

חוסר התחרותיות במערכת הבנקאות בישראל – בחינה מחודשת

מאת

אור סלומון*

במאמר ניתוח מקיף של מערכת יחסי הגומלין בין מערכת הבנקאות לגופים המוסדיים בישראל, החושף תובנות מעניינות. תחילה נטען במאמר כי לגופים המוסדיים אינטרס כלכלי משותף המושפע מהתחרותיות במערכת הבנקאות, שנובע מהתחרות הישירה עם הבנקים במתן מגוון שירותים פיננסיים, ובחשיפה הגבוהה של נכסי הגופים המוסדיים למערכת הבנקאות. קידומו של האינטרס המוסדי אינו מחייב יוזמה, אלא די בכך שכלל השחקנים המעורבים בממשל התאגידי בבנק מודעים לאינטרס המוסדי כדי שמדיניות הבנק תושפע. לאחר מכן המאמר מבקש לאפיין את המשקל המיוחס לאינטרס המוסדי בהליך קבלת ההחלטות בבנקים. הטענה במאמר זה היא כי לאינטרס המוסדי ניתן משקל נכבד בעיצוב מדיניותו העסקית של בנק בישראל. הגורמים העיקריים לכך הם המסגרת הנורמטיבית המסדירה את פעילות הגופים המוסדיים בחברות ציבוריות ובבנקים בפרט, ומאפיינים כלכליים ייחודיים של המשק בישראל. מצב עניינים זה מעלה חשש לקיומו של פער בין שיעור ההחזקה של גוף מוסדי בהון הבנק, בכובעו כבעל מניות, לבין שיעור השליטה שלו על מדיניותו העסקית. קיומו של פער זה מגביר את הסבירות שהמשקל שיינתן לאינטרס המוסדי במסגרת גיבוש מדיניות עסקית של בנק, במישרין ובעקיפין, יהיה נכבד. מנקודת מבט המתמקדת בטובת הבנק כחברה ציבורית, לא נראה שיש בתופעה זו פסול בהכרח, אם ההחלטה המתקבלת משיאה את טובת הבנק. אולם במסגרת האינטרס הציבורי, ספק אם מושגת נקודת איזון ראויה בין יציבות פיננסית לתחרותיות. בהמשך לכך המאמר טוען כי מערכת הבנקאות בישראל מתאפיינת בסיכון מוגבר לייצובו של קרטל סמוי. תימוכין לטענה זו ניתן למצוא במחקרים כלכליים תאורטיים וכן במחקרים אמפיריים שפורסמו בעת האחרונה, שבהם נמצא מתאם בין החזקות רוחביות של גופים מוסדיים בשוק ריכוזי להופעתם של מאפיינים אנטי-תחרותיים. לפי הטענה במאמר זה, בישראל קיים סיכון מוגבר לייצובו של קרטל סמוי: ראשית, האינטרס המוסדי בהקשר מערכת הבנקאות בישראל אינו מושפע רק משיעור החזקות הגופים המוסדיים במניות הבנקים, אלא גם מהחשיפה הגבוהה של תיקי הנכסים בשליטתם לביצועי מערכת הבנקאות. כלומר, עוצמת התמריץ הכלכלי היא גבוהה במיוחד; שנית, נסיבות נוספות, ובהן המסגרת הנורמטיבית המסדירה את מדיניות התגמול של נושאי משרה בבנקים, שתכליתה היא קידום מדיניות ליציבות פיננסית שהולמת את האינטרס המוסדי על רקע הניתוח שהוצג בתחילת המאמר.

* סטודנט למשפטים לתואר ראשון ולתואר מוסמך במנהל עסקים, האוניברסיטה העברית בירושלים. אבקש להודות לפרופ' אסף חמדני על כתביו והערותיו מאירות העיניים. תודה מיוחדת מוקדשת לאחותי היקרה, עו"ד צליל לוי (סלומון), על התמיכה וההדרכה בכתיבה ובעריכה. תודה נוספת מוקדשת לד"ר איתי פלדור ולעורך כתב עת משפטים חיים דנינו. תודותיי נתונות גם לפרופ' דיוד גילה, לאימרי בן-צור, לנטע סרוסי, לעודד צבר, לניר קטררו ולחברי ולחברות המערכת של כתב העת משפטים, על הערות נוקבות ומעשירות ועל מלאכת העריכה המסורה והיסודית.

טענה זו מתיישבת הן עם המחקרים הטוענים שהחזקות רוחביות כשלעצמן יכולות לגרום לפגיעה בתחרותיות, והן עם המחקרים המבקרים אותם, שלפיהם בכך אין די. צירוף הנסיבות כמכלול עשוי לספק הסבר נוסף לרמת התחרותיות הנמוכה במתן שירותים פיננסיים רבים בישראל, כמו למשל במגזר האשראי הקמעונאי. לבסוף, במאמר מוצעים קווים מנחים להתמודדות עם התופעה שתכליתם מתן כלים נורמטיביים ומעשיים לקובעי המדיניות אשר יסייעו בידם למצוא נקודת איזון ראויה יותר בין יציבות פיננסית לתחרותיות במערכת הבנקאות. בבסיס המתווה מונחת השאיפה להתאים את כוח ההשפעה של הגופים המוסדיים על מדיניות הבנק לשיעור ההחזקה שלהם באמצעי השליטה בו. כדי לבסס את הצורך במתווה זה נערך גם דיון ביקורתי בחלופות. הצעה זו נמנעת מהטלת רגולציה נוספת על הגופים המוסדיים, ובכך הולמת את המגמה הנוהגת בישראל לחזק את מעמדם כסוכנים מפקחים בממשל התאגידי.

מבוא. א. האינטרס המוסדי ומערכת הבנקאות בישראל. 1. תמריצי הגופים המוסדיים לריסון התנהגות תחרותית הנובעים מתחרות ישירה עם הבנקים; 2. תמריצי הגופים המוסדיים לריסון התנהגות תחרותית הנובעים מחשיפה פיננסית של תיקי הנכסים בשליטתם לביצועי מערכת הבנקאות; **ב. משקל האינטרס המוסדי במערכת הבנקאות בישראל.** 1. שיעור ההחזקה המוסדי במערכת הבנקאות – הגופים המוסדיים כבעלי מניות בבנקים; 2. כוח הגופים המוסדיים במערכת הבנקאות. **ג. היתכנותו של קרטל סמוי – סכנה לתחרותיות במערכת הבנקאות בכללותה.** 1. החזקה של גוף מוסדי במניות בבנקים מתחרים עשויה להשפיע על מדיניותו של בנק יחיד; 2. השפעה על מדיניות בנק יחיד עלולה להשפיע על התחרות במערכת הבנקאות בכללותה; 3. ייצובו של קרטל סמוי במערכת הבנקאות בישראל. **ד. הצעה לקווים מנחים לקידום התחרותיות ובחינת חלופות.** 1. שימוש בחוק החברות; 2. שימוש בחוק ההגבלים העסקיים – אכיפת האיסור על עריכת הסדר כובל; 3. חקיקה להגבלת מדיניות השקעה של הגופים המוסדיים; 4. שינוי הרגולציה של הסכמי שכר של נושאי משרה בכירה בבנק; 5. מתווה מוצע: קידום שיקול התחרותיות במסגרת הנורמטיבית. **ה. סיכום.**

