. בעקבות משבר מניות הבנקים בישראל, התחייבו הבנקים שלא לסחור במניות במסגרת המסחר השוטף המתנהל בבורסה. בהתאם להתחייבות זו, מזה כ- 40 שנה נמנעו הבנקים מלסחור (או לעשות שוק) במניות בבורסה. יצוין כי מאז 2006, לאחר הרפורמה בשוק אגרות החוב הממשלתיות, הבנקים מהווים עושי שוק ראשיים באגרות החוב הממשלתיות.

בדוח הסופי של הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה, שפורסם באפריל 2014, נכתב כי "הוועדה סבורה כי עשיית שוק במניות בבורסה על ידי הבנקים עשויה לשפר את הנזילות. עם זאת, הוועדה ערה לכך שעשיית השוק במניות על ידי הבנקים מעלה שוב את סוגיית ניגודי העניינים. אך, לאור צמצום ניגודי העניינים בבנקים, בשנים האחרונות, הועדה סבורה כי ניתן, מחד, לאפשר לבנקים לבצע עשיית שוק במניות הנסחרות בבורסה בתל-אביב ומאידך להסדיר את הטיפול בסוגיית ניגוד העניינים".

רבים מניגודי העניינים שהיו קיימים במערכת הבנקאית בתקופת המשבר בשנות ה-80, פחתו באופן ניכר. כספי הציבור בקופות הגמל ובקרנות הנאמנות, שנוהלו עד רפורמת בכר בחברות בשליטת הבנקים, כבר אינם מנוהלים בבנקים אלא בבתי השקעות. בנוסף, במהלך השנים נקבעו הסדרים רגולטוריים להגברת הפיקוח על הבנקים ומניעת מצבי ניגודי עניינים, ובין היתר הוסדרו כללי הממשל התאגידי, ניהול הסיכונים, והוסדר תחום ייעוץ וניהול ההשקעות. כמו כן, בוצעו שיפורים ניכרים בשיטות המסחר בבורסה וביכולת של הבורסה ושל רשות ניירות ערך לפקח עליו.

⁴⁶ https://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/volckerrule_factsheet_final.pdf

החסם המרכזי לפעילות עשיית השוק ע"י הבנקים אשר נוגע לחוק הריכוזיות, מתייחס להחזקה באמצעי שליטה בתאגיד ריאלי משמעותי. במסגרת מגבלות ההחזקה הקבועות בדיון, תאגיד בנקאי אינו רשאי להחזיק יותר מאחוז אחד מסוג מסוים של אמצעי שליטה בתאגיד ריאלי משמעותי (פרט לתאגיד ריאלי משמעותי אחד שבו ניתן להחזיק עד עשרה אחוזים מאמצעי השליטה) ובמבטח אחד שהוא גוף פיננסי משמעותי⁴⁷.

ההצעה שעלתה לדיון במסגרת הצוות הייתה כי החזקות הבנקים במסגרת פעילות עשיית שוק, באמצעי שליטה בתאגידים ריאליים משמעותיים ובמבטחים שהם גופים פיננסיים משמעותיים, יוחרגו מגדרי ההוראה לעיל.

מבדיקה שנערכה עבור הצוות עולה כי נכון למועד קביעת הדיון בעניין, על פי הרשימות המעודכנות של התאגידים הריאליים המשמעותיים, נסחרות בבורסה מניותיהם של 38 תאגידים כאמור, 13 מתוכם במדד ת"א 35, ו-28 במדד ת"א 125 (כלומר 15 נכללים בת"א 90). בנוסף לכך 10 תאגידים פיננסיים משמעותיים נסחרים מחוץ למדד ת"א 125 (מתוכם, 8 מחוץ למדד ת"א SME-150). בהתאם לנתונים אלה עולה כי מגבלה זו מהווה חסם לפעילות אפקטיבית של עשיית שוק על ידי הבנקים במניות בבורסה.

המלצת הצוות היא כי ניתן להחריג את הבנקים מהוראות החוק בעסקאות "עושי שוק", לטובת שכלול השוק. עם זאת, עדיין נדרשת בחינת המשך כיצד יש להסדיר את המנגנון, ואילו מגבלות יש להטיל על הבנקים על מנת למנוע סכנה של ניגוד עניינים.

6.4. תחולת החוק על כספי עמיתים

במסגרת חוק הריכוזיות תוקנו חוק הפיקוח על הביטוח, וחוק הפיקוח על השירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005 (להלן: "**חוק קופות גמל**") ונקבעו בהם מגבלות לעניין החזקה במקביל בתאגידים ריאליים משמעותיים ובגופים מוסדיים, היינו: במבטח ובחברה מנהלת.

⁴⁷ סעיף 24א(א) לחוק הבנקאות (רישוי).

כחלק ממגבלות ההחזקה, לפי סעיף 36(ד) לחוק הפיקוח על הביטוח וסעיף 26(ב) לחוק קופות גמל, מבטח וחברה מנהלת, אינם רשאים להחזיק יותר מ- 10% מסוג מסוים של אמצעי שליטה בתאגיד ישראלי משמעותי, כאשר לענין שיעור החזקה זה, לא יימנו החזקות של גוף פיננסי שבשליטת המבטח או החברה המנהלת, לפי העניין.

במסגרת דיוני הצוות, הביעה רשות שוק ההון את עמדתה, ולפיה, מגבלות אלה מצמצמות את אפשרויות ההשקעה של החוסכים לגיל פרישה במשק, ובכך גם את אפשרותם להשאת תשואה על חסכונותיהם בהשקעות במשק הישראלי. כראיה לכך, התקבלו ברשות שוק ההון פניות רבות לקראת כניסתו לתוקף של החוק, אשר חייב את הגופים המוסדיים למכור החזקות והשקעות משותפות שלהם בתאגידים אשר נשלטים על-ידי תאגידים ישראליים משמעותיים. יתרה מכך, לעיתים, חלק מההשקעות בתאגידים ישראליים משמעותיים (לרבות בתאגיד ישראלי משמעותי שלא עומד, בפני עצמו, במבחנים הכמותיים להימנות כתאגיד ישראלי משמעותי, אך הוא נמנה ברשימה רק מפני שהוא נשלט על ידי תאגיד ישראלי משמעותי), נדחות מראש ולא נבחנות על ידי הגופים המוסדיים. זאת משום שלאור היקף המשאבים הנדרשים לביצוע אנליזה טרם השקעה, או לאור חלופות השקעה אחרות, סכום ההשקעה, בהינתן מגבלת ה- 10%, נמוך מדי ולא כדאי.

בנוסף, היעדר הוראות לעניין חריגות פסיביות בחוק הריכוזיות, יוצר מצב בו גופים שחורגים באופן פסיבי מהוראות איסור ההחזקה מוצאים עצמם בהפרה מידית של החוק. השלכה זו טומנת בחובה השלכות נגזרות:

1. פגיעה בתשואת הנכס שהחזקתו חורגת מהוראות חוק הריכוזיות: לאור הצורך לממש במהירות את ההחזקות על מנת לא להפר את החוק (שלא כתוצאה מפעולה אקטיבית של גוף מוסדי), תהליך המכונה "Fire Sale", לרוב תפגע התשואה הנגזרת מההחזקה החריגה. זאת משום שלרוב, המכירה תיעשה תוך מתן הנחה למחיר שהיה ניתן להשיג אילו המכירה הייתה נעשית כחלק ממהלך העסקים הרגיל, בעיקר כשמדובר בהחזקה בנכסים לא סחירים.
2. פגיעה ביכולת ניהול כספי עמיתים בראייה ארוכת טווח: הגופים המוסדיים הם משקיעים ארוכי-טווח, אשר נדרשים לערוך את השקעותיהם באופן זהיר, לשם הגברת החיסכון הפנסיוני בדרך של השאת תשואה לעמיתים. אי הוודאות שקיימת ביחס להכללת תאגידים ישראליים ברשימת תאגידים ישראליים משמעותיים בעתיד והיעדר הוראות מפורשות לגבי חריגות פסיביות, פוגעים ברמת הוודאות הנדרשת לניהול השקעות ארוכות טווח.

אי לכך, רשות שוק ההון הציעה לבחון את ההצדקה למגבלות הקבועות בחוק הריכוזיות ככל שמדובר בניהול של כספי עמיתים. זאת משום שהפרוצדורות הנדרשות כדי לנהל השקעות אלו, ובכללן קיומה של ועדת השקעות לכיסוי התחייבויות תלויות תשואה ("עמיתים") שהיא בלתי תלויה בגוף המוסדי⁴⁸, להבדיל מניהול כספי הנוסטרו של המבטח על ידי ועדות השקעות שאינן תלויות תשואה⁴⁹, מקטינות משמעותית לטענתה את החששות מפני השפעה של החזקה של גופים פיננסיים משמעותיים בגופים ריאליים משמעותיים והגברת הריכוזיות במשק. לא זו אף זו, ניתן לטעון שהעובדה שהשקעות כאמור מנוהלות עבור העמיתים אף עשויה לתרום לביזור הריכוזיות.

לאור כל האמור לעיל, הציעה רשות שוק ההון להחריג השקעות כספי עמיתים ממגבלת איסור החזקה, כך שהמגבלות האפקטיביות יהיו אלו הקבועות בתקנות כללי השקעה⁵⁰.

לדעת הצוות, ההגבלות שהוטלו על הגופים המוסדיים, גם בניהול כספי העמיתים, נובעות מהחששות לניגודי עניינים ומהרצון להבטיח כי ההשקעות יהיו בעלות אופי הוני, מהנימוקים שפורטו בדוח ברודט מ-1995 שהוצגו לעיל. חשש נוסף המאפיין את הגופים המוסדיים הוא החשש שההפרדה הנדרשת בניהול כספי ההשקעות בין כספי הנוסטרו לכספי העמיתים, אינה מספיקה על מנת למנוע ניגוד עניינים בקבלת החלטות בנוגע להשקעות עמיתים בידי מנהלי הגוף המוסדי, נוכח האופן המבני שבו מנוהלות בפועל ההשקעות בגוף המוסדי לדוגמה, מחלקות המחקר של הגופים המוסדיים עשויות לספק המלצות השקעה לכל המוסד, ללא הפרדה בין נוסטרו לעמיתים.

הקונפליקט בולט ביתר שאת במקרה שבו כספי עמיתים מושקעים בהיקף ניכר בחברה מסוימת. אז מתן אשראי לאותה חברה והימנעות ממתן אשראי למתחרים, עשוי לשרת את טובת העמיתים, ובכך ההחלטה על מתן האשראי תתקבל גם על ידי ועדת השקעה עצמאית שפועלת רק לטובת העמיתים. במקביל, גם למוסדי יש תמריץ לתת אשראי מועדף מכספי הנוסטרו לחברות שבהן העמיתים מושקעים, שכן הצלחת החברה נותנת לו יתרון תחרותי בגיוס עמיתים.

⁴⁸ סעיף 41(א)(2) לחוק הפיקוח על הביטוח וסעיף 11 לחוק הפיקוח על קופות גמל.

⁴⁹ סעיף 41(א)(1) לחוק הפיקוח על הביטוח.

⁵⁰ "משקיע מוסדי או קבוצת משקיעים רשאים להחזיק עד 20 אחוזים, מסוג מסוים של אמצעי שליטה בתאגיד, ביחידות בקרן או בזכויות בשותפות, ובלבד שהחזקותיהם אינן מקנות להם שליטה בתאגיד, בקרן או בזכויות בשותפות, ושמינוי דירקטור מכוח אמצעי השליטה שבהחזקותיהם יהיה לפי הוראות הממונה..."

יתר על כן, לדעת חברי הצוות, החרגת כספי העמיתים לא תפתור את בעיות ההשקעה של הגופים המוסדיים. על הגופים המוסדיים למצוא יעדי השקעה חדשים חלף הרחבת היקף ההשקעות בתאגידים ריאליים משמעותיים ביחס להחזקות קיימות. **לאור האמור, הצוות ממליץ לדחות את ההצעה להחרגת כספי חוסכים ממגבלות החוק.**

6.5. תחולת הוראות איסור החזקה בנוגע לשליטה בתאגיד נדל"ן ובשותפות

לפי תקנה 12(א) לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), התשע"ב-2012 (להלן: "**תקנות כללי השקעה**"), משקיע מוסדי או קבוצת משקיעים, כהגדרתם בתקנות, רשאים להחזיק עד 20% מסוג מסוים של אמצעי שליטה בתאגיד, ביחידות בקרן, או בזכויות בשותפות, ובלבד שהחזקותיהם אינן מקנות להם שליטה בתאגיד, ושמינוי דירקטור מכוח אמצעי השליטה שבהחזקותיהם יהיה לפי הוראות הממונה על שוק ההון.

תקנה 12(ג) לתקנות כללי השקעה קובעת כי על אף האמור בתקנה 12(א) רשאים משקיע מוסדי או קבוצת משקיעים להחזיק בזכויות בשותפות, בשיעור העולה על 20%, בהתקיים התנאים עליהם יורה הממונה. המשמעות היא שלממונה מוקנית סמכות לקבוע תנאים שבהתקיימם מגבלת ההחזקה שעומדת כאמור על 20%, לא תחול לגבי השקעה באמצעות שותפות.

הוראות הממונה בעניין זכויות החזקה של גוף מוסדי או קבוצת משקיעים בשותפות נקבעו בסעיף 6(ז) בפרק 4, לחלק 2 בשער 5 לעניין ניהול נכסי השקעה בחוזר המאוחד⁵¹ (להלן: "**החוזר**"). בהתאם לקבוע בחוזר, גוף מוסדי או קבוצת משקיעים רשאים להשקיע בשותפות, כשותפים מוגבלים, בשיעור העולה על 20% מהזכויות בשותפות ועד 49% מהזכויות בשותפות, וכן רשאים להחזיק בזכויות במקרקעין או לנהל את הזכויות במקרקעין המוחזק על ידי הגוף המוסדי באמצעות תאגיד שאינו שותפות (להלן: "**תאגיד נדל"ן**").

⁵¹ [https://www.gov.il/BlobFolder/guide/information-entities-codex/he/%D7%A4%D7%A8%D7%A7%20%D7%A0%D7%99%D7%94%D7%95%D7%9C%20%D7%A0%D7%9B%D7%A1%D7%99%20%D7%94%D7%A9%D7%A7%D7%A2%D7%94%20\(20%20%D7%91%D7%99%D7%95%D7%9C%D7%99%202021\).docx](https://www.gov.il/BlobFolder/guide/information-entities-codex/he/%D7%A4%D7%A8%D7%A7%20%D7%A0%D7%99%D7%94%D7%95%D7%9C%20%D7%A0%D7%9B%D7%A1%D7%99%20%D7%94%D7%A9%D7%A7%D7%A2%D7%94%20(20%20%D7%91%D7%99%D7%95%D7%9C%D7%99%202021).docx)

בשיעור העולה על 20 אחוזים מסוג מסוים של אמצעי שליטה בתאגיד נדל"ן ועד שיעור של 49% מסוג מסוים של אמצעי שליטה בתאגיד נדל"ן, ובלבד שהתקיימו התנאים הבאים:

1. לגבי שותפות:

- השותפים המוגבלים אינם חייבים בחובות השותפות או השותפויות שנשלטות על ידי השותפות, מעבר לסכום שהתחייבו להשקיע בשותפות והסכומים שקיבלו מהשותפות. הגוף המוסדי הוא שותף מוגבל בשותפות והוא אינו שותף בקבלת החלטות ההשקעה של השותפות ואינו שותף בניהולה, למעט החלטות שעניינן הוא הגנה על זכויות הגוף המוסדי בשותפות ולמעט הטלת וטו לגבי החלטות עסקיות מהותיות הנוגעות לשותפות. הגוף המוסדי אינו מחזיק בסוג מסוים של אמצעי שליטה בשותף הכללי שהוא תאגיד, ואולם רשאי הגוף המוסדי להחזיק בזכות להשתתף ברווחי השותף הכללי או בזכות לקבל מיתרת נכסי השותף הכללי בעת פירוק.

2. לגבי תאגיד נדל"ן:

- הגוף המוסדי או קבוצת המשקיעים אינם שולטים בתאגיד הנדל"ן.
- הגוף המוסדי או קבוצת המשקיעים רשאים -

i. לקבל החלטות הקשורות להגנה על זכויותיהם;

ii. להטיל וטו לגבי החלטות עסקיות מהותיות הנוגעות לתאגיד הנדל"ן.

במסגרת התייחסויות הציבור, איגוד חברות הביטוח בישראל הציע כי מגבלת ההחזקה לגבי תאגיד נדל"ן ושותפות שנשלטים על ידי תאגיד ריאלי משמעותי, לפי חוק הריכוזיות, תהיה זהה למגבלה שבחוזר הממונה, היינו: שניתן יהיה להחזיק עד 49% ולא כפי שקיים היום. זאת בשל הסיבות הבאות: הראשונה, זוהי מגבלה היוצרת חסם של ממש להשקעות פיננסיות בתאגידי נדל"ן הנשלטים על ידי תאגידים ריאליים משמעותיים; השנייה, שותפות מוגבלת לצד החזקה בתאגיד נדל"ן אינה מהווה "אמצעי שליטה" לעניין ריכוזיות, שכן מדובר בזכויות לרווחים; השלישית, המגבלה אינה תורמת למימוש תכליות חוק הריכוזיות, שכן מדובר בהשקעה הונית גרידא ללא יכולת לכוון את פעילות השותפות.