מבוא

מערכת יחסי הגומלין בין הבנקים לגופים המוסדיים בישראל מרתקת כמו שהיא חידתית. מדובר בשתי קבוצות בעלות עוצמה רבה במשק הישראלי, אשר מחזיקות ברוב כספי הציבור במדינה. במידה רבה הן המנוע של המערכת הפיננסית כולה. ליחסי הגומלין ביניהן השפעה לא מבוטלת בנושאים מגוונים, החל ביציבות המערכת הפיננסית, עבור בצמיחת המשק וכלה בביצועיו של שוק ההון. דווקא משום כך מתמיהה העובדה שמערכת יחסי גומלין זו טרם זכתה לדיון מעמיק בהיקף הראוי לה.

במאמר זה ניתוח מקיף ראשון של מערכת יחסי הגומלין בין מערכת הבנקאות לגופים המוסדיים בישראל, החושף תובנות מעניינות. מאמר זה יפתח בניתוח רחב של האינטרס המשותף לגופים המוסדיים הגדולים בישראל בתוך כדי התמקדות באינטרסים הכלכליים הנובעים מהתחרות הישירה שלהם עם הבנקים על מתן שירותים פיננסיים שונים, וכן מחשיפת תיקי הנכסים בשליטתם לביצועי מערכת הבנקאות. הטענה במאמר זה היא שלגופים המוסדיים אינטרס משותף, תוצאה של מבנה המשק, שבנסיבות מסוימות יוצא

נשכר מריסונה של תחרותיות במערכת הבנקאות בישראל. לאחר מכן אבקש לבסס את הטענה שיכולת הגופים המוסדיים לקדם מדיניות שתשיא את האינטרס שלהם, ולחלופין נטיית הבנקים להיעתר לאינטרס אף ללא יוזמה מצד הגופים המוסדיים, היא גבוהה. לביסוס טענה זו אבקש להסתמך על ניתוח המסגרת הנורמטיבית המסדירה את פעילות הגופים המוסדיים בישראל בכלל ובמערכת הבנקאות בפרט, וכן במאפיינים כלכליים של המשק בישראל. מצב עניינים זה מעלה חשש לקיומו של פער בין שיעור ההחזקה של גוף מוסדי בהון הבנק לבין שיעור השליטה שלו על מדיניותו העסקית. כשההשפעה מוגבלת לבנק אחד, ספק אם מדובר בחשש של ממש. אולם דווקא בישראל הסכנה להשפעת מדיניות של בנק יחיד על התחרותיות במערכת הבנקאות בכללותה עשויה להיות גבוהה. לפי הטענה במאמר זה, בישראל קיים סיכון מוגבר לייצובו של קרטל סמוי, מכמה טעמים, ובהם שניים מרכזיים: ראשית, עוצמת התמריץ הכלכלי גבוהה במיוחד; האינטרס המוסדי בהקשר של מערכת הבנקאות בישראל אינו מושפע רק מההחזקות הרוחביות אלא גם מהתחרות הישירה עם הבנקים, וכן מהחשיפה הכוללת של תיקי הנכסים בשליטת הגופים המוסדיים. שנית, המסגרת הנורמטיבית המסדירה את מדיניות התגמול של נושאי משרה בבנקים, שתכליתה קידום יציבות פיננסית, עשויה לעודד גם מדיניות עסקית שמרנית שהולמת את האינטרס המוסדי הנשכר מתחרותיות מרוסנת. בראיית, טענה זו תואמת את המחקרים משני צידי המתרס: הן אלו הטוענים שהחזקות רוחביות כשלעצמן יכולות לגרום לפגיעה בתחרותיות, והן עם אלו הטוענים שבכך אין די. צירוף הנסיבות כמכלול עשוי לספק הסבר נוסף לרמת התחרותיות הנמוכה במתן שירותים פיננסיים רבים בישראל, כמו למשל במגזר האשראי הקמעונאי.

מנקודת מבט המתמקדת בטובת הבנק כחברה ציבורית, אין הכרח שמדובר בתרחיש שיש בו פסול, אם ההחלטה המתקבלת משיאה את טובת הבנק. ועם זאת, כשנקודת המבט מתמקדת בטובת האינטרס הציבורי, אכן עולה חשש שלא מושגת נקודת איזון ראויה בין יציבות פיננסית לתחרותיות.

לבסוף אבקש להניח קווים מנחים להתמודדות עם החשש האמור, שתכליתם מתן כלים נורמטיביים ומעשיים לקובעי המדיניות, אשר יסייעו בידם למצוא נקודת איזון ראויה יותר בין יציבות פיננסית לתחרותיות במערכת הבנקאות. הצעה זו נמנעת מהטלת רגולציה נוספת על הגופים המוסדיים, ובכך מתיישבת עם המגמה הנוהגת בישראל לחזק את מעמדם כסוכנים מפקחים בממשל התאגידי.

בסיכומי של המאמר ביקורת על הסכנה שבמתן משקל מופרז לשיקול היציבות הפיננסית בעיצוב הכללים המסדירים את מערכת יחסי הגומלין בין הגופים המוסדיים לבנקים. המסגרת הנורמטיבית מעניקה לרשויות צרור מפתחות לניהולה ולעיצובה של מערכת הבנקאות. מאמר זה, בתמצות, מציע הוספת מפתח, שיסייע לרשויות להקנות משקל רב יותר לשיקול התחרות במערכת הבנקאות על בסיס תמונה מדויקת יותר של כוחות השוק.