הצוות סבור כי אין בעיה ממשית הנובעת מהמגבלה הקיימת, המצדיקה את הפוטנציאל להגדלת הריכוזיות, קרי אינה גורמת לגופים המוסדיים להימנע מלהגדיל את היקף ההשקעות שלהם בנדל"ן בישראל. הצוות לא קיבל את התפיסה לפיה הזכויות המוקנות

למשקיע המוסדי בכובעו כשותף המוגבל אינן נושאות השפעות, וגם אם הזכויות היו פאסיביות לגמרי, לא היה בכך כדי לאיין חששות פוטנציאליים הקשורים בהיבטי ריכוזיות. לעמדת הצוות, מתן אפשרות לגופים המוסדיים להשקיע בשותפות ובתאגידי נדל"ן, בשיעור העולה על 49%, אפילו אם בנסיבות העניין אינו עולה מבחינה משפטית פורמלית כדי שליטה, מעלה חשש שהאינטרס הכלכלי המשמעותי ישפיע על שיקולי הגוף המוסדי באופן דומה לשליטה, ועלול לעוות את הקצאת האשראי של הגופים המוסדיים, וכפועל יוצא יגרום לעלייה בריכוזיות.

לאור זאת, **הצוות סבר שאין זה נכון להיענות להצעה של איגוד חברות הביטוח. בנוסף, הצוות סבור כי יש מקום לבחון מחדש גם את ההחרגה הקיימת בחוזר הממונה, מכוח תקנה 12(ג) שמאפשרת לגופים מוסדיים להחזיק עד 49% כשותפים מוגבלים בשותפות.**

ראשית יצוין כי מגבלה דומה למגבלת השקעה של 20% הקבועה בתקנה 12(ג) לעניין השקעות גופים מוסדיים בתאגידים קיימת גם בסעיף 11 לחוק הבנקאות (רישוי), אשר אוסר על תאגידים בנקאיים לשלוט או להחזיק מעל 20% בתאגידים, למעט מספר חריגים. מגבלה זו נקבעה בעקבות המלצות ועדת ברודט: ועדת ברודט, בדוח משנת 1995, המליצה לאסור על שליטה של בנקים בתאגידים ריאליים, ולקבוע תקרת אחזקות של 20% בתאגידים ריאליים, אשר תאפשר להם השפעה מספקת להגנה על ההשקעה ללא מעורבות בניהול. בין נימוקי הוועדה להגבלה זו יש לציין כי, לתפיסתה, החזקה גם ללא שליטה יוצרת חשש לניגוד עניינים של התאגיד הבנקאי בהיותו ספק אשראי לתאגיד שבבעלותו, ולתאגידים המתחרים בו, ולאור המידע העסקי והמסחרי שמצטבר בבנק בהיותו נותן אשראי. עוד הדגישה הוועדה את השוני בין ניהול בנקאי שמרני לבין ניהול עסקים ריאליים שדורש מיומנויות שונות. חשש נוסף עליו הצביעה הוועדה הוא מפני תפיסת התאגיד הבנקאי כ"משענת נוחה לעת צרה" ולא דווקא משיקולים של לווה-מלווה. הגבלת ההשקעה של גופים מוסדיים ל- 20% נובעת מאותם עקרונות שעמדו ביסוד המלצות ועדת ברודט. בהתאם לסעיף 63 לפקודת השותפויות, תשל"ה-1975, שותף מוגבל אינו רשאי להשתתף בניהול עסקי השותפות, ואין כוחו יפה לחייב את השותפות. לכן, בהתאם להוראות הדין, כאשר הגוף המוסדי הוא שותף מוגבל, הוא אינו שותף בקבלת החלטות ההשקעה של השותפות ואינו שותף בניהול, למעט החלטות שעניינן הוא הגנה על זכויות הגוף המוסדי בשותפות ולמעט הטלת וטו לגבי החלטות עסקיות מהותיות הנוגעות לשותפות⁵². עם זאת,

⁵² סעיף 7א(2)ב(2) לחוזר גופים מוסדיים 2016-9-17, כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים.

בהתאם לפרקטיקה המקובלת, שותף מוגבל אינו מחזיק אך ורק בזכויות הוניה, וככל שהשקעתו גדולה יותר כך הוא רוכש יותר זכויות מסוימות להשתתפות בקבלת החלטות שונות שנקבעות בהסכם השותפות. זכויות אלה נהנות במדינות שונות מהגנת "נמל מבטחים" ונועדו לאפשר למשקיעים להגן על השקעתם. עם זאת, חשיפה הונית כה גבוהה של 49% מהון השותפות עשויה לתמרץ גופים מוסדיים לבקש זכויות שונות, שגם אם לא ישנו את מעמדם לשותפים כלליים מבחינת החשיפה המשפטית, ייצרו לגופים המוסדיים תמריצים לגבי ניהול השותפות שאינם עולים בקנה אחד עם השיקולים שהותוו בוועדת ברודט לצמצום המעורבות בהשקעות ריאליות להשקעה הונית ללא מעורבות בניהול.

בנוסף, הפער שנוצר בין האפשרות של גוף מוסדי להשקעה בתאגיד (20%), לבין האפשרות של גוף מוסדי להשקעה בשותפות (49%) עשוי לתמרץ יצירת עסקאות במסגרת של שותפות שכל מטרתן היא לאפשר השקעה בשיעור עד 49%, במקום 20%. לנוכח הזכויות שעומדות לשותף מוגבל (בייחוד לשותף מוגבל משמעותי כמו גוף מוסדי), גם בעניין זכויות ההצבעה, **הצוות סבור כי יש מקום לבחון האם קיימת הצדקה לפער המשמעותי שבין השקעה של גוף מוסדי בשותפות אל מול השקעה בתאגיד.**

עוד יצוין כי בהתאם לאמור בחוזר הממונה, הטלת וטו של שותף מוגבל על החלטות עסקיות משמעותיות של השותפות לא תגרע מזכותו של שותף מוגבל להחזיק עד 49% בשותפות. קביעה זו היא קביעה משמעותית, שכן הגדרת המונח "שליטה" בחוק הבנקאות רישוי קובעת כי יראו אדם כשולט בתאגיד אם בידיו היכולת למנוע קבלת החלטות עסקיות בתאגיד, למעט החלטות על הנפקה של אמצעי שליטה בתאגיד או החלטות שעניינן מכירה או חיסול של רוב עסקי התאגיד או שינוי מהותי בהן. כלומר, בהתאם לחוק הבנקאות (רישוי) הזכות להטלת וטו על החלטות עסקיות יוצרת חזקת שליטה. מכאן, האפשרות של שותף מוגבל להטיל וטו על החלטות השותפות, אם מדובר על החלטות עסקיות של השותפות, מבלי לאבד את מעמדו כשותף מוגבל, בנוסף להחזקתו בזכויות שותף מוגבל של עד 49%, עשויה להעמיד בסימן שאלה את מעמדו כמי שאינו שולט בשותפות.

בתיקון שנערך לתקנות כללי השקעה בשנת 2021 שבו הוגדל שיעור ההחזקות המותר של גוף מוסדי בתאגיד תשתיות (סעיף 12(ו)) לתקנות כללי השקעה), נערכו דיונים סביב שאלת מגבלות ההחזקה של גוף מוסדי. במסגרת דיונים אלו עלה כי קיומה של שליטה היא שאלה מורכבת גם כאשר שיעורי ההחזקות המדוברים נמוכים משמעותית מ-50%, וכי בהעדר חזקה, נטל ההוכחה לקיומה של שליטה במצבים כאלה מוטל על הרגולטור, ומעורר קושי

של ממש. עוד עלה כי בחינה כזו מורכבת במיוחד בחברות פרטיות שבהן לא חלים כללי הממשל התאגידי המחייבים בחברה ציבורית, לא ביזור בהחזקות והיחסים בין בעלי המניות תלויים בהסכמים כתובים ובהסכמות לא כתובות ביניהם. סוגיה זו רלוונטית מאוד גם בשותפויות מוגבלות שכן זכויות השותף המוגבל יכולות להיות תלויות בהסכמים כתובים בין השותפים. בעקבות הדיונים שנערכו ב-2021, הוכנסה בנוסח סעיף 12(ו) לתקנות כללי השקעה התשתיות ההגדרה "שליטה" ובה חזקה לפיה גוף מוסדי המחזיק ב-25% או יותר מאמצעי השליטה בתאגיד כשולט בתאגיד, וזאת אם אין אדם אחר המחזיק בלמעלה מ-25% באמצעי השליטה. הדיון שנערך סביב תיקון כללי ההשקעה בעניין תאגידי תשתיות וחזקת השליטה שנקבעה בעקבותיו מלמדים אף הם כי האפשרות של משקיע מוסדי להחזיק בזכויות של עד 49% כשותף מוגבל יכולה לעורר שאלות מורכבות וצריכה להיבחן לעומק.

לנוכח האמור לעיל, הצוות סבור כי יש מקום שהממונה על רשות שוק ההון יבחן מחדש את החלטתו בהתאם לתקנה 12(ג) בחוזר הממונה לקביעת מגבלת החזקה שונה לעניין החזקה בשותפויות, המאפשרת לגופים מוסדיים להחזיק עד 49% כשותפים מוגבלים בשותפות, וכן את תוכן המגבלה.

7. סוגיות הנוגעות לאכיפת האיסורים

7.1 קביעת הוראות מעבר בנוגע למצב בו תאגיד ריאלי או גוף פיננסי הופך למשמעותי

במהלך דיוני הוועדה, הוצגו בפניה מקרים בהם גוף פיננסי משמעותי החזיק אמצעי שליטה בתאגיד ריאלי בשיעור העולה על השיעור המותר לו להחזיק בתאגיד ריאלי משמעותי, ובחלוף הזמן, התאגיד הריאלי הפך לתאגיד ריאלי משמעותי. במצב זה, ברגע שהתאגיד

הריאלי הופך למשמעותי, הגוף הפיננסי למעשה מפר את הוראות חוק הריכוזיות וניתן להטיל לגביו עיצומים כספיים, גם אם לא הייתה לו היכולת לצפות את השינוי מראש. בדומה, במקרה שתאגיד ריאלי משמעותי מחזיק אמצעי שליטה בגוף פיננסי בשיעור שעולה על השיעור שמותר לו להחזיק בגוף פיננסי משמעותי ובחלוף הזמן הגוף הפיננסי הפך לגוף פיננסי משמעותי, התאגיד הריאלי למעשה מפר את הוראות חוק הריכוזיות וניתן להטיל לגביו סנקציות.

לפיכך, הצוות דן בשאלה האם במקרים מעין אלו, שבהם ההחזקה מלכתחילה נעשתה כדין ורק לאחר מכן הפכה לאסורה, נכון לקבוע הוראת מעבר במשך תקופה תחומה בזמן, לאחר שהתאגיד או הגוף הפך למשמעותי, שבה המחזיק לא ייחשב כמפר חוק, ועד לתום אותה תקופה כאמור יידרש המחזיק לעמוד בהוראות הדין ולמכור את אמצעי השליטה העודפים שבידו.

לאחר בחינה של תרחישים שונים אפשריים, הצוות סבר כי יש להבחין בין הפרה אקטיבית של החוק, שהיא הפרה שנובעת מפעולה יזומה של המחזיק, לדוגמא במצב שבו תאגיד ריאלי משמעותי רוכש אמצעי שליטה בגוף פיננסי משמעותי מעל למותר, או כאשר גוף פיננסי משמעותי רוכש אמצעי שליטה בתאגיד ריאלי משמעותי מעל לרף המותר, לבין הפרה פסיבית של החוק, שאינה נובעת מפעולה יזומה של המחזיק. למשל, כאשר גוף פיננסי שמחזיק אמצעי שליטה בתאגיד ריאלי (בשיעור שאסור בתאגיד ריאלי משמעותי) ומחזור המכירות או האשראי של התאגיד הריאלי עלו מעל לרף שהופך אותו לתאגיד ריאלי משמעותי.

במקרה של הפרה אקטיבית, הצוות סבור כי אין מקום לאפשר תקופת מעבר, וכי במקרה זה, הרגולטור הרלוונטי נדרש לאכוף הפרה כזו באופן מיידי, הן כאשר מדובר בהחזקה אסורה של תאגיד ריאלי משמעותי בגוף פיננסי משמעותי, והן במצב ההפוך של החזקה של גוף פיננסי משמעותי בתאגיד ריאלי משמעותי.

במקרה של חריגה פסיבית, הצוות סבור כי יש להגדיר תקופת זמן סבירה למכירת הנכסים החורגים מהמותר, מבלי לכפות על הגופים לבצע מכירת בזק שתפגע בגוף המחזיק, ובמקרה של החזקה של גוף מוסדי שהוא גוף פיננסי משמעותי בתאגיד ריאלי משמעותי, תפגע בין היתר בעמיתים. חברי הצוות סברו כי, אמנם, גם כאשר מדובר בחריגה פסיבית, גוף פיננסי או תאגיד ריאלי צריך לשקול ולקחת בחשבון אפשרות של גידול עסקי, ולבחון

את ההשפעה שלו גם בהיבטי הריכוזיות, אך לנוכח האמור ועל מנת שלא לפגוע יתר על המידה בעמיתים או בגוף המחזיק, **חברי הצוות סברו כי במקרה של הפרה פסיבית יש לקבוע תקופת מעבר של עד שנה לתיקון ההפרה הפסיבית, וכי יש לקבוע חובת מכירה שתחול בתום תקופת המעבר.**

תקופת המעבר תחל במועד המוקדם מבין המועד בו התאגיד הריאלי נכנס לרשימת התאגידים הריאליים המשמעותיים, לבין המועד בו פורסם הדוח הכספי אשר ממנו ניתן להסיק מהימנה כי התקיימו אחד או יותר מהתנאים הכמותיים הנדרשים לשם סיווג תאגיד ריאלי כתאגיד ריאלי משמעותי.

בנוסף, הצוות הצביע על כך שקיים חוסר סימטריה בין הוראות החוק ביחס לחובת המכירה במקרה של החזקה אסורה של תאגיד ריאלי משמעותי בגוף פיננסי משמעותי, לבין המצב ההפוך של החזקה אסורה של גוף פיננסי משמעותי בתאגיד ריאלי משמעותי, לגביה לא נקבעה חובת מכירה⁵³, ובהתאם שיקול הדעת של הרגולטור אם ואיך לאכוף את ההפרה לכאורה גמיש יותר. **הצוות סבור כי במסגרת התיקון בעניין זה, יש לעשות מאמץ להשוות את הסנקציות ואת סמכויות הרגולטור במקרה של הפרת הוראות חוק הריכוזיות, כך שככל הניתן, הסנקציות יהיו דומות בין אם מדובר בהחזקה חורגת של גוף פיננסי משמעותי בתאגיד ריאלי משמעותי ובין אם בהחזקה חורגת של תאגיד ריאלי משמעותי בגוף פיננסי משמעותי.** בנוסף, יש לשאוף לאחידות בין הכלים העומדים לרשות הרגולטורים השונים על מנת לאפשר אחיפה יעילה של הוראות החוק ככל שניתן, בשים לב לשוני בין הסדרי האכיפה בחוקים השונים.

התייחסות להצדקה של תקופת מעבר במקרים מסוימים שנדונו בצוות:

1. במקרה של עסקת מיזוג בין שני גופים פיננסיים שהחזיקו, כל אחד מהם, בתאגיד ריאלי משמעותי ביום שלפני המיזוג (בשיעור שמותר לגוף פיננסי), אך החזקתם יחד בתאגיד הריאלי המשמעותי עולה בשל המיזוג מעל הרף המותר, הצוות סבר כי אין לאפשר תקופת מעבר. זאת משום שמדובר בהפרה אקטיבית היות והגופים נכנסו להפרה במודע ועל ידי פעולה אקטיבית שהייתה יכולה להימנע. הצוות סבור כי על הרגולטורים של אותם גופים פיננסיים לא לאשר מיזוג שכזה מבלי שיינתן פתרון לחריגה.

⁵³ למעט כשמדובר בגוף פיננסי משמעותי שהוא תאגיד בנקאי.

2. במקרה שבו תאגיד ריאלי שהחזיק בגוף פיננסי משמעותי הפך לתאגיד ריאלי משמעותי בעקבות גידול באשראי או במחזור המכירות, רוב חברי הצוות סברו כי אין הצדקה לאפשר תקופת מעבר לתיקון ההפרה כיוון שגידול כזה הוא תהליכי ואינו מתרחש ביום אחד. הגוף המחזיק אמור להכיר את החזקותיו ולהיערך בהתאם, בין אם הגוף סחיר או לאו.
3. במקרה של החזקות חורגות באמצעות השקעה בקרנות סל ובקרנות נאמנות שאינם מקנים זכות הצבעה לבעל היחידה, חברי הצוות סברו כי יש להחריג את ההחזקות במכשירים אלו מסך ההחזקות, היות ולמחזיק בהשקעה מסוג זה אין שליטה על המתרחש בחברות המרכיבות את הסל או הקרן, וכן הוא אינו בעל זכות הצבעה בקרן.