א. האינטרס המוסדי ומערכת הבנקאות בישראל

בפרק זה אבקש לבסס את הטענה כי לגופים המוסדיים אינטרס כלכלי אינהרנטי בקידום מדיניות עסקית המשקפת תחרותיות מרוסנת במערכת הבנקאות, הנובע ממאפייני המשק

בישראל. לשם פשטות הדיון נבחן את תמריצי הגופים המוסדיים לפי שני אינטרסים כלכליים נפרדים. הראשון נובע מהתחרות הישירה בין הגופים המוסדיים לבנקים המתחוללת במגוון שירותים פיננסיים. תחרות זו עשויה להתעצם בעקבות שורת רפורמות אשר חלקן כבר נחקקו או מצויות בהליכי חקיקה מתקדמים, ואותן נסקור בפרק זה. עם זאת גם אם התחרות לא תתעצם, היא קיימת בהחלט. כמו כן, נבחן את האינטרס הנובע מחשיפתם של תיקי הנכסים של הגופים המוסדיים למערכת הבנקאות וכן את חששם מהגעת בנק יחיד למצוקת נזילות זמנית ואף לחדלות פירעון. הנזקים העלולים להיגרם לגופים המוסדיים בעקבות תרחיש שכזה הם מגוונים, כמו אובדן יכולת הבנק לפדות את חובו לגוף המוסדי בכובעו כנושה במלואו, ירידת שווי של נכסים בשליטת הגופים המוסדיים כמו מניות הבנק ואף חשש לאובדן חלקי או מלא של נכסים כמו פיקדונות או השקעות אחרות במצב קיצוני של משבר פיננסי. בשל מאפייני המערכת הפיננסית, קריסת בנק אחד עלולה להוביל לתגובת שרשרת שתסב לגופים המוסדיים נזק כבד. לאור ניתוח זה אבקש לבסס את הטענה שלגופים המוסדיים אינטרס משותף ביציבות המערכת הפיננסית שעשוי להביא לקידומה של מדיניות שמרנית ואף כזו המשקפת תחרותיות מרוסנת. ריסון התנהגות התחרותית של בנק, או כמה בנקים, צפוי להתרחש ביתר שאת ככל שחשש הגופים המוסדיים מהגעה למצב של משבר פיננסי – הופך ממשי יותר.

1. תמריצי הגופים המוסדיים לריסון התנהגות תחרותית הנובעים מתחרות ישירה עם הבנקים

הגופים המוסדיים הם מתחרים ישירים של הבנקים במגוון שירותים. עוצמת התחרותיות משתנה בין שירות לשירות. בשנים האחרונות הוקמו כמה ועדות שעסקו בסוגיות מגוונות אשר קשורות במישרין ובעקיפין לתחרות בין הבנקים לגופים המוסדיים. המלצות ועדות אלו, שאותן אסקור בפרק זה, אומצו, וחלקן מצויות בשלבי חקיקה מתקדמים. יישומן יכול להגביר, בין השאר, את התחרות הישירה בין הבנקים לגופים המוסדיים הן באמצעות תמורות בהיצע השירותים הפיננסיים והן באמצעות תמורות בביקוש. ההשערות בדבר הצלחת רפורמות אלו (או כישלונן) הן ספקולטיביות מטבען, אולם לאור בחינה של מכלול השינויים הצפויים, לא מן הנמנע שאלו אכן ישיגו את מטרותיהן. ניתן לראות בהצהרתה של המפקחת על הבנקים, שהעריכה כי בטווח הארוך תשתפר התחרותיות במגזר הפיננסי, חיזוק לטענה זו.¹ לצורך הטיעון במאמר זה די בכך שתחרות זו קיימת, ואין הכרח שתתעצם. עם זאת לו תתעצם, ייתכן כי עוצמת התמריץ שיידון בפרק זה, לריסון תחרותיות בענף הבנקאות, תגדל. על כל פנים, הצלחת רפורמות אלו טומנת בחובה שתי השלכות עיקריות: ראשית, גדלה הכדאיות של הגופים המוסדיים באימוץ מדיניות תחרותית שתביא לגריפת

1 יש להדגיש כי הערכה זו אינה מתייחסת רק לתחרות הישירה בין הבנקים לגופים המוסדיים. עם הגורמים להערכה זו ניתן למנות גם, בין השאר, את עלייתן של החברות הציבוריות לאשראי חוץ-בנקאי. במסגרת חוק ההסדרים של 2015–2016 אישרה הכנסת שינוי בחוק הבנקאות, המתיר לחברות אלו להנפיק אג"ח בכפוף לתנאים מסוימים בחוק. המשמעות היא שהנפקת אג"ח זו אינה כפופה להוראות הספציפיות מכוח חוק הבנקאות. ראו בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, היחידה הכלכלית מערכת הבנקאות בישראל – סקירה שנתית 2016 57 (2016) (להלן: בנק ישראל – סקירה שנתית 2016).

רווחים; שנית, גדלה הכדאיות של הגופים המוסדיים לרסן התנהגות תחרותית של בנק, או כמה בנקים, שעומדים על מתחרים על מתן שירותים אלו. להלן אסקור שלוש זירות שבהן מתחוללת תחרות ישירה בין הבנקים למוסדיים: מגזר האשראי העסקי, מגזר האשראי הקמעונאי ותחום התיווך הפיננסי.

(א) מגזר האשראי העסקי

הבנקים והגופים המוסדיים הם שחקני מפתח בשוק זה. אשראי עסקי מתאפיין בקיומן של חלופות לאשראי הניתן באמצעות הבנק, כגון שוקי הון בארץ ובעולם, אשראי בין-לאומי ואשראי מוסדי.² נכון לשנת 2015, שיעורו של מגזר זה הוא כ-40% מסך החוב במשק.³ שלושת מקורות המימון העיקריים של המגזר העסקי מתבססים על רווחים צבורים של העסקים עצמם, גיוסי אשראי והנפקת מניות. בשנת 2015 הייתה צמיחת ההלוואות הישירות שהמוסדיים העניקו לעסקים אחד מהגורמים העיקריים שהביאו לגידול שהתרחש במגזר העסקי.⁴ באשר לבנקים, בעשור האחרון נצפה קיפאון באשראי הבנקאי למגזר העסקי,⁵ ואילו האשראי הכולל במגזר זה המשיך לצמוח.⁶ לפי בנק ישראל מדובר במגמה של הסטת האשראי מעסקים גדולים למגזר העסקים הקטנים, אשר מאפיינת בעיקר את שני הבנקים הגדולים, בנק הפועלים ובנק לאומי.⁷ שיעור ההלוואות הישירות מהמוסדיים המשיך לצמוח ב-2016, וכיום הוא כ-8% מסך החוב של המגזר העסקי – גידול של 19% משנת 2015. נכון לשנת 2016, כשליש מיתרת האשראי של המגזר העסקי מקורה בגופים המוסדיים.⁸ לפי המפקחת על הבנקים, התחרות במגזר האשראי העסקי "גבוהה כבר כיום", כאשר נכון ל-2016, כ-50% מהאשראי העסקי ניתן שלא באמצעות הבנקים.⁹ אחת הסיבות שמונה המפקחת להתגברות התחרות בשנים האחרונות היא כניסתם של המוסדיים לשוק האשראי העסקי החוץ-בנקאי. קיימות אינדיקציות לכך שהתחרות במגזר זה תגבר, שכן הן הבנקים והן גופים פיננסיים חוץ-בנקאיים, כדוגמת הגופים המוסדיים, רואים בו הזדמנות עסקית ושואפים להרחיב בו את פעילותם.¹⁰

- 2 הוועדה להגברת התחרות בשירותים בנקאיים ופיננסיים נפוצים סקירת התחרות להמלצות הביניים (2015) (להלן: ועדת שטרם – דוח ביניים).
- 3 הדר גוטסמן ומעיין קלרמן "מערכת נתוני האשראי בישראל" בנק ישראל מבט סטטיסטי 2015, 43, 46 (2016).
- 4 בנק ישראל דוח יציבות פיננסית 2015, 6 (2015) (להלן: דוח יציבות פיננסית 2015).
- 5 שיעור יתרת האשראי העסקי בקרב חמש הקבוצות הבנקאיות ירד מ-63% בשנת 2001 לכ-43% בשנת 2016. ראו בנק ישראל – סקירה שנתי 2016, לעיל ה"ש 1, בעמ' 13.
- 6 להרחבה על הסיבות למגמה זו ראו בנק ישראל דין וחשבון 2016 112 (2017) (להלן: דוח בנק ישראל 2016).
- 7 שם.
- 8 שם, בעמ' 114.
- 9 בנק ישראל – סקירה שנתי 2016, לעיל ה"ש 1, בעמ' 56.
- 10 בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, היחידה הכלכלית מערכת הבנקאות בישראל – סקירה שנתי 2015, 64 (2016).

(ב) מגזר האשראי הקמעונאי

במגזר האשראי הקמעונאי קיימת תחרות ברמה נמוכה ביותר, אשר התקווה היא שתתעצם בעקבות שורת רפורמות שהרשות המחקקת קידמה לאחרונה. אשראי קמעונאי הוא שם כולל לאשראי הניתן לעסקים קטנים ולמשקי בית. בישראל מגזר זה מתאפיין בהיעדר חלופות לאשראי הבנקאי, ולכן מערכת הבנקאות היא השחקן הדומיננטי במגזר זה. כדי לתאר את רמת התחרות במגזר האשראי הקמעונאי בחרה ועדת שטרם במילים "נמוכה ונחותה ביחס לשאר המגזרים".¹¹ הוועדה ציינה כי רמת האיום התחרותי על הבנקים מצד גורמים חוץ-בנקאיים, כמו הגופים המוסדיים, נמוכה אף היא.¹² נכון למרץ 2018 הבנקים מספקים כ-90% מהאשראי למשקי הבית.¹³ עם זאת העבודה הרבה שנעשתה כדי להעצים את התחרות במגזר האשראי הקמעונאי בשנים האחרונות עשויה לשנות מצב זה.

מארג של שינויים שהושמו על המתחרים בשוקי השירותים הפיננסיים בשנים האחרונות עשוי להעצים, במישורין ובעקיפין, את התחרות במגזר האשראי הקמעונאי. בשנת 2011 הוקמה הוועדה להגברת התחרותיות במערכת הבנקאות (להלן: ועדת זקן). שנועדה להגביר את התחרות על השירותים הניתנים למגזר האשראי הקמעונאי. עם המלצותיה ניתן למנות את ההקמה של צוות אשראי קמעונאי בראשות אגף שוק ההון, שייעודו בחינת ההקלה של חסמי כניסה העומדים בפני הגופים המוסדיים להתחרות במגזר זה ביעילות וכן את ההמלצות לשיפור נגישותם של מוסדות פיננסיים למידע על אודות היסטוריית האשראי של לקוחות פרטיים, שמטרתן לבטל את פערי המידע הקיימים בין הבנקים למלווים אחרים.¹⁴ המלצות אלו עוגנו בחקיקה שטרם נכנסה לתוקף.¹⁵ נוסף על כך קראה הוועדה לעדכון תקרת הריבית להלוואות במנגנון הלא-צמוד; בקיצור נמרץ, עדכון התקרה הופך את פעילות מתן האשראי לכדאית יותר עבור הגופים המוסדיים. המלצה זו עוגנה בחקיקה.¹⁶ בצד הביקוש שאפה הוועדה להקל חסמי מעבר באמצעות פיתוח בנקאות אינטרנטית, אשר תקל את הליך פתיחת חשבון וסגירתו במסגרת זמן קבועה מראש.¹⁷ במסגרת הבנקאות האינטרנטית יפורסם מידע על אודות מוצרי אשראי סטנדרטיים, שיאפשר לצרכן לערוך בחינה השוואתית בין מוצרים מתחרים. נוסף על כך המליצה הוועדה ליצור לצרכן "תעודת זהות בנקאית", אשר גם היא מיועדת להקל חסמי מעבר בין מתחרים. המלצות הוועדה אומצו במלואן בידי המפקח על הבנקים,¹⁸ וחלקן עוגנו בחקיקה.¹⁹ עם זאת יישום המלצות ועדת זקן, כפי שניתן להתרשם מהציטוט לעיל מדוח ועדת שטרם, לא הביא לשינוי הרצוי ברמת התחרות במגזר הקמעונאי. בדוח ועדת שטרם נטען כי הצעד החשוב ביותר להעצמת

11 ועדת שטרם – דוח ביניים, לעיל ה"ש 3, בעמ' 5.

12 שם, בעמ' 30.

13 קרנית פלוג "מגמות בפעילות האשראי במשק הישראלי" 11 (12.3.2018) <http://bit.ly/2w1FR3r>.

14 הצוות לבחינת הגברת התחרותיות במערכת הבנקאות דוח מסכם 22 (2013) (להלן: דוח ועדת זקן).

15 חוק נתוני אשראי, התשע"ו-2016.

16 חוק הסדרת הלוואות חוץ בנקאיות (תיקון מס' 5), התשע"ז-2017, ס"ח 1208.

17 שם.

18 ראו סיון איזסקו "המפקח החליט לאמץ את כל ההמלצות בדו"ח ועדת התחרות בבנקים" TheMarker

– שוק ההון (19.3.2013) <http://bit.ly/2Mtc5Pz>.

19 ראו חוק נתוני אשראי. החוק נכנס לתוקף ב-12.5.2016, 30 חודשים לאחר מועד פרסומו (לפי ס'

123(א)).

התחרות הוא הצטרפות שחקנים חדשים, בין שהם מתחרים בפועל ובין שהם מתחרים זמניים המהווים איום תחרותי רב.²⁰ לכן המלצות הוועדה מתמקדות בהגדלת מספר השחקנים במערכת הבנקאית ובאשראי הקמעונאי בכלל, בין השאר באמצעות הסרת חסמי תחרות ועידוד הגופים המוסדיים להתחרות במגזר הקמעונאי.