הטלת מגבלות על הגוף המפר (במקרה של הפרה פסיבית) בתקופת המעבר:

4. **כהונת דירקטורים צולבים** - הצוות סבור כי יש להתיר כהונת דירקטורים צולבים לתקופת מעבר של שלושה חודשים ממועד הפרסום ברשימות של הגוף כתאגיד ריאלי משמעותי או כגוף פיננסי משמעותי על ידי הוועדה לצמצום הריכוזיות.
5. **הרדמת זכויות** - הצוות סבור כי במקרה של הפרה, ברירת המחדל צריכה להיות הרדמת זכויות ההצבעה של המפר. ואולם, כיוון שלהרדמה כאמור יש השפעה על זכויות ההצבעה של שאר המחזיקים, יש להשאיר מקום לשיקול דעת הרגולטור הרלוונטי.

7.2. השוואת סמכויות וסנקציות במקרה של הפרה

השוואת סמכויות לרגולטור וקביעת חובת מכירה

במהלך דיוני הצוות, חברי הצוות מצאו שקיימת שונות בין הסמכויות שהחוק העניק לרגולטורים השונים במצב שבו תאגיד ריאלי משמעותי מחזיק בגוף פיננסי משמעותי בניגוד להוראות החוק לבין הסמכויות שהוענקו לרגולטורים במצב הפוך שבו, בניגוד להוראות החוק, גוף פיננסי מחזיק בתאגיד ריאלי משמעותי. שונות זו נוצרה ככל הנראה בשל כך

שעוד קודם לחקיקת החוק חלו איסורי החזקה שונים בחקיקה הפיננסית, וההסדרים שנוספו באמצעות תיקונים עקיפים בחוק שולבו ככל שניתן בהסדרים הקיימים.

כך, לדוגמא, לפי סעיף 32א(ד) לחוק הפיקוח על הביטוח, "שלט תאגיד ריאלי משמעותי או השולט בו במבטח שהוא גוף פיננסי משמעותי או החזיק אמצעי שליטה במבטח כאמור, או שלט המחזיק אמצעי שליטה בתאגיד ריאלי משמעותי במבטח שהוא גוף פיננסי משמעותי, בניגוד להוראות סעיף זה, ימכור את אמצעי השליטה שהוא מחזיק כך שלא יחזיק אמצעי שליטה מסוג כלשהו מעל השיעור המותר להחזקה לפי סעיף זה, ורשאי הממונה לתת הוראות לעניין זה, לרבות הוראות כאמור בפסקאות (1) עד (4) של סעיף 34א), בשינויים המחויבים; הוראות סעיף 34(ד) ו-(ה) יחולו לעניין זה, בשינויים המחויבים; נתן הממונה הוראות לפי סעיף קטן זה, ישלח הודעה על כך גם למבטח".

כלומר, במקרה שתאגיד ריאלי משמעותי או השולט בו שלט במבטח שהוא גוף פיננסי משמעותי או החזיק אמצעי שליטה במבטח כאמור ברף העובר את המותר לפי החוק אזי, בידי הממונה על שוק ההון הסמכות, לאחר התייעצות עם הוועדה המייעצת ומתן זכות שימוע, לנקוט באחד או יותר מהצעדים הבאים: (1) להורות על מכירת אמצעי השליטה שאותו תאגיד ריאלי משמעותי או השולט בו מחזיק, כולם או חלקם, בתוך תקופה שיקבע, כך שלא יחזיק אמצעי שליטה מסוג כלשהו, מעל השיעור המותר להחזקה; (2) להורות שלא יופעלו זכויות ההצבעה או זכויות למינוי דירקטורים מכוח אמצעי שליטה שמחזיק תאגיד ריאלי משמעותי או השולט בו בניגוד לחוק; (3) להורות שהצבעה מכוח אמצעי שליטה, מעל השיעור המותר להחזקה, שהחזיק אותו תאגיד ריאלי משמעותי או השולט בו, לא תבוא במניין הקולות באותה הצבעה; (4) להורות על ביטול מינויו של דירקטור שנגרם בידי תאגיד ריאלי משמעותי או השולט בו.

סמכויות דומות הוענקו למאסדרים במצבים דומים, שבהם תאגיד ריאלי משמעותי מחזיק בתאגיד בנקאי⁵⁴, סולק⁵⁵; חברה מנהלת⁵⁶; מנהל קרן להשקעות משותפות בנאמנות⁵⁷; ומנהל תיקים⁵⁸, אם הם גוף פיננסי משמעותי בשיעור שחורג מהשיעור המותר בחוק.

⁵⁴ סעיף 35ב(ה) לחוק הבנקאות רישוי.

⁵⁵ סעיף 36א1 לחוק הבנקאות רישוי.

⁵⁶ סעיף 9(ג) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005.

⁵⁷ סעיף 23ב(ד) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן – חוק השקעות משותפות בנאמנות).

⁵⁸ סעיף 4א(ד) לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995.

עם זאת, החוק לא מעניק סמכויות דומות לרגולטור⁵⁹ במקרה שגוף פיננסי הפר את הוראות החוק והחזיק בתאגיד ריאלי משמעותי בשיעור העולה על השיעור המותר בחוק. בנוסף, החוק קובע באופן מפורש כי במצב שבו תאגיד ריאלי משמעותי חרג מרף האחזקות המותרות לו, אזי על אותו תאגיד מוטלת החובה למכור את האחזקות האסורות. לעומת זאת במצב ההפוך, שגוף פיננסי חורג משיעור האחזקות המותר לו בתאגיד ריאלי משמעותי, החוק אינו מוסיף הוראה מפורשת המחייבת אותו למכור את האחזקות⁶⁰.

מבחינה שבוצעה לא נמצא הסבר ברור מדוע נעשתה האבחנה האמורה ולעמדת חברי הצוות, במצב כיום, אין מקום להבחין בין הפרה של החוק בידי תאגיד ריאלי משמעותי לבין הפרה של החוק בידי גוף פיננסי בכל הנוגע לסמכויות הרגולטור המפורטות לעיל ולעניין קביעת חובת מכירה מפורשת במסגרת החוק. **על כן, חברי הצוות ממליצים לקדם את תיקוני החקיקה הנדרשים כך שהסמכויות האמורות וחובת המכירה המפורשת ייקבעו בחוקים הרלוונטיים גם במקרים שבהם גוף פיננסי מחזיק באמצעי שליטה בתאגיד ריאלי משמעותי ברף החורג מהמותר בחוק.**

השוואת סנקציות

מסקירת החוקים השונים, עמד הצוות על כך שקיימת שונות בכל הנוגע לסנקציות שמוטלות על הגופים השונים במקרה של הפרת החוק. כך למשל, החזקה של תאגיד ריאלי משמעותי בגוף פיננסי משמעותי מעבר לרף המותר בחוק מהווה עבירה פלילית⁶¹, ואילו החזקה של גוף פיננסי בתאגיד ריאלי משמעותי מעבר לרף המותר, מלבד החזקה של בנק בתאגיד ריאלי משמעותי⁶², אינה מהווה כלל עבירה פלילית.

בנוסף, בסקירה שהוצגה בפני חברי הצוות, לגבי סכום העיצומים הכספיים שבסמכות הרגולטור להטיל בגין הפרת הוראות הדין ביחס לאחזקת אמצעי שליטה, נמצא כי קיימת שונות, הן ביחס לסכום שניתן להטיל במקרה שתאגיד ריאלי משמעותי מחזיק באמצעי שליטה בגוף פיננסי משמעותי מעבר למותר, לעומת הסכום שניתן להטיל במקרה שגוף

⁵⁹ סמכות המפקח על הבנקים, בהקשר זה, שונה מהסמכות של יתר הרגולטורים ולפי חוק הבנקאות רישוי במקרה שתאגיד בנקאי מפר את הוראות ההחזקה, למפקח על הבנקים יש סמכות מסוימת מפורשת לקבוע לו זמן למכירה. ראו סעיף 27 לחוק הבנקאות רישוי.

⁶⁰ גם במקרה זה יש שוני בין תאגיד בנקאי לבין יתר הגופים הפיננסיים, שכן סעיף 27(א) לחוק הבנקאות (רישוי) כן מורה באופן מפורש שבמקרה שתאגיד בנקאי מחזיק אמצעי שליטה בניגוד לחוק עליו למכור אותם.

⁶¹ ראו, לדוגמה, סעיף 104(ב)(4) לחוק הפיקוח על הביטוח; וסעיף 39(ב)(2) לחוק הסדרת העיסוק ביועץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995.

⁶² סעיף 49(ב) לחוק הבנקאות (רישוי).

פיננסי מחזיק באמצעי שליטה בתאגיד ישראלי משמעותי מעבר למותר; והן ביחס לסכום שרגולטור יכול להטיל על הגופים המפוקחים על ידו לעומת רגולטורים אחרים. כלומר קיימת שונות הן לגבי ההפרות השונות ביחס לגופים המפוקחים על ידי אותו רגולטור והן לגבי הגופים המפוקחים השונים. עוד נמצא כי אצל רוב הרגולטורים, העיצומים על חריגת החזקות של תאגיד ישראלי משמעותי בגוף פיננסי גבוהים מאלו שניתן להטיל במקרה של חריגת החזקות של גוף פיננסי בתאגיד ישראלי משמעותי, ונטען כי ככלל סכומי העיצומים היום אינם משמעותיים ולכן אינם מרתיעים.

כך, לדוגמא, הסכום המקסימלי שהמפקח על הבנקים רשאי להטיל על תאגיד ישראלי משמעותי שהפר את הוראותיו ואת הוראות החוק, והחזיק בתאגיד בנקאי שהוא גוף פיננסי משמעותי מעבר לרף המותר, כמו גם הסכום שהוא רשאי להטיל על תאגיד בנקאי שהפר את הוראות החוק והחזיק בתאגיד ישראלי משמעותי מעבר לרף המותר, עומד על סך של כ- 150,000 ש"ח⁶³, (לא כולל עיצום כספי על הפרה נמשכת), בעוד שלפי חוק הפיקוח על הביטוח, הפרה דומה לגבי מבטח שהוא גוף פיננסי משמעותי מאפשרת לממונה על שוק ההון, להטיל עיצום כספי בסכום שעומד על עד שני מיליון ש"ח⁶⁴.

זאת ועוד, לדוגמא, הסכום המקסימלי שיושב ראש רשות ניירות ערך רשאי להטיל על תאגיד ישראלי משמעותי שהפר את החוק והחזיק במנהל קרן שהוא גוף פיננסי משמעותי מעבר למותר, עומד על סך של עד 5 מיליון ש"ח⁶⁵, בעוד שבמקרה ההפוך, שבו מנהל קרן שהוא גוף פיננסי משמעותי מחזיק בתאגיד ישראלי משמעותי מעבר לרף המותר, סכום העיצום המקסימלי שיושב ראש הרשות רשאי להטיל עומד על סך של עד 750 אלף ש"ח⁶⁶.

שונות זו בהסדרי האכיפה נובעת מכך שהוראות החוק שולבו בחקיקה הפיננסית באמצעות תיקונים עקיפים, כאשר לכתחילה הייתה קיימת שונות בין הסדרי האכיפה המוקנים לכל אחד מהרגולטורים הפיננסיים.

חברי הצוות סבורים שקיימת חשיבות להבטיח אחידות ככל שניתן באכיפת ההסדרים לפי חוק הריכוזיות בידי הרגולטורים השונים. גם באופן רחב יותר, השוני בין הסדרי האכיפה

⁶³ סעיף 150ב לחוק הבנקאות (רישוי)

⁶⁴ סעיף 92א(ב)(1) לחוק הפיקוח על הביטוח.

⁶⁵ כאמור בפרט (3א) לחלק ב' בתוספת השנייה לחוק השקעות משותפות בנאמנות; ובהתאם לסעיף 120(ב)(3) לאותו חוק.

⁶⁶ כאמור בפרט (21) לחלק ג' בתוספת הראשונה לחוק השקעות משותפות בנאמנות; ובהתאם לאמור בתוספת השנייה לאותו חוק.

שעומדים לרשות הרגולטורים השונים אינם תמיד מוצדקים ולעיתים השוני נובע מהתפתחויות בהיסטוריה החקיקתית ולא מראיית רוחב של מפת האכיפה של הרגולציה הפיננסית. הצוות סבור כי יש בהחלט טעם בכך שיהיה דמיון בין אמצעי האכיפה שרשאים רגולטורים פיננסיים להטיל על הפרת החוק וכי יש להבטיח שהעיצומים הכספיים אפקטיביים ומרתיעים דיים. על כן, חברי הצוות ממליצים כי כחלק מתיקוני החקיקה בעקבות המלצות אלה, תינתן הדעת ככל שניתן ליצירת אחידות באמצעי האכיפה ובגובה העיצומים הכספיים שרשאים הרגולטורים הפיננסיים להטיל במקרה של החזקת אמצעי שליטה מעבר למותר, כך שהסכום יהיה סכום אפקטיבי ויעיל. זאת, בשים לב לכך שההסדרים בדבר אכיפת הוראות החוק שולבו בחקיקה הפיננסית והסדרי האכיפה צריכים להשתלב גם ביתר הסדרי האכיפה הקבועים באותם חוקים.

לצד זאת, בהינתן התיקון כאמור, היוצר אחידות בין העיצום הכספי המוטל על הפרה של גוף פיננסי המחזיק בתאגיד ריאלי משמעותי מעבר לשיעור המותר, לבין העיצום הכספי המוטל על הפרה של התאגיד הריאלי המחזיק בגוף הפיננסי מעבר לשיעור המותר, וקביעת סנקציה מינהלית אפקטיבית, חברי הצוות אינם סבורים, לעת הזו, שנדרש לתקן את החוק ולקבוע סנקציה פלילית במקרה של גוף פיננסי משמעותי שהחזיק בתאגיד ריאלי משמעותי מעבר לרף ודי בסנקציה המינהלית שתחול לגבי גופים אלו.

8. ריכוזיות הגופים המוסדיים

במהלך דיוני הצוות, העלו חברי הצוות, במספר הקשרים שונים, את בעיית הריכוזיות של הגופים המוסדיים בישראל ואת החשש וההשלכות שנובעות מכוחם ההולך וגדל, גודלם, ומידת ריכוזיותם והדמיון (הומוגניות) בין השקעותיהם של הגופים המוסדיים, אשר התפתחו מאד מאז שוועדת הריכוזיות קיימה את דיוניה לפני כעשור. בנוסף, במהלך דיוני

הצוות הציגו נציגי רשות ניירות ערך את עיקריו של מחקר מקדים שהרשות פרסמה בנושא ושהתפרסם בחודש דצמבר 2020⁶⁷

לדעת רוב חברי הצוות, הבעיה העיקרית הנגרמת מהריכוזיות, היא חשש להקצאת משאבים לא יעילה במשק כמו גם סיכון יציבותי העלול לנבוע מריכוזיות יתר. מספרם המצומצם של הגופים המוסדיים ביחס להיקף הנכסים שהם מנהלים ולהיקף השקעותיהם בשוק הישראלי, טומן בחובו פוטנציאל לניגודי עניינים, ומכאן, כאמור, להקצאה לא יעילה של המשאבים במשק. לשם המחשה, כיום⁶⁸, פועלים בישראל ארבעים ותשעה גופים מוסדיים אשר מנהלים כספי ציבור בסכום כולל של כ- 2.8 טריליון ש"ח. מתוכן, שמונה החברות הגדולות ביותר, מנהלות למעלה מ- 80% מסך כספי ציבור החוסכים. יתר על כן, בשנים האחרונות, ניכרת מגמת עלייה בשיעור הנכסים המנוהלים על ידי אותן שמונה חברות.

קיומה של השפעה חיצונית על פעילות הגוף המוסדי שיש באפשרותה להטות את אופן קבלת ההחלטות בו, הינה הבעיה המרכזית, כפי שזו באה לידי ביטוי במספר היבטים בדו"ח דנציגר. הדוח אמנם עסק באירוע נקודתי, אך זה היה בעל מאפיינים אשר יכולים להעיד על בעיות פוטנציאליות ברמה המערכתית⁶⁹. הדו"ח הצביע על כך שבשל פעילות צולבת של הגוף המוסדי בכובעים שונים, יכול להיווצר עיוות בהקצאת המקורות במשק. עיוות זה עלול לבוא לידי ביטוי בהצבעות מוטות באספות, במינוי דירקטורים חיצוניים בחברות המושקעות בהליך לא שקוף, בחלוקת דיבידנדים מופרזת, בהעדר נוכחות מוסדיים בתביעות קבוצתיות בניגוד למגמות בעולם, ועוד.

בעיה נוספת שהעלה הצוות, הנובעת מגודלם של המוסדיים ומקנה להם כוח נוסף בשוק, היא היתכנות בפועל של שיתוף פעולה בין האורגנים המנהלים את כספי הנוסטרו עם האורגנים המנהלים את כספי העמיתים בהצבעות באסיפות הכלליות, היות והמוסדיים משתמשים בזכויות ההצבעה של העמיתים, וייתכן כי מנגנוני ההגנה הקיימים אינם מספיקים.

⁶⁷ "התפתחויות בניהול כספי הציבור בישראל בעשור האחרון והשלכותיהן על שוק ההון" המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך, דצמבר 2020.

⁶⁸ מתוך דיווחי פרדיקטה בע"מ לרשות לניירות ערך ועיבודי המחלקה הכלכלית, נתונים לסוף שנת 2021.

⁶⁹ דוח מיום 10 ביוני 2020.

בנוסף, העובדה שחברות הביטוח בישראל מנהלות את חלק הארי של חסכונות הציבור והגידול האקספוננציאלי בהיקף החיסכון המנוהל, מעלה חשש לשימוש לא אופטימלי בכוח לטובת הציבור הנובע מניהול היקפים אדירים של נכסים וכן נוכח ניגודי העניינים החריפים המתגברים עם הזמן נוכח העיסוקים של חברות הביטוח בתחום הביטוח מצד אחד ובתחום ניהול הכסף הציבורי מצד שני המייצרים ניגודי עניינים שחלקם רק בא לידי ביטוי בדוגמא שלעיל במתח הקיים בין ניהול הנוסטרו לכספי העמיתים בפעילות ההצבעות.

מעבר לאמור לעיל, הצוות העלה חששות מפגיעות בשוק ההון הציבורי כתוצאה מעיוות זה, שבאות לידי ביטוי בפגיעה בסחירות, בנזילות ועומק השוק בשל תלות במספר מצומצם של שחקנים בהנפקות, והחזקותיהם בחברות בשיעורים ניכרים; בהיעדר תחרות שתתבטא בפגיעה באיכות, במגוון ובמחיר המוצרים והשירותים הניתנים על ידי המוסדיים; ובהומוגניות בניהול ההשקעות, תוך הגדלה אפשרית של הסיכון הסיסטמי, בין היתר משום ששיעור התקציב המוקדש למחקר וניהול השקעות הולך ופוחת ביחס להיקפי הכסף המנוהל.

סוגיית גודלם והשפעתם של הגופים המוסדיים נבחנה על ידי הצוות במספר מישורים, על מנת להכריע בשאלה האם מדובר בשוק ריכוזי שבבסיסו קיים ניגוד עניינים של ריאלי-פיננסי. במישור הראשון, נבחן גודלם של הגופים המוסדיים ביחס לכלכלת ישראל; במישור השני נבחנה השפעת המוסדיים על ההשקעות הריאליות במשק; ובמישור השלישי נבדקה מידת התחרות בהיבטי המחיר לצרכן בשוק הפנסיה.

לעניין בחינת גודלם של הגופים המוסדיים ביחס לכלכלה הישראלית, נערכו השוואות של סך הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים ביחס למדדים שונים כגון שיעור מהתמ"ג, סך הנכסים של הציבור, סך הנכסים של המערכת הבנקאית, שווי החברות בבורסה וסך הפדיון במשק. מכל ההשוואות עלתה מסקנה דומה, והיא כי הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים גדולים בעשרות מונים מאותם מדדי השוואה, ונמצאים במגמת עליה מתמדת ובקצב גידול מהיר. לדוגמא, סך הנכסים המנוהלים מהווה כ- 200% מהתמ"ג, משמע הגופים המוסדיים גדולים כמעט פי 2 מהתוצר השנתי של המדינה, וקצב הגידול השנתי שלהם מהיר מקצב גידול התוצר.

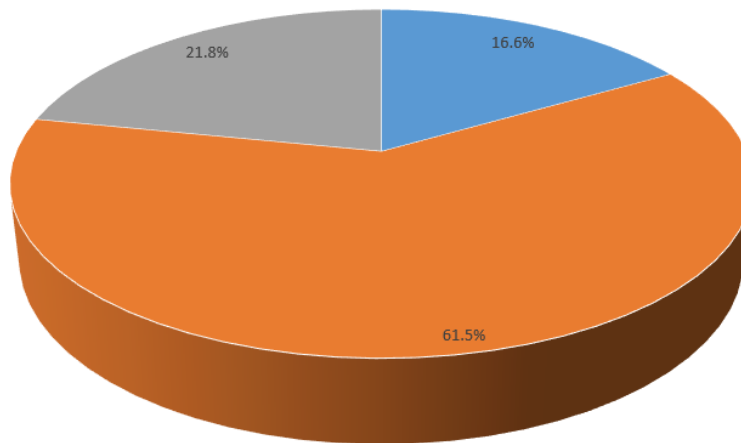
בנוסף הוצגו לצוות נתונים על מספר הגופים המנהלים במשק, מהם ניתן ללמוד כי מספר הגופים המנהלים קטן לאורך השנים בעוד שסך הנכסים המנוהלים במשק גדל. כיום

במשק, רק כ- 11 גופים מנהלים כ- 90% מסך הנכסים המנוהלים; וחמשת הגופים המנהלים הגדולים במשק מהווים כ- 80% מהתוצר במשק. לאור הנתונים שהוצגו, הסכימו חברי הצוות עם ההשערה הראשונית כי הגופים המוסדיים נהיים דומיננטיים יותר ויותר בראי המשק הישראלי.

לעניין בחינת השפעת המוסדיים על ההשקעות הריאליות במשק, הוצגו מגמות ומאפיינים הקשורים להשקעות בישראל המבוצעות על ידי 5 חברות הביטוח הגדולות ביותר, המנהלות לבדן כ- 56% מסך כספי המשקיעים בישראל. באבחנה בין השקעות סחירות ללא סחירות, עלה כי חלק הארי של השקעות במניות בישראל, שמבוצעות על ידי חמש חברות הביטוח הגדולות, הינו בהשקעות סחירות. עם זאת, קיימת מגמת עלייה בשיעור ההשקעות הלא סחירות, וזאת בדומה למתרחש בכל העולם בשני העשורים האחרונים.

בהסתכלות על פילוח מדד ת"א 35, הבנקים וחברות הביטוח מהווים כ- 30% משווי המדד. שיעור ההחזקה המצרפי של 5 חברות הביטוח הגדולות משווי המדד הוא כ- 16.6%, נתון אשר נמצא גם הוא במגמת עלייה (איורים 10,11). בנוסף, קיימת חשיפה של הגופים המוסדיים לתאגידים ריאליים משמעותיים הנכללים במדד ת"א 35 אם כי זו נמוכה ממשקלם של התאגידים הריאליים המשמעותיים במדד האמור. מנתונים אלו ניתן ללא ספק לומר כי הגופים המוסדיים הם השחקנים העיקריים בבורסה (איור 12).

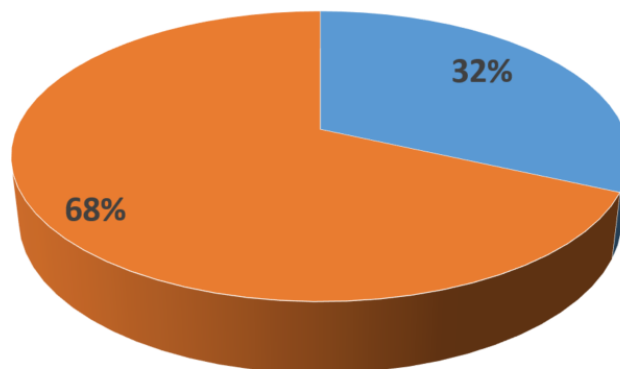
איור 10- פילוח ההחזקה במדד ת"א 35 (נכון ליום 31.12.2021)



משקל החזקת בעלי עניין במדד תא 35 (%) = משקל החזקת הציבור** במדד תא 35 (%) ■ משקל החזקת 5 הגופים המוסדיים הגדולים במדד תא 35* (%) ■

* קבוצת הפניקס, קבוצת כלל, קבוצת הראל, קבוצת מנורה, קבוצת מגדל.
 ** כולל גם גופים מוסדיים שלא נמנים על 5 חברות הביטוח הגדולות (מבחינת היקף נכסים מנהלים).

איור 11- החזקת הציבור במדד ת"א-35 (נכון ל-31.12.2021)

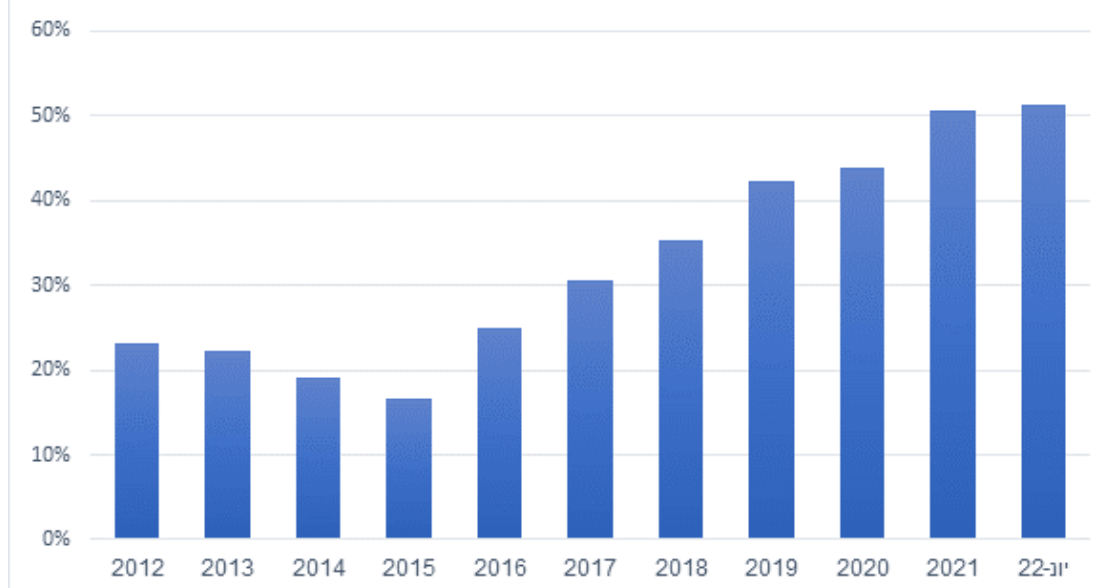


סך החזקת הציבור** במדד תא 35 בניכוי 5 הגופים המוסדיים הגדולים (%) ■ משקל החזקת 5 הגופים המוסדיים הגדולים במדד תא 35* (%) ■ מסך החזקות הציבור

* קבוצת הפניקס, קבוצת כלל, קבוצת הראל, קבוצת מנורה, קבוצת מגדל.
 ** כולל גם גופים מוסדיים שלא נמנים על 5 הגופים המוסדיים הגדולים (מבחינת היקף נכסים מנהלים).

איור 12

נתח מוסדיים מהכמות הצפה במניות



זאת ועוד, לצוות הוצגו נתונים אינדיקטיביים ראשוניים אודות מידת הדמיון בין התיקים המנוהלים על ידי חמש החברות הגדולות, באמצעות השוואת נתח השוק של כל חברה בכל ענף, ביחס לגודלה היחסי בשוק. לפי גישה זו ממצאי רשות שוק ההון הראו שישנו שוני באופן ההשקעה של החברות, בעוד שבחינה שמבוססת על מתודולוגיה אחרת שערכה הרשות לניירות ערך יחד עם בנק ישראל, דווקא הראתה קורלציה גבוהה בתיקי הנכסים המנוהלים על ידי המוסדיים באותם מגזרי פעילות (ביטוח, פנסיה וגמל וכו'). לפיכך מסקנתם של האחרונים הייתה שלא נכון להסתכל על המוסדיים כשמונה גופים נפרדים לחלוטין, היות ותיקיהם דומים.

במסגרת בחינת התחרות הצרכנית בשוק הפנסיה, הוצגו לצוות נתונים המצביעים על ירידה בשיעור דמי הניהול לאורך השנים, ועל ירידה במדד ריכוזיות ותחרות HHI בקרנות הפנסיה החדשות. כמו כן, הוצגה הרווחיות הנמוכה של מגזר הפנסיה כמדד לתחרותיות בענף, והקושי של מתחרים קטנים לייצר רווחיות.

לאור ממצאים אלו, **הצוות השתכנע כי הבעיה אינה טמונה בתחרות צרכנית בענף הפנסיה**. יחד עם זאת, הריכוזיות בה עוסק חוק הריכוזיות אינה נוגעת דווקא בהשלכות ישירות על המחירים לצרכן, אלא בהשלכות נוספות הנוגעות בין היתר להקצאת הון ואשראי במשק, לניגודי עניינים פוטנציאליים, ולדומיננטיות של מספר מצומצם של גורמים ביחס לענפים רבים במשק.

לאחר ניתוח כלל ההיבטים שנבחנו לעיל על ידי חברי הצוות, רובם הסכימו שישנו צורך בהגבלת כוחם של הגופים המוסדיים על ידי הגבלת פעילותם וגודלם. זאת ועוד, הצוות העלה את הצורך להגביר את השקיפות של פעילות המוסדיים בשוק ההון ולהפוך את מהלכי המוסדיים לגלויים וחשופים לביקורת ציבורית.

חרף האמור, כיוון שלא התקבלה החלטה מוסכמת על כל חברי הצוות בדבר ההכרה בריכוזיות הגופים המוסדיים, והבעיות הנגזרות מכך, ממליץ הצוות על עבודת המשך בעניין, לרבות בחינת האפשרות של הקמת ועדה ייעודית לבחינת הנושא.

נספח 1- דעת מיעוט לגבי ריכוזיות הגופים המוסדיים

דעת מיעוט לעניין נושא ריכוזיות גופים מוסדייםספטמבר 2022מבוא

המלצות הצוות לבחינת יישום והשפעת חוק הריכוזיות (להלן – **הצוות**), אותו הסמיך החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013 (להלן – **חוק הריכוזיות**), לבחון את פרק ד' לחוק הריכוזיות העוסק בהפרדה בין תאגידים ריאליים לפיננסים ולהציע תיקונים בחוק בהתאם להתפתחויות במשק הישראלי מאז חקיקתו, הינן בעלות משמעות רבה לכלכלת ישראל, למשק הישראלי ולשוק ההון.

הצוות קיים דיונים מקיפים ומקצועיים במטרה לבחון את השפעת פרק ד' מאז חקיקתו. ככלל, יש בהמלצות הוועדה להביא לשיפורים בחקיקה ולשיפורים בתפקוד המשק הישראלי. רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון (להלן – **הרשות או רשות שוק ההון**) היוותה חלק מהצוות ושותפה למרבית ההמלצות בו. יחד עם זאת, נושא ריכוזיות המוסדיים הוצג בתום עבודת הצוות כנושא נוסף בו בחר הצוות לדון. הרשות הביעה את עמדתה במסגרת הצוות כי הניתוח שהובא בפני הצוות על ידי רגולטור אחר היה חסר וחלקי, לא בוסס כראוי, וכלל פרשנות שגויה ולא מוסכמת להוראות הדין בממשקי העבודה בשוק המוסדי. רשות שוק ההון, כמי שמופקדת על תחומים אלו, הציגה את עמדתה ואת תפיסת עולמה המבוססת על ניסיונה בתחומים אלו. ודוק, לא ניתן לנתח את המשק הישראלי ואת שוק ההון הישראלי תוך הסתכלות צרה רק על הגופים המוסדיים תוך התעלמות משאר המערכת הפיננסית המורכבת מהמערכת הבנקאית, הגופים החוץ בנקאיים, שחקנים זרים, שחקני שוק ההון אחרים וכן שאר המשתתפים מהכלכלה הריאלית בישראל. מאחר ועמדת רשות שוק ההון בנושא זה לא התקבלה בקרב מרבית חברי הצוות, מצאה הרשות לנכון לכתוב עמדת מיעוט בנושא, המשקפת זווית ראייה שונה מהזווית שהוצגה בפני חברי הצוות.

חשיבותה של עמדת מיעוט זו הינה בהצגת זווית הראייה של רשות שוק ההון על המשק הישראלי, על שוק ההון הישראלי ועל פעילותם של הגופים המוסדיים בזירות אלו. לתפיסת הרשות, **ניתוח שגוי של הדברים עלול להוביל למסקנות שגויות שיפגעו בשוק ההון הישראלי ובחוסכים, וכן למיתון היתרונות לגודל הניכרים בניהול כספי ציבור התורמים לציבור החוסכים**. לאור החשיבות שרואה הרשות בנושא זה, החליטה הרשות על כתיבת עמדת מיעוט זו, שמטרתה הינה לנתח את הנושא מנקודת מבטה של רשות שוק ההון, ולהציע את הפתרונות אותן רואה הרשות לשיפור וקידום שוק ההון הישראלי.