תכלית המלצות ועדת שטרם הינה להגביר את התמריץ ואת היכולת של הגופים המוסדיים להתחרות במתן השירותים הפיננסיים. ראשית, גוף מוסדי יהא רשאי לפתח מודל מתן אשראי ייבחר בידי הממונה על שוק ההון, שבאמצעותו יוכל להציע אשראי קמעונאי ממקורות החיסכון הפנסיוני. במסגרת מודל זה יוכל הגוף המוסדי להקצות לאפיק זה סכומים גדולים, העולים על מגבלת ה-3% מהון הנוסטרו שהוטלה עליו בעבר. שנית, צפויה להתבטל הדרישה להעמדת בטוחה מספקת כנגד הלוואות שאינן מדורגות. שלישית, בצד הביקוש יוגדל היקף ההלוואה שעמית יוכל לקבל מקופת הגמל. רביעית, גם בצד הביקוש יוקם ממשק דיגיטלי שיאפשר לצרכן השוואת מוצרים יעילה.²¹ המלצה בולטת בצד הביקוש לאשראי קמעונאי היא הפחתת העמלות לעסקים קטנים באמצעות החלה מורחבת של התעריפון הקמעונאי. יישום של המלצות אלו יגביר את יכולת הגופים המוסדיים להתחרות ביעילות עם הבנקים במגזר האשראי הקמעונאי. עם זאת חשוב לציין שעיקרה של העלייה הנכספת ברמת התחרות במגזר הקמעונאי צפויה לבוא מכיוון של חברות האשראי, אשר נכון למועד כתיבת שורות אלו מוחזקות בבנקים. המלצות ועדת שטרם אומצו בכנסת בחוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל (תיקוני חקיקה, התשע"ז-2017) ובכלל זאת חובת ההפרדה בין שתי חברות כרטיסי האשראי הגדולות מהבנקים הגדולים (פועלים ולאומי),²² שצפויה להיכנס לתוקף בשנים הקרובות. מתחרה נוסף במתן אשראי, בעיקר לעסקים קטנים ובינוניים, הן החברות הציבוריות לאשראי חוץ-בנקאי.²³

בדוח סקירה שנתי של מערכת הבנקאות ב-2016 ציינה המפקחת על הבנקים את הערכתה כי התחרות במגזר האשראי הקמעונאי תתעצם לצד התזכורת שמדובר בהליך ארוך טווח.²⁴ יישומן של ההמלצות השונות, הן בצד ההיצע והן בצד הביקוש, מגדיל את כדאיותה של הפגנת מדיניות תחרותית מצד הגופים המוסדיים, ולחלופין את הכדאיות בקידום מדיניות המשקפת תחרותיות מרוסנת בבנק מתחרה.

(ג) תיווך פיננסי

הרפורמה הצפויה לשכלול המסחר בבורסה עתידה להגביר את רמת התחרות הנמוכה בין הבנקים לגופים המוסדיים בתחום התיווך הפיננסי.²⁵ מתווך פיננסי הוא ישות-ביניים

20 דוח ועדת שטרם, לעיל ה"ש 2, בעמ' 53.

21 שם, בעמ' 2.

22 מירב ארלוזורוב וצבי זרחיה "פורסם החוק ההיסטורי להפרדת כרטיסי האשראי מהבנקים והגברת התחרות" *TheMarker* (7.7.2016) <http://bit.ly/2N4IkR9>.

23 דוח יציבות פיננסית 2015, לעיל ה"ש 4, בעמ' 34.

24 בנק ישראל – סקירה שנתי 2016, לעיל ה"ש 1, בעמ' 15.

25 לפירוט על המסגרת הנורמטיבית המסדירה תיווך פיננסי בישראל, כמו גם דיון על שילוב עקרונות אחרים בהסדרתו, ראו עלי בוקשפן ואסא כשר "המשפט והאתיקה בתחום התיווך הפיננסי" משפט וממשל טז 249 (2014).

המקשרת בין שני צדדים בעסקה פיננסית. המתווכים הפיננסיים נבדלים זה מזה, למשל בהיקף ההשקעות בניהולם (economics of scale), באופן ניהול הנכסים, הביטחונות שהם מעמידים ללקוח ונזילות. עת כינוס הוועדה לשכלול המסחר בבורסה (להלן: ועדת בן-חורין) שיעור של כ-75% מהפעילות המסחרית בניירות ערך בקרב הלקוחות הפרטיים מבוצעת בבנקים²⁶ חרף העובדה שהגופים המוסדיים הציעו עסקאות משתלמות יותר. הסיבה לכך טמונה בחסמים הנוגעים למתן שירותי תיווך פיננסיים; ראשית, בפתיחת חשבון קיימת דרישה לזיהוי לקוח פנים אל פנים. מספר הסניפים של הגופים המוסדיים קטן מזה של הבנקים, ובפתיחת סניפים נוספים טמונות עלויות. שנית, כאמור, קיימים חסמי מעבר המקשים על ניוד לקוחות, מפתיחת חשבון ועד להעברתו, עקב עלויות גבוהות וזמן מעבר ארוך. שלישית, קיימת "נטייה טבעית" בקרב משקי הבית לאחד את שירותי התיווך הפיננסי והשירותים הבנקאיים הנפוצים תחת קורת גג אחת.²⁷

המלצות ועדת בן-חורין וכן חלק מהמלצות הוועדות האחרות שצוינו לעיל ועוגנו בחקיקה מפחיתות את חסמי הכניסה ומגבירות את הכדאיות של התנהגות תחרותית בתחום התיווך הפיננסי מצד הגופים המוסדיים. הוועדה המליצה להעניק לגופים המוסדיים אפשרות לקבלת לקוחות חדשים ללא צורך בזיהוי פנים אל פנים,²⁸ ובכך מאפשרת להם להימנע מנשיאה בעלויות הנובעות מפתיחת סניפים חדשים. כמו כן הגופים המוסדיים צפויים ליהנות מהעלייה הצפויה בביקוש למוצרים הקשורים לבורסה: הרפורמה בבורסה צפויה להפוך אותה לאטרקטיבית יותר, בין השאר באמצעות הפיכתה לחברה למטרת רווח, הפחתת עמלות וכן יישום המלצות העוסקות במסחר שוטף ובפיתוח. עלייה באטרקטיביות של הבורסה מגדילה, בסופו של דבר, את הביקוש למוצרים הנסחרים בה ואת הכדאיות של הגופים המוסדיים בהעצמת התחרות. כמובן, חלק מהמלצות הוועדות השונות לעיל אף הן צפויות להגדיל את הביקוש לצריכת שירותים פיננסיים איכותיים, למשל כאמור הקלת המעבר בין המערכת הבנקאית למערכת החוץ-בנקאית,²⁹ פרסום מאגר נתונים אינטרנטי שיאפשר בחינה השוואתית של מוצרי צריכה פיננסיים ויצירת שקיפות במבנה העמלות.³⁰ חלק מהמלצות הוועדה כבר זכו ליישום מעשי,³¹ וחלקן עוגנו בתיקון לחוק ניירות ערך, שעסק בעיקר בשינוי מבנה הבורסה.³² בדברי ההסבר להצעת החוק התייחסות מפורשת לכך שהפיכת הבורסה לחברה למטרת רווח תאפשר לבורסה "להגיב באופן יעיל יותר ללחצי תחרות ולפעול בנפרד מהאינטרסים של החברים [חברי הבורסה], וכך תיווצר בורסה

26 הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה דוח סופי 52 (2014) (להלן: ועדת בן-חורין).