בתמצית, העמדה שהוצגה בניתוח האחר עליו הסתמך הצוות גרסה כי כוחם של הגופים המוסדיים התחזק מאוד לאור חובת ההפקדה לפנסיה, בצורה העלולה להביא להקצאת מקורות בצורה לא מיטבית. ממצא זה נסתר, בין היתר, על ידי סקירת בנק ישראל בנושא האשראי העסקי שמצאה כי כניסתם של הגופים המוסדיים הביאה להגדלת גיוון מקורות האשראי העסקי במשק ולהפחתת

הריכוזיות באשראי. בהמשך לכך, הוצגו בפני הצוות מספר סיכונים העלולים להיווצר כתוצאה מטענת הריכוזיות וביניהם: ניגודי עניינים בהקצאת משאבים לא יעילה, הצבעות מוטות באספות כלליות, מינוי דירקטורים בהליך לא שקוף, חלוקת דיבידנדים מופרזת (לא ברור האם של הגוף המוסדי או של החברה המוחזקת). כמו כן, נטען כי קיים סיכון של עירוב כספי הנוסטרו המנוהלים בחברות יחד עם האינטרסים של כספי העמיתים המנוהלים בנאמנות. העמדה שהוצגה בפני הצוות טוענת כי חוסר התחרות בין הגופים גם עלול להביא לפגיעה ברמת המוצרים – באיכות, מגוון ומחירי המוצרים המוצעים לציבור; בנוסף על כך, נטען כי השקעות הגופים המוסדיים דומות למדי (מונוליטיות בהשקעות) כך שהבחינה שהוצגה בפני הצוות מתייחסת לכלל הגופים המוסדיים כמקשה אחת בנושא ניהול הכספים, ולא כשחקנים בלתי תלויים המתחרים זה בזה. נטען כי השקעות דומות למדי עלולות להביא לסיכון סיסטמי למשק הישראלי וכי הדבר פוגע בסחירות ובנזילות של הבורסה הישראלית.

בפתח הדברים נציין כי הרשות תומכת ומעודדת את התחרות בתחום הפיננסי ופועלת כל העת לקידום התחרות הצרכנית ולשכלול המסחר בשוק ההון. **הרשות שמחה כי הצוות קבע, לאחר הנתונים שהוצגו לו, כי אין בעיה צרכנית בתחומי החיסכון ארוך הטווח והביטוח. טענה המגובה באינדיקטורים רבים המעידים על עוצמת תחרות גבוהה, בפרט ביחס לשאר המערכת הפיננסית.** לא זו אף זו, הרשות מעודדת כניסת שחקנים חדשים (במהלך בשנה האחרונה פעילות הרשות הובילה להקמת שתי קרנות פנסיה חדשות, קופת גמל חדשה וחברת ביטוח חדשה המציעה פוליסות ביטוח חיים); לרבות עידוד כניסת שחקנים זרים, וזאת על אף ששחקנים זרים אינם ששים להיכנס לתחום בישראל. יש לציין כי רק בשנה האחרונה גוף מוסדי החל להציע פוליסות חיסכון המנוהלות על ידי חברת ניהול ההשקעות הבין לאומית – BlackRock, וזאת לאחר שחברה זו הפסיקה את פעילותה הקצרה בשוק קרנות הסל, ככל הנראה לאור היעדר תחרות בתחום שיווק הקרנות וכשלים בהפצת מוצרים בענף זה. כמו כן, **הרשות תומכת בקידום ושכלול המסחר בשוק ההון מתוך הבנה כי מרבית הציבור הרחב חשוף לשוק ההון בעיקר באמצעות השקעות המבוצעות על ידי הגופים המוסדיים; הרשות מעודדת פיתוח השוק ומכשירי השקעה חדשים, הגברת אפשרויות החיסכון של אזרחי המדינה ואת קידום המשק הישראלי ופיתוחו.**

עמדת מיעוט זו תנתח בקצרה את שוק ניהול כספי הציבור הישראלי, שכן ניהול הכספים המבוצע באמצעות הגופים המוסדיים מבוסס על מוצרי החיסכון לטווח ארוך המהווים את הבסיס לטענות על התחזקות הגופים המוסדיים. לעמדת הרשות, ככל וקיימת תחרות על הצרכן במוצרים אלו, הרי שזו מתבטאת גם בתחרות בין הגופים המוסדיים בתחום ההשקעות. במסגרת הניתוח להלן, הרשות תציג נתונים על מבנה השווקים השונים, רמת הריכוזיות ועוצמת התחרות. לאחר מכן, הרשות תתייחס לנושאי ניהול ההשקעות של הגופים המוסדיים לרבות הוראות הדין בתחומים אלו, המביאות להפרדה בין ניהול השקעות העמיתים לניהול השקעות הנוסטרו.

לבסוף, הרשות תנתח את הדרכים שלעמדתה יביאו לקידום שוק ההון הישראלי. בתמצית, הרשות מאמינה כי יש להגדיל את שיעורי ההשתתפות של שאר השחקנים בשוק ההון על ידי ביצוע רפורמות ותיקוני חקיקה שיביאו להגברת הביקוש להשקעות ולהגדלת היצע מכשירי ההשקעה.

1. שוק ניהול כספי הציבור הישראלי

ניהול כספי הציבור הישראליים מבוצע על ידי גופים מוסדיים (חברות ביטוח וחברות מנהלות קרנות פנסיה וקופות גמל) באמצעות מספר מכשירי חיסכון בעלי מאפיינים שונים כמו חובת הפקדה; עצם קיומו וסוג הביטוח הנלווה לחיסכון; הטבות מס; תקרת הפקדה וכולי. להלן חלוקה עיקרית בין מכשירי חיסכון אלו:

- **ענף הפנסיה:** כולל בתוכו קרנות פנסיה חדשות הפועלות בשיטת צבירת נכסים (Defined Contributions) ופתוחות להצטרפות כלל הציבור; קרנות פנסיה ותיקות הפועלות בשיטת צבירת זכויות (Defined Benefits) וסגורות להצטרפות עמיתים חדשים.

- **ענף קופות הגמל:** ענף זה כולל בתוכו מכשירי חיסכון לקצבה (גמל לחיסכון) הפתוחים לכל הציבור, ומכשירי חיסכון לטווח הבינוני כמו קרנות השתלמות, קופות גמל לפיצויים, קופות גמל להשקעה וקופות גמל הוניות (שהינן קופות גמל ותיקות שמאפשרות משיכת כספים בצורה הונית).

- **ענף ביטוחי החיים:** ענף זה כולל פוליסות ביטוח מתקופות שונות, כאשר חלק פתוחות להצטרפות כלל העמיתים וחלקן סגורות לעמיתים חדשים (ביניהן קיימת גם חלוקה מקובלת בין פוליסות בעלות מקדמים מובטחים ופוליסות בעלות תשואה מובטחת). כמו כן, בענף זה קיימות פוליסות חיסכון שהינן מכשיר השקעה לטווח הבינוני והן פתוחות להצטרפות כלל הציבור, וכן מכשירי ריסק חיים בלבד ללא מרכיב חיסכון.

ענפים אלו הינם הבסיס להשקעות אותן מבצעים הגופים המוסדיים. חוסכים יכולים לבחור לחסוך את כספיהם בין שלושת החלופות הקיימות, למעט במקרי קצה, המתוארים לעיל בהרחבה, בדרך כלל במוצרים ישנים. בשלושת העשורים האחרונים, החיסכון הפנסיוני עבר תמורות רבות. ביניהן, הרגולציה השתנתה, המוצרים שינו את פניהם ומבנה השוק השתנה. מטרת השינויים והרפורמות הייתה למקסם את החיסכון הפנסיוני לאזרח, המהווה את הכנסתו העיקרית בעת פרישה, תוך שמירה על זכויותיו, רמת תחרות גבוהה, שירות טוב וכן פיתוח שוק ההון הישראלי והמשק הישראלי.

בין השינויים המשמעותיים בתחום זה ניתן למנות את ביטול אגרות החוב המיועדות לקופות הגמל ולביטוחי החיים; הפסקת ההצטרפות לקרנות הפנסיה הוותיקות שפעלו בשיטת צבירת זכויות (DB) ומעבר לשיטת פנסיה צוברת (DC); רפורמה בקרנות הפנסיה הוותיקות שבהסדר שכללה סיוע של המדינה לצד קיצוץ זכויות במטרה לשמור על איזון אקטוארי; מכירת קופות הגמל וקרנות ההשתלמות מהבנקים לחברות הביטוח ובתי ההשקעות במטרה להתמודד עם הריכוזיות הבנקאית ("רפורמת בכר"); כניסתו לתוקף של צו ההרחבה לביטוח פנסיוני במשק שקבע לראשונה חובת הפקדה לכלל השכירים במשק ועצירת האפשרות למשיכת כספים פנסיוניים בצורה הונית; ביטול המקדמים המובטחים בביטוחי החיים; הפעלת המסלקה הפנסיונית; כניסתן לתוקף של זכות הבחירה של החוסך ומסלולי השקעה תלויי גיל ועוד. רק בשנה האחרונה העבירה הממשלה רפורמה למעבר שיטת הבטחת תשואה חלף הקצאת אגרות חוב מיועדות והעלאת גיל הפרישה לנשים.

יובהר כי כתוצאה מרפורמת בכר, בה מכרו הבנקים את קופות הגמל לחברות הביטוח ובתי ההשקעות, וכתוצאה מכניסת צו ההרחבה לפנסיה חובה,⁷⁰ הגופים המוסדיים התחילו לנהל כספים בשיעור הולך וגדל. מבנה השוק גרם לכך שחברות שהיו קיימות בשנות ה-90 ושנות האלפיים נהנו

⁷⁰ צו הרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק.

מיתרונות ביחס לחברות חדשות שקמו לאחר מכן ונהנו מיתרונות לגודל של כניסת כלל השכירים במדינה לחיסכון הפנסיוני.

לאור האמור לעיל, ניתן לראות כי בשלושים השנים האחרונות ענפי החיסכון עברו שינויים רבים, רפורמות משמעותיות ופיקוח הדוק שהביא לכך ששוק החיסכון היום הינו תחרותי **ברמה גבוהה, בעל מספר שחקנים גדול בהשוואה לגודל עוגת הנכסים המנוהלים, בהשוואה לשווקים אחרים, בשוק הישראלי והן בהשוואה בין לאומית**. בהמשך, נסקור נתונים המעידים על מידת התחרות בענפים אלו כמו מחירי המוצרים, חסמי מעבר, טיב השירות ועוד.

א. מדדי ריכוזיות

קיימים מספר מדדים כמותיים המבוססים על נתחי שוק של החברות הפועלות בענף לבחינת רמת הריכוזיות בו. בין מדדים אלו ניתן למצוא את מדד HHI המתקבל על ידי סכמת ריבועי נתחי השוק של כל הגופים בענף. הערך המרבי של מדד HHI – 1, מתקבל כאשר פירמה בודדת שולטת בכל השוק. גישות שונות מגדירות ערכים שונים המתקבלים במדד בצורה שונה. כך לדוגמא, על פי משרד המשפטים האמריקאי, האחראי על היבטים של הגבלים עסקיים, ענף נחשב תחרותי כל עוד ערך המדד הינו נמוך מ-0.15. בתוצאות שבין 0.15-0.25 שוק נחשב ריכוזי בצורה בינונית ובתוצאות הגבוהות מ-0.25 שוק נחשב ריכוזי במידה גבוהה. מדד נוסף הינו CR המייצג את נתח השוק של 3, 5 ו-10 הפירמות הגדולות בענף. זאת, על ידי סכמה של נתח השוק (מתוך סך הנכסים/ פרמיות/ הפקדות) של כל חברה מבין החברות הנמדדות (3,5,10). ככל שהמדד נמוך יותר, נתח השוק של הפירמות הגדולות נמוך והשוק פחות ריכוזי. להלן מדדי הריכוזיות המפורסמים בדוח הפעילות השנתי של הרשות:

לוח 1 – מדדי ריכוזיות בענפי חיסכון ארוך טווח⁷¹

ענף גמל	2020	2019	2018	2017	2016	2015
CR3	0.42	0.39	0.37	0.35	0.34	0.34
CR5	0.56	0.55	0.53	0.51	0.49	0.49
HHI	0.1	0.09	0.08	0.07	0.06	0.07
ענף ביטוח חיים	2020	2019	2018	2017	2016	2015
CR3	0.59	0.62	0.64	0.62	0.62	0.62
CR5	0.88	0.88	0.89	0.87	0.9	0.9
HHI	0.17	0.17	0.18	0.17	0.17	0.17
ענף קרנות פנסיה	2020	2019	2018	2017	2016	2015
CR3	0.64	0.67	0.69	0.69	0.68	0.67
CR5	0.87	0.9	0.93	0.94	0.95	0.95
HHI	0.18	0.18	0.2	0.2	0.2	0.2

ניתוח תוצאות הלוח לעיל מעלה כי מבחינת מדד HHI, ענף קופות הגמל מאופיין ברמת ריכוזיות נמוכה ונחשב לענף תחרותי מאוד. ענף ביטוח החיים וענף קרנות הפנסיה מאופיינים כבעלי ריכוזיות ברמה בינונית. יחד עם זאת, יש לציין כי בענף קרנות הפנסיה המדד נמצא במגמת

⁷¹ נתונים מתוך דוחות הממונה על שוק ההון

ירידים מובהקת בשנים האחרונות וענף ביטוח החיים מתאפיין במוצרים רבים בהם אין כדאיות מעבר למוצרים החדשים, ועל כן רמת הריכוזיות בו יחסית קבועה.

ניתוח מדד CR מראה כי ענף הגמל אכן ענף תחרותי, חמשת החברות הגדולות בענף מנהלות כמחצית מהכספים בענף. יתר על כן, לעמדת הרשות ניתוח תוצאות המדד מצביעה על **התפתחות התחרות מ-3 החברות הגדולות אל עבר 5-10 החברות הגדולות בכל ענף**. דהיינו, **חברות נוספות הצליחו לגדול ולצמוח בשוק הישראלי בשנים האחרונות. למותר לציין שתופעה כנסקרת לעיל אינה יכולה להתקיים בשוק ריכוזי וחסר תחרות**. תוצאה דומה אם כי איטית יותר נצפית גם בענפי הפנסיה והביטוח.

עוד נסביר כי התפתחות התחרות לכיוון חברות נוספות בכל ענף תואמת את הממצאים של רשות שוק ההון על הגידול בעוצמת התחרות, על פני כל האינדיקטורים התחרותיים וזאת כתוצאה מרפורמות רבות שהונהגו במשרד האוצר וברשות שוק ההון במהלך השנים האחרונות, עוד מימיה כאגף שוק ההון במשרד האוצר.⁷² יחד עם זאת, יש לקחת בחשבון את מבנה הענף המבוסס על ניהול כספים הצוברים תשואה בכל שנה. בענף כזה, גופים בעלי נתח שוק גדול בניהול הנכסים שומרים על כוחם בקלות רבה יותר לעומת גופים קטנים. זאת ועוד, קיימים מוצרי חיסכון ישנים בהם לא ניתן לנייד את הכספים כתוצאה מהוראות הדין שהיו קיימות באותה העת (כמו קרנות פנסיה ותיקות או ביטוחי חיים מבטיחי תשואה), או שלא קיימת הצדקה כלכלית לחוסך לוותר על הבטחה שניתנה לו במסגרת חוזה החיסכון. מסיבה זו, הירידה ברמות הריכוזיות היא איטית, אולם מדובר במגמה קבועה ומובהקת בעשור האחרון.

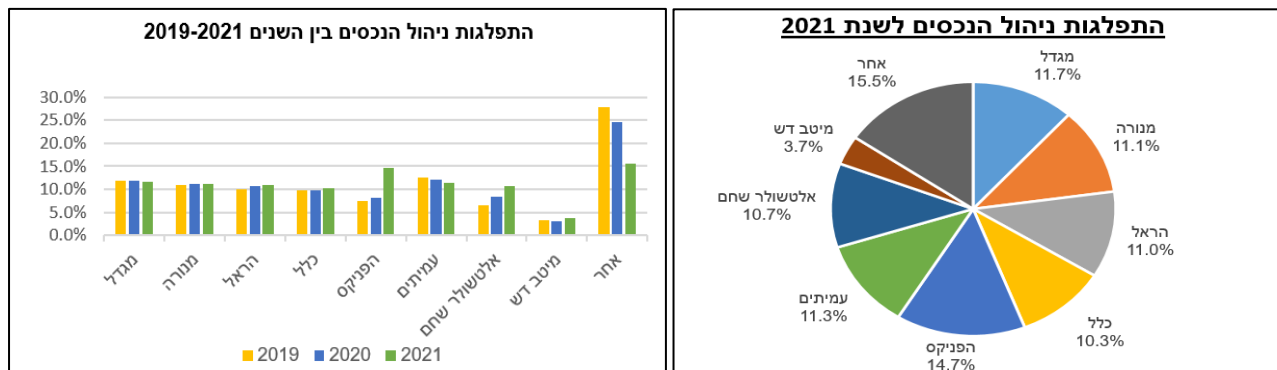
דוגמא רלוונטית לצמיחת שחקנים חדשים בענפים אלו הינה בית ההשקעות אלטשולר שחם. בית ההשקעות קם בשנת 1990 והשיק את קופת הגמל הראשונה שלו בשנת 2002. כפי שיתארו הנתונים הבאים, 20 שנה מאוחר יותר, אלטשולר שחם היה לגוף המוסדי בעל נתח השוק הגדול ביותר בענף הגמל ולאחד מבין 7 הגופים המוסדיים הגדולים ביותר מבחינת היקף נכסים מנוהלים. זוהי רק דוגמא אחת מיני רבות לשחקנים חדשים שפרצו וגדלו בשוקי החיסכון.

לעמדת הרשות, בענפים ריכוזיים ובעלי עוצמת תחרות נמוכה, מתחרה חדש לא היה יכול להגיע לתוצאות אלו. ניתן להשוואות זאת לענפים פיננסיים אחרים כמו ענף הבנקאות או ענף הברוקראז', בו לא הצליחו מתחרים חדשים לקבל נתחי שוק משמעותיים בעשרות השנים האחרונות ולעיתים אף לא קמו מתחרים חדשים כלל.

ב. בחינת נתחי השוק

התרשימים שלהלן מתארים את התפלגות ניהול חסכוניות הציבור בקרב הגופים המוסדיים ביחס לכלל כספי החיסכון בכלל המוצרים. ניתן לראות כי 7 הגופים הגדולים הם בעלי נתחי שוק דומים של בין 10-15 אחוזים, כאשר נתח השוק הממוצע הינו 11%. נציין כי הגידול של

הפניקס ואלטשולר שחם בשנת 2021 מבוסס על מיזוג של פעילות הלמן אלדובי ופסגות בהתאמה (זוהי גם עדות לכך שגופים קטנים מתקשים לפעול בתנאי שוק כה תחרותיים). כמו כן, מלבד הגופים המוכרים, יש לציין כי ענף הגמל כולל מספר רב של שחקנים קטנים. עוד יש לציין כי לצד המיזוגים, הוקמו גם קרנות פנסיה חדשות במהלך שנת 2022 בניהולן של מור בית השקעות ובית ההשקעות אינפניטי. זאת ועוד, בשנה האחרונה הוקמו עוד חברות מנהלות לקופות גמל וכן חברה חדשה קיבלה רישיון לשיווק קופות ביטוח.

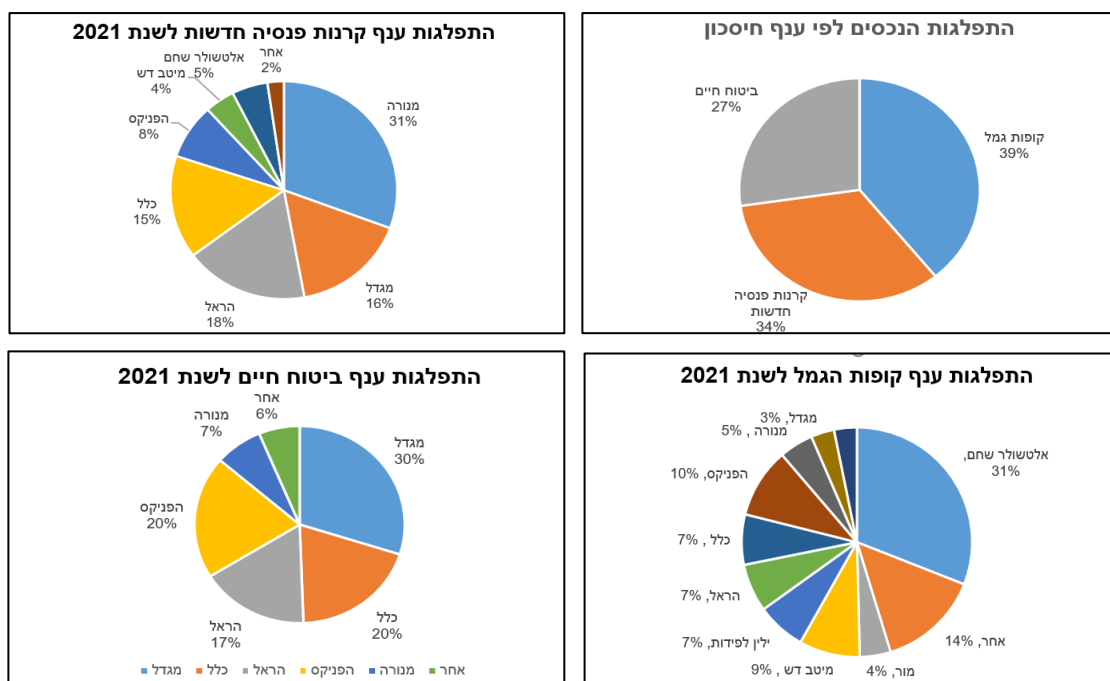


התפלגות ניהול הנכסים הכללית (קרנות פנסיה, קופות גמל וקופות ביטוח) מראה כי אין דומיננטיות לחברה אחת והתפלגות הנכסים היא שוויונית באופן יחסי בין 7 גופים מוסדיים גדולים.

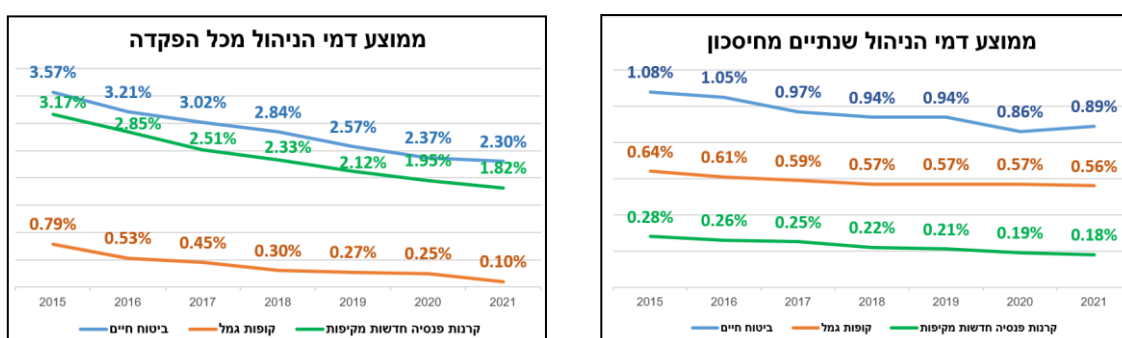
ג. התפלגות הנכסים בתוך ענפי החיסכון

בחינת התפלגות הנכסים ברמת ענפי החיסכון השונים – קרנות פנסיה, קופות גמל וקופות ביטוח, מראה כי בכל ענף קיים גוף מוביל אחר. התפלגות הנכסים בתוך הענפים אינה ריכוזית וחלקה נובעת ממבנה השוק הישן, בו פעלו מספר קטן של חברות. כך, **בענף הפנסיה מנורה היא הגוף המוביל אולם באותו הזמן שיעור ההצטרפות לקרנות הנבחרות, המורכבות מבתי ההשקעות בענף, הייתה 56% מכלל המצטרפים החדשים בשנת 2021. על כן, המגמה הצפויה היא המשך קיטון הריכוזיות בענף זה.** ענף הגמל הינו הענף בעל חסמי המעבר הנמוכים ביותר בשל היעדר אפשרות הביטוח המובנה ובשל העובדה כי הוא כולל מוצרים בעלי מח"מ קצר יותר מאשר קרנות פנסיה וקופות ביטוח ובהתאם הינו ענף המאופיין בתחרותיות גבוהה. ענף ביטוח החיים, בו החברה הדומיננטית הינה חברת מגדל, נחשב לענף בעל חסמי המעבר הגבוהים ביותר. עובדה זו מיוחסת לכך שמוצרי הביטוח הישנים כללו הבטחות תשואה והבטחות מקדם אשר מונעות מהחוסכים לנייד את כספם למוצרים אחרים בהם יפסידו הבטחות אלו. גם ענף זה הינו בעל שיעורי נתחי שוק יחסית שוויוניים בין החברות השונות.

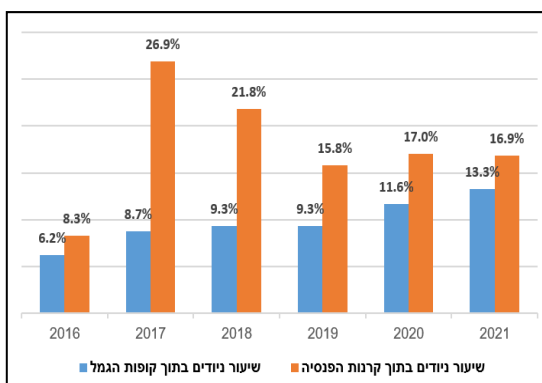
ד. מדידת עוצמת התחרות - מחירי המוצרים יורדים וטיב השירות עולה



רמת הריכוזיות בענף אינה מעידה בהכרח על עוצמת התחרות בענף, הנמדדת על פי פרמטרים המתאימים לכל ענף. בענפי המוצרים, הפרמטרים המעידים על עוצמת התחרות בענף הינם דמי הניהול, חסמי המעבר, רמת השירות, ותשואות המוצרים. ככלל, מחיר המוצר הינו פרמטר משמעותי בבחינת עוצמת התחרות. בשנים האחרונות אנו עדים לירידה משמעותית בדמי הניהול השנתיים מחיסכון (איור ימני) בכל הענפים. כמו כן, בשנים האחרונות הייתה ירידה מובהקת בדמי הניהול מכל הפקדה (איור שמאלי) בכל הענפים במהלך שש השנים האחרונות. **ירידת המחירים מצביעה על שוק תחרותי שבו ללקוחות כוח מיקוח משמעותי.**



בחינה של חסמי המעבר, על ידי שיעורי הניידות של החוסכים, ניתן להבחין כי שיעורי הניידות בקרנות הפנסיה וקופות הגמל הינם גבוהים ובמגמת עלייה. נציין כי לרמות נידוד גבוהות ישנו מחיר, והן עלולות להסב הפסדים לחוסכים מאחר שהן מביאות לתיקי השקעות



לא אופטימליים בשל הצורך בשמירה על נזילות לצרכי הניידים. מהתרחשים לעיל ניתן לראות בענף קרנות הפנסיה החדשות כי שיעורי המעבר עלו לאורך השנים ובמהלך ארבע השנים האחרונות עומדים על 17% מהעמיתים בשנה (בשנת 2017 הושקה רפורמת הנייד החופשי בתחום הפנסיוני ולכן בשנה זו השיעור גבוה יותר).

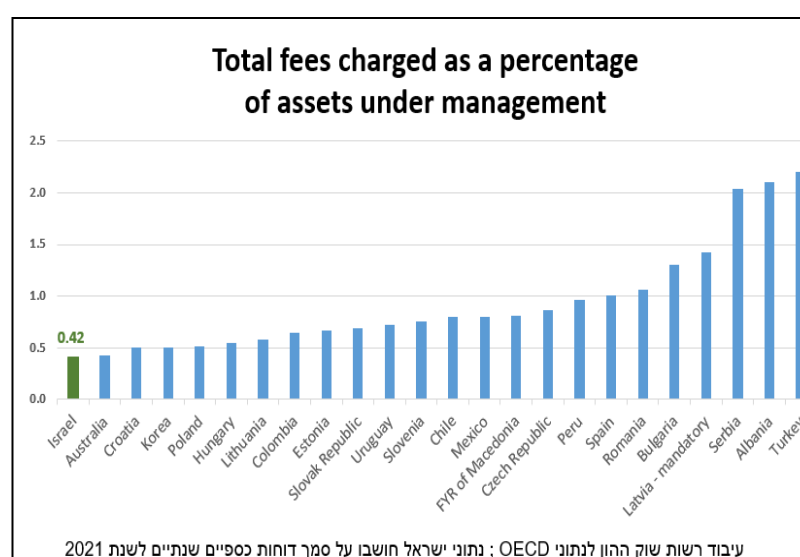
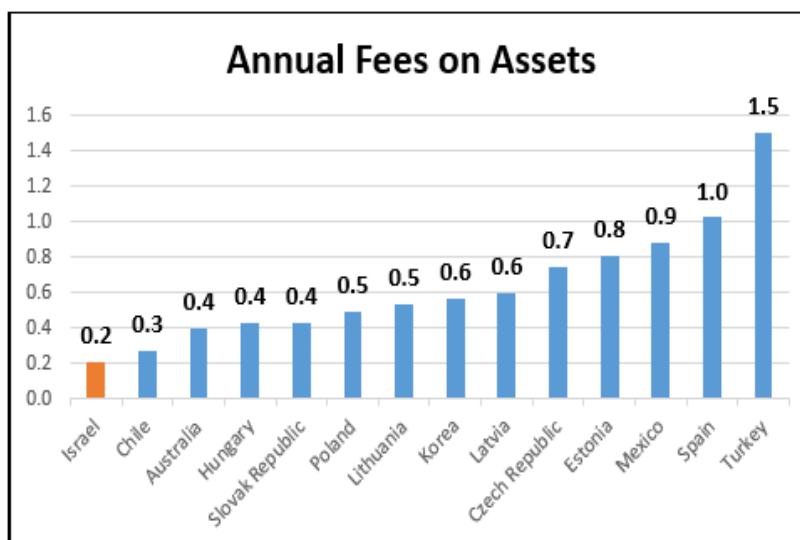
אינדיקטור נוסף המאפשר להבחין בעוצמת התחרות הינו תוצאות מדד השירות, המעיד על שוק תחרותי בו הגופים מתחרים על כל לקוח ולכן חשיבות נושא השירות, המתבטא בציון החברות עולה משנה לשנה. מדד זה מפורסם באופן שנתי על-ידי הרשות בדוח הפעילות השנתי. מדד השירות מחושב לכל ענף ביטוח וחיסכון בנפרד וכולל מספר מרכיבים צרכניים המעידים על טיב השירות הניתן ללקוחות, כך לדוגמא, שיעור תשלום התביעות, זמני המענה של נציגי השירות ומידת שביעות הרצון של הלקוח, מספר פניות הציבור שהתקבלו ברשות וכדומה. התוצאות מראות כי הציון הממוצע במדד השירות של כל ענף נמצא במגמת עלייה מאז הושק המדד והחברות נמצאות בתחרות גדולה מאוד ביניהן על טיב השירות (עדות לכך היא מידת הפרסום של המדד על ידי החברות המובילות בו לאחר פרסומו).

האינדיקטורים כאמור מהווים עדות לעוצמת התחרות הגבוהה בשוק. הירידה בדמי הניהול לצד שיעור הניידים הגובר מעידים כי לצרכן יש כוח מיקוח וחסימי מעבר נמוכים יחסית, המתבטא בתחרות על תשואות, מחיר ורמת השירות. כמו כן, עצם קיומה של אפשרות המעבר מגדילה את כוחו של הצרכן גם ללא ביצוע נייד הכספים.

ה. השוואה בין לאומית

השוואה רלוונטית לשוק הישראלי ניתן למצוא בפרסום של ה-OECD משנת 2019 אשר במסגרתו פורטת השוואת דמי הניהול בין מדינות נבחרות, ומספק השוואה מהימנה ורלוונטית לרמת התחרותיות הגבוהה השורר בישראל⁷³. לאור השוני במבנה דמי הניהול בין המדינות, ארגון ה-OECD מודד את סך דמי הניהול הנגבים מהלקוחות מתוך סך הנכסים המנוהלים. **ניתן לראות כי במדינת ישראל דמי הניהול מהנכסים בקרנות הפנסיה החדשות הם בין הנמוכים ביותר בהשוואה בין לאומית.**

לאור האמור לעיל, הצרכן הישראלי נהנה מהורדה מתמדת בדמי הניהול שמתבטאת בשיעור דמי ניהול נמוכים בהתאם בסטנדרטים בינלאומיים. לעמדת הרשות, לא סביר כי התנהלות כאמור תתרחש בשוק ריכוזי וחסר תחרות.