27 שם, בעמ' 80.

28 שם.

29 דוח ועדת זקן, לעיל ה"ש 14, בעמ' 119.

30 שם, בעמ' 114.

31 במעמד מסירת הדוח הסופי של ועדת בן-חורין (לעיל ה"ש 26) ליו"ר הרשות לניירות ערך ולבורסה לניירות ערך הצהירו יו"ר ומנכ"ל הבורסה כי "סגל הבורסה החל ביישום מעשי של המלצות הוועדה" (ראו הבורסה לניירות ערך "הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה הגישה היום את הדוח הסופי ליו"ר רשות ניירות ערך, מנכ"ל הבורסה, ויו"ר הבורסה" (7.4.2016) <http://bit.ly/2BvKPuC>).

32 חוק ניירות ערך (תיקון מס' 63), התשע"ז-2017, ס"ח 676.

מוכוונת שוק, פשוטה ויעילה".³³ התעצמותה הצפויה של התחרות בתחום התיווך הפיננסי מבססת תמריץ של הגופים המוסדיים לפעול לריסון התנהגות תחרותית מצד הבנקים. אם כן, בין הבנקים לגופים המוסדיים מתחוללת תחרות ישירה בנוגע להעמדת אשראי ומתן שירותים פיננסיים. בין שהתחרות ברמה גבוהה ובין שהיא ברמה נמוכה, ניתן להסכים שהיא קיימת, ומשכך יש לה השפעה במשקל משתנה על האינטרס המוסדי בהקשר מערכת הבנקאות. לכן התחרות הישירה של הגופים המוסדיים עם הבנקים היא שיקול שיש להתחשב בו בבחינה של האינטרס המוסדי במסגרת מערכת יחסי הגומלין בין שתי קבוצות אלו.

2. תמריצי הגופים המוסדיים לריסון התנהגות תחרותית הנובעים מחשיפה פיננסית של תיקי הנכסים בשליטתם לביצועי מערכת הבנקאות

חשיפתם הפיננסית של הגופים המוסדיים למערכת הבנקאות בישראל היא גבוהה. להמחשה, נכון לשנת 2013 עמדה החשיפה של כלל החיסכון הפנסיוני החדש למערכת הבנקאות בישראל על כ-12.72%, כ-79.1 מיליארד ש"ח.³⁴ להמחשת היקפה כיום ניתן לעיין בדוחות הסיכון של המוצרים שמציעים המוסדיים לציבור, שבמסגרתם מפורטת החשיפה של כל מסלול המוצע לצרכן לענפי המשק השונים, הן עבור השקעה במכשירים הוניים והן בעבור השקעות בנכסי חוב סחירים ושאינם סחירים. הדוחות שנועין בהם הם של קופת הגמל "פסגות גדיש", שהיא חברת הבת של "פסגות בית השקעות בע"מ". בית ההשקעות של פסגות גדיש הוא אחד מהגופים המנהלים הדומיננטיים והוותיקים במשק. לפי העיתון גלובס, בסוף הרבעון הראשון של 2015 ניהלה "פסגות גדיש" את קופת הגמל הגדולה בשוק והשיגה תשואה שנתית של כ-9%, מקום שלישי בדירוג כלל-ארצי.³⁵ עיון בדוח השנתי לקופת הגמל של "פסגות גדיש" לשנת 2015 חושף נתונים מעניינים אודות החשיפה לסיכון ממערכת הבנקאות. במסלול הכללי עבור השקעות בנכסי חוב סחירים ושאינם סחירים הסיכון הנובע מחשיפה למערכת הבנקאות הוא כ-13.69%, שני רק לסיכון הנובע מאג"ח ממשלתי.³⁶ מדובר בהיקף כספים של כ-2.344 מיליארד שקלים בקירוב. אף במסלול הכללי עבור השקעות במניות בלבד, שבו הסיכון מהבנקים נמוך מאוד, הוא עדיין כ-8.12%, המשקף סכום של כ-340 מיליון שקלים בקירוב. נוסף על זה, היקף הפיקדונות המופקדים בבנקים במסגרת ניהול קופות הגמל של "פסגות גדיש", הוא, נכון לסוף שנת 2015, כ-219.25 מיליון שקל בקירוב.³⁷ לפחות "על הנייר" חשש המשקיעים המוסדיים בישראל מאובדן הפיקדונות עקב מצוקה של הבנק אמור להיות גדול מבשאר המדינות

33 דברי הסבר להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 60) (שינוי מבנה הבורסה), התשע"ו-2016, ה"ח הממשלה 1160, 1161.

34 חשיפה פיננסית היא היקף ההפסד שעלול להתממש בהשקעה, ראו משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון מסגרת לניתוח תיק נכסי הגופים המוסדיים בישראל 10 (2013).

35 רון שטיין "צפו בטבלה: מה עשו קופות הגמל שלכם בשנה האחרונה?" גלובס 30.4.2015 <http://bit.ly/2wg29hg>.

36 פסגות גדיש דו"ח שנתי של קופת הגמל לשנת 2015 61 (2016).

37 שם, בעמ' 104.

החברות ב־OECD אשר מפעילות הסדר כלשהו של ביטוח פיקדונות (למעט ניו זילנד).³⁸ עם זאת בעקבות התערבויות קודמות של הממשלה במערכת הבנקאות ופיצוי של מפקידים שוררת בציבור הנחה שהממשלה תדאג לפיצוי לקוחות שייפגעו מבנק שהגיע לחדלות פירעון.³⁹ מנתונים אלו עולה כי התממשות תרחיש שבו הבנקים חווים מצוקת נזילות זמנית, לא כל שכן מצב של חדלות פירעון, טומן בחובו נזק פוטנציאלי עצום לקופת הגמל לעיל. זוהי כמובן רק דוגמה שאינה מאפשרת הבנת היקף הסיכון הכולל של נכסי הגופים המוסדיים העיקריים למערכת הבנקאות בישראל. דוגמה זו היא אינדיקציה לכך שחשיפה זו קיימת, והיא שיקול דומיננטי בעיצובם של המוצרים הפיננסיים המוצעים. חשיפה זו ממחישה את אינטרס המוסדיים במערכת בנקאות יציבה ולא דווקא תחרותית. במיוחד במצב שבו מערכת הבנקאות מצויה על סיפו של משבר פיננסי, במקום שבו מתגבש חשש ממשי להתממשות הסיכון לנכסי הגופים המוסדיים הנובע מהחשיפה למערכת הבנקאית, עולה הסבירות שהמוסדיים יבקשו לרסן התנהגות תחרותית בבנק (ולחלופין לא יתנגדו לריסון שכזה) שעלולה לסכן את יציבות המערכת ולפגוע בכספי החיסכון המוסדי.