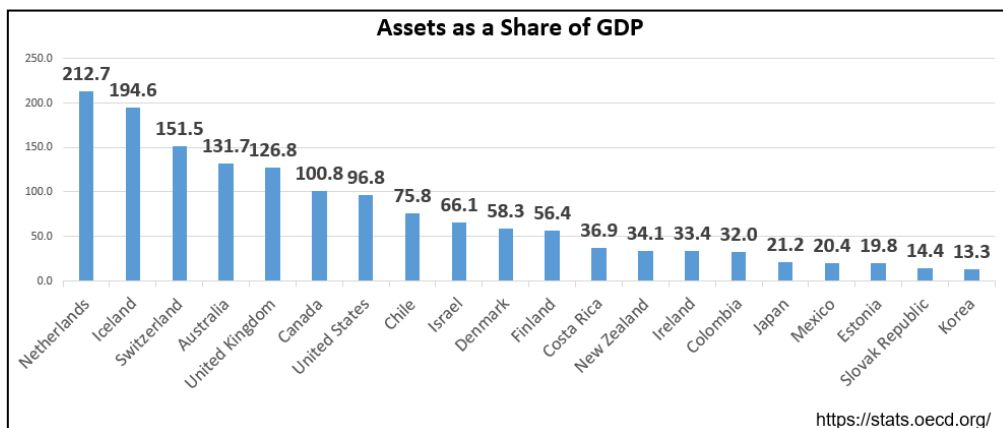


עדות נוספת לאיכותה של מערכת הפנסיה הישראלית היא הציון של מדינת ישראל בדוח חברת המחקר Mercer⁷⁴ וארגון ה- (CFA) The Chartered Financial Analyst, שהינו הדוח הנחשב ביותר לדירוג איכות מערכות פנסיה בין לאומיות. **מערכת הפנסיה הישראלית דורגה במקום הרביעי בעולם, לאחר המדינות הולנד, איסלנד ודנמרק. הדוח בוחן פרמטרים שונים כמו שיעור ההפרשות, זכויות העמיתים, רמת הרגולציה והשמירה על הקניין האישי, היקף החיסכון הצבור ביחס לתמ"ג ועוד.**

לבסוף, המדד של סך הנכסים בקרנות הפנסיה לתוצר הלאומי גולמי הינו המדד המרכזי בו מדינות נבחנות ביחס לכיסוי הניתן לאזרחים לתקופת הפנסיה. בעוד בעבודת הצוות הוצגו מדדים תיאורטיים שונים של סך הנכסים המנוהלים ביחס לאינדיקטורים שונים, ארגון ה-OECD יחד עם ארגונים בין לאומיים אחרים מתמקדים בסך הנכסים המנוהלים ביחס לתמ"ג. כפי שניתן לראות בנתונים המעודכנים ל-OECD, שיעור הנכסים בקרנות הפנסיה ביחס

⁷⁴ <https://www.mercer.com/our-thinking/global-pension-index-2021.html>

לתל"ג בישראל אינו בין הגבוהים במערב. יתרה מזו, הולנד ואיסלנד, מדינות המדורגות בצמרת מערכות הפנסיה במדד Mercer, יש בהן פי 3 ו-4 נכסים בקרנות הפנסיה ביחס למדד.



המסקנה העולה מכלל הנתונים היא, שמהבחינה הצרכנית של המוצרים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים קיימת רמת תחרות גבוהה. נתחי השוק של הגופים המוסדיים הם באופן יחסי שווים ולא קיים שחקן אחד אשר נתח כספי ציבור החוסכים המנוהל על ידו הינו חריג. מדדי הריכוזיות מציגים מגמות של ירידה לאורך השנים, אינדיקטורים כמותיים מצביעים על עוצמת תחרות גבוהה הנמדדת בירידה עקבית של דמי ניהול ועל חסמי מעבר נמוכים של לקוחות בין המוצרים. כלומר, כוחו של הצרכן הוא גבוה יחסית מול הגוף המוסדי. זאת לצד כניסתן של חברות חדשות לענפי הפנסיה, הגמל וביטוחי החיים. בהשוואה בין לאומית, מערכת הפנסיה הישראלית הינה זולה ואמינה, דבר המצביע גם הוא על רמת תחרות גבוהה ועל ריכוזיות נמוכה.

2. ניהול כספי החיסכון הציבורי – הפרדת כספי עמיתים והשפעה על שוק ההון

בין הסיכונים שהוצגו בפני הצוות, הועלה חשש לערבוב האינטרסים בין כספי החוסכים לבין כספי הנוסטרו של הגופים המוסדיים. **כבר בתחילת הדברים נדגיש כי הוראות הדין קובעות כי ישנו איסור לערבב בין כספי הנוסטרו לכספי העמיתים וכי כללי הרגולציה מפרידים בין ניהול כספי העמיתים לכספי החברה.**

א. ועדת השקעות עמיתים – תפקידים מרכזיים

נסביר כי ועדת השקעות עמיתים הינה אורגן משמעותי בתהליך ניהול ההשקעות של הגופים המוסדיים המנהלים את כספי העמיתים. תפקידה העיקריים של ועדת השקעות הינם קביעת מדיניות ההשקעות במסגרת מדיניות ההשקעה הכוללת שקבע הדירקטוריון וקביעת אמות מידה לבחינת יישומה; קביעת סוגי עסקאות הטעונות את אישורה מראש של הוועדה טרם ביצוען; קביעת שיעורי החזקה בניירות ערך מסוגים שונים הטעונים אישור כאמור טרם רכישתם וקביעת נכסי הבסיס של אופציות וחוזים עתידיים שניתן לרכוש או להנפיק; הנחיית בעלי התפקידים העוסקים בהשקעות קופת הגמל, ביישום מדיניות ההשקעות שנקבעה ופיקוח עליהם; גיבוש כללים ונהלים לניהול קופת הגמל; קבלת החלטות הנוגעות לשימוש באמצעי שליטה בתאגידים, המוחזקים בקופת הגמל וביצוע כל תפקיד אחר שיטיל עליה הדירקטוריון או הממונה ועוד.⁷⁵ בנוסף לכך, יש לציין כי בדין נקבעו הוראות שונות להבטחת רמת כשירות נאותה, מניעת ניגודי עניינים של חברי הוועדה, הגברת עצמאותם ואי תלותם.⁷⁶ בשל מרכזיותה של ועדת ההשקעות בפעילותו של הגוף המוסדי, בשל ניגודי העניינים הפוטנציאליים בתפקידי חבריה וכדי לוודא כי חברי ועדת ההשקעות יפעלו לטובת ציבור החוסכים בלבד⁷⁷, **נקבע כי רוב חברי ועדת השקעות יהיו "נציגים חיצוניים" – מי שהם בעלי כשירות לכהן כדירקטורים חיצוניים.**⁷⁸ בנוסף, מטעמים אלו, נאסרה כהונה כחבר ועדת השקעות עמיתים על מי שיש לו ניגוד עניינים בדרך של קבע, או במקרים בהם עיסוקיו האחרים עלולים לפגוע ביכולתו לכהן כחבר ועדה. הלכה למעשה, נאסר על חבר ועדת השקעות בגוף מוסדי לכהן כחבר ועדת השקעות בגוף מוסדי אחר, אלא אם כן הגופים המוסדיים בהם הוא מכהן נמנים על אותה קבוצת משקיעים.⁷⁹ עוד נקבע בהוראות הדין⁸⁰, כי מספר חברי הוועדה לא יפחת משלושה ולא יעלה על שבעה, ויהיה אי-זוגי⁸¹, וכי על חבר ועדת השקעות להיות בעל ניסיון בתחום שוק ההון במשך שנתיים לפחות.⁸²

⁷⁵ סעיף 11(ב) לחוק הפיקוח על קופות הגמל.

⁷⁶ סעיף 41ה5 לתקנות מס הכנסה וסעיף 12(א) לחוק הפיקוח על קופות הגמל.

⁷⁷ ראה דברי הסבר לסעיפים 11-12 הצעת חוק הפיקוח על קופות הגמל, ה"ח 175.

⁷⁸ סעיף 11(א) בחוק הפיקוח על קופות הגמל וסעיף 41ה(א) בחוק הפיקוח על הביטוח.

⁷⁹ סעיף 41ה3(ו) בתקנות מס הכנסה.

⁸⁰ סעיף 41ה3(ד) בתקנות מס הכנסה.

⁸¹ סעיף 41ה3(ד) בתקנות מס הכנסה.

⁸² סעיף 41ה5(ב) בתקנות מס הכנסה.

כמו כן, חובות האמונים והזהירות של חברה מנהלת ושל העוסקים מטעמה בניהול נכסי קופות הגמל עוגנו בסעיף 3 לחוק קופות הגמל,⁸³ והן תולדה של ועדות ציבוריות שהצביעו על החשש כי ניהול כספי אחרים, בתחום שבו פערי הכוח והידע מהותיים עלול להיות נגוע בניגודי עניינים.⁸⁴ הסעיף קובע כי החברה המנהלת והעוסקים בניהול ההשקעות מטעמה כפופים לשלוש חובות אמון מוגדרות – החובה לפעול באמונה ובשקידה לטובת העמיתים; החובה שלא להפלות בין עמיתים והחובה לשים את טובתם של העמיתים לפני כל עניין או שיקול אחר.⁸⁵ בנוסף לכל האמור לעיל, נקבע בהוראות הדין כי קיימת חובה להפריד בין נכסי הגוף המנהל לבין נכסי החוסכים.⁸⁶ וכן איסור על ביצוע עסקאות בין כספי המשתתף לבין כספי הנוסטר.⁸⁷

כאן המקום לציין כי הרשות פרסמה ביום 31 בינואר 2022 נייר מדיניות בנושא ועדות השקעה עמיתים השוטחת את השינויים הנדרשים לשיטתה בהגדרת מטרותיה, תפקידה ופעילותה של ועדת השקעות וכנגזרת גם בהרכבה ובכשירות חבריה. בקליפת אגוז, העמדה פורטת שלושה היבטים מרכזיים שנדרש להתאים לתמורות שהתחוללו בתחום, היבטים אלו מבטאים את תפיסת רשות שוק ההון, לפיה ועדת השקעות נועדה לשמש כנציגתו של ציבור החוסכים, ולפעול לטובת עניינו של ציבור זה בלבד. בה בעת, מודגש הצורך למקד את תפקידה של הוועדה כגורם המפקח על ניהול ההשקעות על-ידי הגוף המוסדי לטובת החוסכים, ולא כגורם המעורב בניהול ההשקעות בפועל.⁸⁸ בין היתר, הרשות קובעת בעמדתה כי ועדת ההשקעות תהייה אחראית באופן עצמאי ובלעדי על גיבוש מדיניות ההצבעות גל הגוף המוסדי באספות כלליות של חברות ציבוריות, ועל קבלת ההחלטות כיצד להצביע באספות האומרות, כך שהחלטתן ישקפו את טובתם של החוסכים בלבד. קביעה זו הגיעה לאחר ביקורת רחבה שבוצעה ברשות ומצאה כי לאור חובת ההצבעה של הגופים המוסדיים, רבים מהם משתמשים ביעוץ חיצוני בתחום זה, באופן שהביא לחששות כבדים לניגודי עניינים של אותו יועץ חיצוני.

ב. תחרות בין הגופים המוסדיים על התשואות

טענה אחרת, שהועלתה בפני הצוות, הינה כי יש לראות את הגופים המוסדיים כמקשה אחת וזאת בגלל דמיון ההשקעות בתיקים שלהם. על אף שטיעון זה לא בוסס כלל במסגרת עבודת הצוות, ולא הוצגו נתונים אמפיריים בנושא, הרשות ביצעה בחינה ראשונית של הדבר בשני אופנים. ראשית, הוצגו בפני הצוות נתונים המעידים על כך שהגופים המוסדיים נבדלים בתמהיל החשיפה הסקטוריאלית, וזאת באמצעות ניתוח החזקות כל גוף בין ענפי ההשקעה השונים בתיק ההשקעות שלו (ביומד, טכנולוגיה, פיננסים, מסחר ושירותים, תעשייה, אנרגיה וחיפושי נפט וגז, נדל"ן ובנייה).

⁸³ סעיף 56(א) לחוק הפיקוח על קופות הגמל מחיל הוראות אלו גם על מבטח המנהל קופת ביטוח.

⁸⁴ דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון (ספטמבר 2004) ("דו"ח בכר") זמין בקישור הבא-

https://www.gov.il/he/departments/PublicBodies/bachar_reforma_committee

⁸⁵ ראו פסקה 32 בע"א 6187/15 פסגות קופות גמל ופנסיה בע"מ במעמדה כנאמן לעמיתי "קרן הפנסיה של הסתדרות העובדים הלאומית בע"מ נ' צולר (פורסם ב"נבו" 28.5.18).

⁸⁶ סעיף 27 לחוק הפיקוח על קופות הגמל

⁸⁷ למעט מספר חריגים. ראה סעיף 7(א)(5) להוראות פרק 4 חלק 2 בשער 5 לעניין ניהול נכסי השקעה

⁸⁸ <https://www.gov.il/BlobFolder/policy/policy-paper-2022-001/he/amtim-investment-committee-policy-paper-pdf.pdf>

נמצא שוני מהותי בין הגופים השונים בתמהיל החשיפה האמור. מעבר לכך, קיימת נטייה טבעית של כל משקיע להשקעה במדינת המוצא שלו (Home Bias) בה יש לו מומחיות.

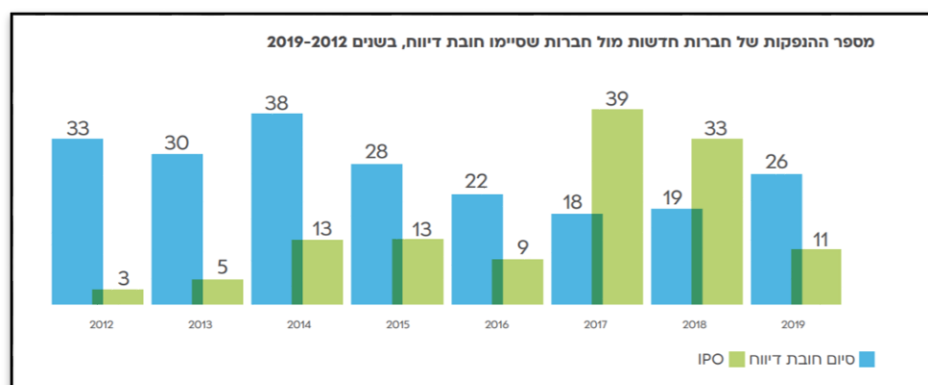
לאור קוטנו היחסי של המשק הישראלי, והנטייה הטבעית של המשקיע המוסדי לבצע השקעות ארוכות טווח בחברות המאופיינות ביציבות ואיתנות פיננסית, כלל לא ברורה הציפייה שגופים מוסדיים ידירו רגליהם מהשקעות בתאגידים ריאליים משמעותיים. יתירה מכך, בחינה דקדקנית של תמהילי ההשקעות המקומיות של הגופים המוסדיים הניבה כי קיימת שונות בתמהיל החשיפה לענפים השונים, וכפועל יוצא, ניכרת גם שונות בחשיפות השונות, ברמת המנפיק.

מעבר לכך, מבט מהיר בתשואות הגופים במסלולים השונים לאורך זמן מראה כי טבלת הישגי התשואות השנתית אינה סטטית בין הגופים, אלא משתנה משנה לשנה. כך, גופים נעים בין המיקומים בטבלאות התשואה בין המיקום הראשון לאחרון לאורך שנים.

עדות נוספת לאפשרויות ההשקעה המצומצמות במשק הישראלי ניתן לדלות מהצלבת נתוני שווי השוק של הבורסה המקומית עם נתוני התל"ג הישראלי. על פי נתוני הבנק העולמי, מדידת שווי הבורסה הישראלית ביחס לתמ"ג הישראלי, מראה **שהבורסה הישראלית אינה מתפתחת באופן התואם להתפתחות התמ"ג הישראלי**. זאת בניגוד למגמה הרווחת בקרב מדינות ה-OECD כפי שניתן לצפות בתרשים הבא:



בנושא זה יש לציין גם כי היצע ההשקעה בחברות ציבוריות נמצא במגמת ירידה במספר החברות הציבוריות בישראל – בעשור האחרון, מספר החברות הציבוריות הנסחרות בישראל נמצא במגמת ירידה. זאת למעט, בשנת 2021 שהתאפיינה בעליות חדות בשווקים ובהתאם, הייתה השנה היחידה בעשור האחרון שבה הייתה כמות מהותית של הנפקות חדשות. בשנת 2022, שוב נחזית מגמה דומה לעשור האחרון. ירידה זו התרחשה לאור שני תהליכים מקבילים: מחיקת חברות מהבורסה וירידה משמעותית בהיקפי ההנפקות בבורסה. בעניין זה רשות ניירות ערך מציינת במחקר מטעמה כי: "ייעוד שבשנים 2005, 2006 ו-2007 - עובר למשבר הכלכלי הגלובלי של העשור הראשון לשנות ה-2000 - עמד מספר ההנפקות לראשונה של מניות לציבור על 24, 37 ו-56, בהתאמה, בשנים 2012, 2013, ו-2014 עמד מספרן על 3, 7 ו-7, בהתאמה בלבד. נוסף על כך, בשנים האחרונות היינו עדים למגמה לפיה חברות ישראליות בחרו לבצע הנפקת הון לראשונה בבורסות זרות, בעיקר בארה"ב, וגם חברות ציבוריות שנסחרו בישראל שבחרו חלף המסחר בישראל ברישום למסחר בבורסה זרה)".⁸⁹ ניתן לראות את מגמת הירידה הברורה במרוצת השנים האחרונות בהנפקות בבורסה:⁹⁰



היצע רחב ומגוון של ניירות ערך בבורסה מחד, לצד הנפקת ניירות ערך ומכשירי השקעה חדשים למסחר בבורסה מאידך, מהווים תנאים הכרחיים לקיומו של שוק הון יעיל ומפותח המחולל צמיחה מקרו-כלכלית. הירידה שהתרחשה בעשור האחרון במספר החברות הציבוריות בישראל הובילה, לעמדת רשות שוק ההון, לירידה בהיצע אפשרויות ההשקעה של הציבור ולפיכך השפיעה על הכמות הצפה של המניות בבורסה הישראלית. שנת 2021 התאפיינה בריבוי הנפקות ביחס לשנים שעברו, אולם סכום ההנפקה הממוצע היה נמוך ועמד כל 112 מ"ח בממוצע.