תמריץ לריסון התנהגות תחרותית בבנק המקור עשוי להתגבש מקום שבו הבנק המתחרה מתקשה לפרוע את חובותיו לגוף מוסדי. כאמור, חלק מהאשראי הבנקאי מקורו בכספי הגופים המוסדיים. במצב שבו התנהגות תחרותית בבנק המקור עלולה לפגוע בבנק מתחרה באופן שיקשה עליו לעמוד בפירעון החוב לגופים המוסדיים, עולה הסבירות שאלו יפעלו לריסונה, או שזו תרוסן ביוזמת בנק המקור, שעבורו מערכת יחסים תקינה עם הגופים המוסדיים היא נכס חשוב.⁴⁰ לצורך המחשה נשתמש בדוגמת קופת הגמל לעיל עם שני בנקים נוספים: נניח שהגעת בנק א למצוקת נזילות מעמידה בסכנה את כספי הפיקדונות המופקדים בו במסגרת ניהול קופת הגמל "פסגות-גדיש". לכן קיים אינטרס לקבוצת "פסגות" בריסון התנהגות תחרותית בבנק ב, שעלולה לפגוע ביכולת פירעון החוב של בנק א, וכך גם בכספי הפיקדונות. יתרה מזאת, מקור החוב הוא פעמים רבות הלוואות של כמה גופים מוסדיים. אין מדובר באינטרס של גוף מוסדי אחד אלא באינטרס המשותף להם כקבוצה. לכן ייתכן שהריסון שיופעל בבנק א, אם ביוזמת הגופים המוסדיים ואם לא, יהיה אגרסיבי יותר, במיוחד לאור המגמה להתיר פעילות משותפת ומתואמת של הגופים המוסדיים.⁴¹ כמו כן, לא זו בלבד שהפעולה המרסנת עשויה להיות חזקה במיוחד מצד הגופים המוסדיים, אלא אפשר שההתנגדות לה תהיה חלשה עקב היותו של בנק א במצב פיננסי בעייתי. במצב זה סביר שהנהלת הבנק תבכר החלטות שישארו את יציבותו, דהיינו לא ישבשו את יחסיו עם הגופים המוסדיים הדרושים להתנהלות עתידית תקינה, ולא דווקא החלטות המאפשרות גריפת הכנסות גבוהות יותר לטווח הקצר. העמדת אשראי לבנקים

38 איתמר מילרד תיאור וניתוח של מנגנונים לביטוח פיקדונות בנקאיים במדינות מפותחות 1 (הכנסת, מרכז מחקר ומידע, המחלקה לפיקוח תקציבי, 2015).

39 שם, בעמ' 8.

40 לרצון למנוע פגיעה במשאבי אותו גוף מוסדי יכולים להיות גם כאמור מניעים אחרים, כמו רצון חברי הדירקטוריון בתמיכת המוסדיים בהצבעות בענייני מינוי והמשך כהונה, חשש לפגיעה במוניטין שלהם שתקשה במציאת עבודה דומה בעתיד, או שבהסכמי השכר שלהם קיימים תמריצים לנהוג כך (ראו הרחבה בפרק זה).

41 לפירוט על מגמה זו, כמו הסדר התיאום הייחודי בהסדרי חוב, ראו סקירה בפרק ג להלן.

מאת הגופים המוסדיים עשויה לגבש בנסיבות מסוימות תמריץ לריסון התנהגות תחרותית בבנק למניעת פגיעה ביכולת פירעון החוב של בנק חייב בעוצמה גדולה יותר אם מדובר באינטרס המשותף לגופים מוסדיים רבים יותר.

החשיפה הפיננסית המשותפת לגופים המוסדיים מקימה אינטרס כלכלי משותף לשמור את החשיפה הפיננסית בגבולות מסוימים. בנסיבות מסוימות, השגת החשיפה הרצויה עשויה לעודד מדיניות עסקית שמרנית בענף ואף כזו המשקפת תחרותיות מרוסנת. ייתכן גם ההפך הגמור – דווקא מדיניות תחרותית תביא לשמירה על החשיפה הפיננסית המתבקשת. אינטרס זה יכול להתגבש בתרחישים מגוונים, שהם תוצאה של פעולות ותשלומים ספציפיים, כמו חשש לפירעון חוב וגם של התפתחויות ענפיות כלליות. אינטרס זה נובע ממבנה המשק הקיים, וללא שינוי של המבנה עצמו קיומו יישמר. בהיקף השפעתו המשווערת טרם דנו, אולם מטרת חלק זה היא לבסס את עצם קיומו של האינטרס המשותף. לסיכומם של דברים, בפרק זה נטען כי השפעתה של התחרותיות במערכת הבנקאות על הגופים המוסדיים הגדולים דומה אצל כולם. לשם פשוטות, האינטרס נבחן על רקע התחרות של הגופים המוסדיים עם הבנקים במתן שירותים פיננסיים, ועל רקע חשיפת תיקי הנכסים בשליטתם לביצועי מערכת הבנקאות. למשל, וכך נטען בפרק זה, תחרותיות גבוהה עשויה לפגוע ביכולת הגופים המוסדיים לגרוף רווחים ממתן שירותים שונים וכן להגביר את החשיפה הפיננסית של תיקי הנכסים בשליטתם, שבתורה מגבירה עלויות התפעול והמימון. אם כן, האינטרס המשותף לגופים המוסדיים הגדולים, בנסיבות מסוימות, עשוי לצאת נשכר מקידומה של מערכת בנקאות יציבה המתאפיינת בתחרותיות מרוסנת.