⁸⁹ רשות ניירות ערך "יעידוד הנפקות הון בישראל" נוסח הערות ציבור (אוגוסט, 2015).

⁹⁰ איגוד החברות הציבוריות בישראל "מספר החברות הציבוריות בישראל"

www.egood.org.il/%D7%9E%D7%A8%D7%9B%D7%96%D7%94%D7%99%D7%93%D7%A2/%D7%97%D7%99%D7%A8%D7%95%D7%AA%D7%A6%D7%99%D7%91%D7%95%D7%A8%D7%99%D7%95%D7%A%D7%91%D7%99%D7%A9%D7%A8%D7%90%D7%9C/

3. דרכים לשיפור שוק ההון הישראלי

לעמדת הרשות, ניתן לשפר את שוק ההון הישראלי על ידי הרחבת היצע המוצרים והכנסת משתתפים נוספים שיחזקו את הנזילות, עומק השוק והתחרות במוצרים המוצעים בשוק ההון המקומי.

הטענות בדבר תלות שוק ההון בגופים המוסדיים אינן מתיישבות עם הנתונים הקיימים בידי הרשות. הרשות פרסמה השנה מחקר⁹¹ הבחן את הנפקות האג"ח שבוצעו בעשור האחרון ונמצא כי שיעור ההשתתפות של הגופים המוסדיים בהנפקות ירד בצורה חדה לטובת משקיעי נוסטרו. כמו כן, מנתונים שהוצגו על ידי הרשות לצוות, הגופים המוסדיים מחזיקים בניירות ערך בשווי של כ-15% משווי החברות בבורסה. כלומר, לא קיימת בשוק תלות בגופים המוסדיים בהנפקות בבורסה ועובדה זו אינה מתיישבת עם טענה על ריכוזיות בניהול כספי ציבור.

הרשות מעודדת כל העת כניסתם של מנהלי השקעות זרים במוצרי החיסכון ארוך הטווח ומעודדת השתתפות משקיעים זרים. כך, הרשות דורשת מחברות הביטוח לעמוד בסטנדרטיים בינלאומיים בתחומי הביטוח כמו עמידה בדירקטיבת סולבנסי ואימוץ של תקן חשבונאות בינלאומי מתקדם, IFRS 17. מהלכים אלו יקלו בין היתר על משקיעים זרים לבחון לפי סטנדרטים מקובלים חברות הביטוח הישראליות ויגדילו את הסבירות להשקעה בהן. מן הצד השני, רק לאחרונה אחת מחברות ניהול הנכסים הגדולה בעולם – Blackrock, הפסיקה את פעילות בתחום קרנות הסל בישראל, כתוצאה מקשיי חדירה לשוק הישראלי.

יתרה מזאת, טיעון כי הדומיננטיות של הגופים המוסדיים נושאת השפעה שלילית על שוק ההון המקומי, אינו מתיישב עם מרבית הספרות האקדמית בנושא. על פי הספרות האקדמית, השתתפות הגופים המוסדיים בשוק ההון המקומי הינה בעלת חשיבות גבוהה להצלחת השוק. הספרות הכלכלית ברובה מוצאת קשר חיובי בין שיעור ההשקעה של חברות ביטוח וקרנות פנסיה, על התוצר במשק ועל איכותו של שוק ההון. להלן מספר דוגמאות לכך: מחקר שפורסם בשנת 2018 בחן 34 מדינות של ה-OECD ובמהלכו נבחן הקשר בין נכסי קרנות הפנסיה לבין הגידול בתוצר והפעילות הכלכלית במשק. המחקר מצא כי גידול של 0.4 ביחס סך הנכסים בקרנות הפנסיה לתוצר, מביא לגידול של 0.24 אחוז גידול בתוצר. תוצאות אלו לא השתנו בזמן המשבר הכלכלי של שנת 2008.⁹² מחקר משנת 2010 מצא כי לקרנות פנסיה יש השפעה חיובית, במדינות מפותחות מבחינה פיננסית, על עומק השוק והנזילות של שוק ההון, הן בשוק המניות והן בשוק באגרות חוב.⁹³ מחקר שפורסם בשנת 2020 חקר את הקשר במספר מדינות OECD בין התפתחות שוק המניות לבין השקעות קרנות הפנסיה במדינה ומצא כי השקעות קרנות

⁹¹ תמורות בענף הנפקות החוב והשפעתן על כספי חיסכון הציבור

https://www.gov.il/he/Departments/news/press_0013

⁹² Bijlsma, M., Bonekamp, J., van Ewijk, C. et al. Funded Pensions and Economic Growth. *De Economist* 166, 337–362 (2018). <https://doi.org/10.1007/s10645-018-9325-z>

⁹³ Channarith Meng & Wade Donald Pfau, 2010. "The Role of Pension Funds in Capital Market Development," *GRIPS Discussion Papers* 10-17, National Graduate Institute for Policy Studies.

פנסיה מפתחות בצורה חיובית את שוק המניות. מחקר משנת 2019 שבחן 19 מדינות OECD מצא גם קשר חיובי בין קרנות הפנסיה לבין שוק המניות בכל מדינה בטווח הארוך.⁹⁴

המחקרים כאמור מוצאים גם קשר חיובי בין שיעור השתתפות גבוה בשוק ההון מצדם של הגופים המוסדיים לבין איכות שוק ההון, בין היתר על ידי מדידת עומק ונזילות השוק וכן על ידי בחינת זעזועים בשוק ההון. נייר עמדה שפורסם בשנת 2016 על ידי הבנק המרכזי הגרמני, נמצא כי השקעות חברות ביטוח וקרנות פנסיה מביאות לאיזון חיובי של שוק ההון, שכן אופי הקניות של גופים אלו מאפשר למתן ירידות בשוק המניות וירידות מחירים בשוק האג"ח.⁹⁵ מחקר משנת 2015 מצא קשר חיובי בין השקעות הגופים המוסדיים בשוק ההון הצרפתי לבין הנזילות בשוק המניות. בין היתר, לאור מסחר בכמות ואיכות גבוהה של גופים מוסדיים בשוק ההון והורדת עלויות ההעברה. השקעות הגופים המוסדיים מביאות לשקיפות גבוהה יותר ולהפחתה בא-סימטריה של המידע בשוק.⁹⁶ מחקרים נוספים תומכים ביתרונות לגודל של חברות ביטוח וקרנות פנסיה. קיימים יתרונות לגודל לא רק בהפחתת עלויות עבור החברה, אלא בניהול ההשקעות, איכות ההשקעות וגישה להשקעות גדולות. יש לקחת בחשבון כי בשווקים הבינלאומיים, קרנות הפנסיה הישראליות מתחרות מול גופים מוסדיים ענקיים על עסקאות טובות בעבור עמיתיהם. היתרונות לגודל באים לידי ביטוי בעיקר בעסקאות בחו"ל, בשווקים גדולים. יחד עם המגמה של השקעת כספי החוסכים בחו"ל, היתרונות לגודל מתחדדים בעבור החוסכים.

כלומר, קיימים יתרונות מובנים להשקעות קרנות הפנסיה וחברות הביטוח בשוק ההון. יחד עם זאת, נראה כי בשוק הישראלי קיימת בעיית השתתפות בשוק ההון וייתכן והירידה בנזילות ובמסחר נבעה מגורמים אחרים, רגולטוריים ומאקרו כלכליים, אשר בסבירות גבוהה הינם בעלי השפעה גבוהה על שוק ההון.

לעמדת הרשות, ישנם מספר צעדים שנדרש לקדם על מנת לשפר את איכותו של שוק ההון הישראלי. צעדים אלה מחולקים מצד אחד להגדלת מספר המשתתפים (הביקוש להשקעות) בשוק ומן הצד השני בהגברת המוצרים המשוכללים בשוק (היצע ההשקעות).

בצד הביקוש להשקעות, יש לשפר את תחום קרנות הנאמנות. על פי מחקר שפורסם על ידי הרשות לניירות ערך⁹⁷, קרנות הנאמנות הינן שוק בו רמות הריכוזיות הינן בינוניות (מדד HHI 1,227) וענף זה ריכוזי יותר מענפים כמו ענף הגמל, או מדד ריכוזיות שהוצע במחקר של כלל הגופים המוסדיים יחדיו (מדד HHI 1,138). **כלומר, על פי המחקר ענף קרנות הנאמנות הינו ריכוזי יותר מכלל האחזקות של הגופים המוסדיים ודוק, ריכוזיות זו לא השתנתה משנת**

⁹⁴ Bayar and Kilic, "Pension funds and stock market development: evidence from OECD countries" (International Journal of Sustainable Economy, Vol 11. No.3)

⁹⁵ Bundesbank, Yannick Timmer, Cyclical Investment Behavior across Financial Institutions, (Discussion Paper No 08/2016)

⁹⁶ Ajina, A., Lakhil, F. and Sougné, D. (2015), "Institutional investors, information asymmetry and stock market liquidity in France", International Journal of Managerial Finance, Vol. 11 No. 1, pp. 44-59. <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2013-0086>

⁹⁷ התפתחויות בניהול כספי ציבור בישראל בעשרו האחרון והשלכותיהן על שוק ההון https://www.isa.gov.il/GeneralResearch/179/Documents/Institutional_Developments_Heb.pdf

2010. עובדה זו מקבלת חיזוק בדמות דמי הניהול המשולמים בקרנות הנאמנות, לפניי עמלות המסחר עצמן. על פי בדיקת רשות שוק ההון, **דמי הניהול הממוצעים בקרנות הנאמנות עמדו על כ-0.63% (לפני עמלות המסחר) וזאת לעומת ממוצע דמי הניהול בקופות הגמל שעמד באותה השנה על 0.57%.** על פי בדיקה זו, בעבור 50% מהנכסים המנוהלים על ידי קרנות הנאמנות משולמים דמי ניהול יקרים יותר מאשר בקופות הגמל. בעוד שדמי הניהול הממוצעים בקרן פנסיה עומדים על מתחת ל-0.5% (כלל דמי הניהול מתוך כלל הנכסים), הרי שיש קרנות נאמנות שגובות הרבה יותר מ-1% ואף מעל 2% מתוך הנכסים, דמי ניהול שהינם משמעותית גבוהים יותר מקופות הגמל או קרנות הפנסיה. זאת בעוד האחרונים מנהלים השקעות מורכבות יותר הכוללות גם נכסים לא סחירים. בנוסף לכך, מתקיימים מצבים בהם קרנות הנאמנות מנצלות את היותו של המשקיע שבוי מבחינה מיסוית והן מעלות לאחר תקופה את דמי הניהול בקרן. ההסבר לדמי הניהול הגבוהים בקרנות הנאמנות הינם תולדה של ריכוזיות בתחום זה וככל הנראה מקורם בחסמי כניסה הקיימים לשחקנים זרים הנובעים הן משוק ההפצה והן מקשיים רגולטורים. רפורמה שבוצעה בשנת 2018, עת נכנס לתוקפו תיקון 28 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994, במסגרתו הפכו מרבית תעודות הסל, שהונפקו מכוח חוק ניירות ערך, לקרנות סל על פי חוק הקרנות, גרם לסגירתן של תעודות סל רבות ובהתאם נגרעו 21 חברות המנהלות תעודות סל מרשימת התאגידים הנסחרים עם הפיכתן לקרנות סל וכן, מספר מנהלי הקרנות בשנת 2019 פחת ל-19 מנהלים לעומת 22 בסוף שנת 2018.⁹⁸

לא רק שמוצרי השקעה אלו יקרים בהשוואה למוצרי הגמל, אלא שהציבור נדרש לשלם ביוקר, ולעיתים אף משלם "כפל דמי ניהול", בעבור השקעותיו הישירות בבורסה הישראלית. כך, בחינה שביצעה רשות התחרות יחד עם רשות ניירות ערך משנת 2018,⁹⁹ מצאה כי **מרבית ציבור המשקיעים עדיין משקיע באמצעות חשבון ניירות ערך בבנק, וזאת למרות שהשקעה זו טומנת בחובה עלויות גבוהות יותר מאשר השקעה באמצעות חשבון מסחר בבית השקעות.** לא רק זאת, **בענף זה עדיין רווחת בעיית כפל דמי הניהול במסגרתה קיימים מנהלי תיקים המפנים את המשקיע למוצרים המשווקים על ידי אותו מנהל תיקים.** בצורה זו, נגבים מהצרכנים דמי ניהול נוספים, כפולים, על ידי אותו הגוף.

לבסוף, גם בתחום המיסוי לא קיים עידוד להשקעות בשוק ההון הישראלי. בעוד שיעור המס על רווחי ההון הועלה בשנת 2012 ל-25%, המס על השקעות אחרות של הציבור, בפרט על הנדל"ן, עשוי להיות נמוך יותר ברמה האפקטיבית, דבר אשר מביא להסטת כספים להשקעות אלטרנטיביות על פני שוק ההון. בעניין זה נכתב במחקר שערך בנק ישראל בנושא העלאת שיעור מס רווחי ההון כי **"הממצאים מלמדים כי העלאת המיסים שהיו בישראל השפיעו רבות על הרכב תיק הנכסים של הציבור - הקטינו את החזקותיו הישירות בנכסים פיננסיים ובתוכניות חיסכון והגדילו במידה מובהקת את היקף ההחזקה במצרף הכולל מזומן, עו"ש ופח"ק"**.¹⁰⁰

⁹⁸ רשות ניירות ערך, דוח שנתי 2019.

⁹⁹

<https://www.isa.gov.il/%D7%A2%D7%A1%D7%A8%D7%A9%D7%A4%D7%A5%D7%A6%D7%A7%D7%A8%D7%A9%D7%9E%D7%99%D7%9D/Reports/177/Documents/Brokeragereport.pdf>

¹⁰⁰ שם, בעמ' 23.

כלומר, ניכר כי העלאת המס על רווחי הון הדירה את הציבור הרחב מהשקעה בבורסה הישראלית, עובדה שתורמה להקטנת נפחי המסחר והנזילות בשוק ההון.

בד בבד, ניסתה רשות שוק ההון בשנים האחרונות להעלות את תקרת ההפקדה לקופות הגמל להשקעה (עד לכ-250,000 ₪). לנגד העיניים של הרשות עמדה העובדה כי החזקות הציבור מחזיק בחשבונות העו"ש מסתמכות למעל 400 מיליארדי ₪, אשר אינם מניבים תשואה ואינם מניבים הכנסות מיסוי למדינה. הגדלת תקרת ההפקדה לקופות הגמל להשקעה תאפשר פיתוח פלטפורמה נוספת שתביא להגברת החשיפה של הציבור לשוק ההון, באמצעות שחקנים מתוחכמים המצויים בפיקוח רגולטורי הדוק, בדמותם של הגופים המוסדיים וכן שחקנים חדשים שימצאו מודל עסקי בר קיימא בשיווק מוצר זה.

צעדים נוספים לשכלול ופיתוח שוק ההון בישראל קשורים להגברת היצע ההשקעות בשוק ההון המקומי. כך למשל מוסכם על כל הגורמים הצורך בפיתוח שוק האיגוח בישראל. רשות שוק ההון מדגישה כי יש לקדם לא רק את האיגוח הסחיר, אלא גם את האיגוח הלא סחיר. צעדים שנעשו לאחרונה בעידוד הרשות כמו עידוד ההתמחות במתן אשראי דרך פיתוח השימוש במודלים פנימיים בגופים המוסדיים, יחד עם הרחבת אפשרות ההשקעה בתשתיות יתרמו לפיתוח מתן האשראי על ידי הגופים המוסדיים. פיתוח שוק האיגוח הוא צעד נוסף בתחום זה. יש לקדם שוק איגוח עם תמריצים נכונים להעברת סיכון בין שחקנים תוך שמירה על יציבות המערכת הפיננסית. תועלת נוספת בשוק איגוח מתקדם הינן פיזור סיכונים האשראי- חשיפה למספר רב יותר של לוויים ובהיקפים נמוכים יותר.

הרשות מאמינה כי קידום צעדים אלו, יחד עם צעדים נוספים שלא נסקרו לעיל, יביאו לשכלול ופיתוח שוק ההון הישראלי וכן המשק הישראלי כולו, על ידי הכנסת שחקנים נוספים והרחבת הפעילות בשוק ההון. הגדלת הביקוש להשקעות, לצד הגדלת היצע השחקנים ומגוון המוצרים בשוק יביאו לשיפור שוק ההון הישראלי. לא על חשבון הציבור הרחב המושקע באמצעות הגופים המוסדיים, אלא על ידי הגדלת העוגה ופיתוח המשק הישראלי. מטבע הדברים, צעדים אלו גם יקטינו את שיעור השתתפותם של הגופים המוסדיים בשוק הישראלי, ככל שהדבר מהווה בעיה – בפרט כאשר מדובר בכספי החיסכון של הציבור הישראלי המנוהלים בנאמנות עבורו.