ב. משקל האינטרס המוסדי במערכת הבנקאות בישראל

בפרק הקודם נוכחנו שלגופים המוסדיים אינטרס המשותף להם כקבוצה במערכת בנקאות יציבה בעלת תחרותיות מרוסנת. בפרק זה אבקש להראות מהם מקורות הכוח שמהם נהנים הגופים המוסדיים בהקשר מערכת הבנקאות, וכיצד אלו מקנים לאינטרס המוסדי משקל ניכר במסגרת הליך קבלת ההחלטות בבנקים. במילים אחרות, אבקש לבסס את הטענה כי לתמריץ הגופים המוסדיים שבוסס בפרק הקודם מתווספת יכולת אפקטיבית להוציאו מן הכוח אל הפועל, תהליך שגם עשוי להתרחש בהיעדר יוזמה מצידם.

הגופים המוסדיים הם שחקנים דומיננטיים בכלכלת מדינת ישראל. הם "שחקני מפתח" בשוק ההון הישראלי.⁴² בשל היקף הנכסים בניהולם וכן בשל מומחיותם בתחום ההשקעות קיימת הסכמה רווחת שעידוד מעורבותם בפיקוח על חברות ציבוריות תורם לרווחת כלל ציבור המשקיעים.⁴³ לכן המסגרת הנורמטיבית בישראל מעוצבת גם לפי הצורך לחזק את

42 ת"צ (מחוזי ת"א) 36604-02-10 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ, פס' 7.2.3.2 לפסק הדין (פורסם בנבו, 21.12.2015).

43 אם כי ראוי לציין כי קיימת ביקורת גם על גישה זו, הגורסת כי מדובר בתפקיד שהגופים המוסדיים אינם יכולים למלא בהצלחה. ראו למשל S.J Choi & J.E Fisch, *Hot to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries*, 113 YALE L.J. 269 (2003). כמו כן נערכו מחקרים התומכים בטענה זו. למשל, ממצאים אמפיריים חשפו נטייה של גופים מוסדיים הנשלטים על

מעמד המוסדיים כ"שומרי הסף של שוק ההון"⁴⁴ ושואפת להעניק להם יכולת השפעה על מדיניותה של חברה ציבורית אשר הם משתתפים בניהולה.⁴⁵ רבים מחזיקים בדעה שמדיניות זו משקפת מגמה רצויה. בפרק זה אבקש להראות שהמסגרת הנורמטיבית שעוצבה לאורה של גישה זו, וכן מאפיינים כלכליים ויחודיים למשק בישראל, מגבירים את הסבירות שלא ינטרס המוסדי ניתן משקל ניכר בהליך קבלת ההחלטות בבנק גדול בישראל. לקבוצת הגופים המוסדיים יכולת השפעה ניכרת על המדיניות העסקית של בנק שהם בעלי החזקות בו (קרי, על כל הבנקים הגדולים בישראל), ומכאן, על מערכת הבנקאות בישראל בכללותה אף על פי שחוק הבנקאות (רישוי)⁴⁶ מגביל את שיעור ההחזקה של גופים מוסדיים קשורים במניות בנק יחיד. לכן ייתכן שנוצר פער בין שיעור ההחזקה של גוף מוסדי יחיד בהון בנק, שהוא לכאורה מצומצם, לבין יכולתו להשפיע על מדיניות אותו בנק, שהיא רחבה יחסית.

חשוב לציין כי הגופים המוסדיים העיקריים הם קבוצה מצומצמת. שוק החיסכון המוסדי בישראל מתאפיין בריכוזיות גבוהה ביחס למדינות אחרות.⁴⁷ נכון לשנת 2015 שיעור של כ-54% מהחיסכון המוסדי נשלט על ידי חמישה גופים מנהלים בלבד.⁴⁸ נוסף על כך, כ-90% ממוצרי ביטוח חיים וכ-95% מקרנות הפנסיה החדשות מצויים בשליטת חמשת הגופים הגדולים,⁴⁹ ורמת הריכוזיות של נכסי קופות הגמל היא כ-49.50% מנתונים אלו עולה שקיימים בישראל כמה גופים מוסדיים חזקים, אשר חברות רבות במשק הישראלי

ידי פירמידות עסקיות, נסחרים בבורסה, או בעלי פעילות חיתום והנפקות, להצביע בעד עסקות התואמות את האינטרס של בעל השליטה בחברה: Assaf Hamdani & Yishai Yafeh, *Institutional Investors as Minority Shareholders*, 17 REV. FIN. 691 (2012) (להלן: Hamdani & Yafeh).

44 ראו כתב המינוי בדוח ועדת חמדני: הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל דו"ח הוועדה 41 (2008) (להלן: דוח ועדת חמדני).

45 במאמרו, מבקש דב סולומון להצביע על תופעת האדישות הרציונלית של בעלי מניות כדי לטעון שיש להתמקד בפרספקטיבה כלכלית של עלות מול תועלת כדי לבסס תמריצים יעילים למעורבות של ציבור המשקיעים בסדר היום בחברה הציבורית. התבוננות זו מספקת, לדבריו, מסגרת מובנית וקוהרנטית לדיון ברפורמות החדשות בדיני התאגידים וניירות הערך שאותן הוא סוקר במאמרו. כמו כן טענתו היא כי יש לפעול בשני מישורים להשגת תכלית, דהיינו עידוד מעורבות ציבור המשקיעים בהליך קבלת ההחלטות בחברה, הן באמצעות הגדלת התועלת הכרוכה במימוש זכות ההצבעה והן באמצעות הפחתת העלויות הנובעות מכך. ראו דב סולומון "אדישות רציונלית של בעלי מניות: כיצד לעורר את ציבור המשקיעים מתרדמתו?" **עיני משפט** 317 (2016).

46 חוק בנקאות (רישוי), התשמ"א-1981.

47 בסקירה של ארגון ה-OECD אודות כלכלת ישראל בשנת 2015, נכתב כי: "This sector [...] suffers from high level of concentration relative to other countries". OECD ECONOMIC SURVEYS: ISRAEL 2016, 134-135 (2016).

48 בנק ישראל "דבריו של פרופ' נתן זוסמן, שכהן כמנהל חטיבת המחקר בבנק ישראל, בפורום המשקיעים המוסדיים: 'השוק הפיננסי – אתגרים ורפורמות'" (הודעות לעיתונות, 13.10.2015), <http://bit.ly/2AL8Yuz>.

49 ראוי לציין כי ריכוזיות זו נמצאת בירידה. ראו רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון דוח שנתי 2016 27 (2017).

50 שם.

מעוניינות בגישה לנכסים ולכספים שבשליטתם.⁵¹ לכן סביר להניח שחברות ציבוריות המסתמכות על כספם של הגופים המוסדיים המרכזיים להתנהלותם העסקית, ישאפו להימנע מיצירת חיכוכים שיכולים להעמיד כספים אלו בסכנה.⁵²

1. שיעור ההחזקה המוסדי במערכת הבנקאות – הגופים המוסדיים כבעלי מניות בבנקים

כוחם של המוסדיים להשתתף בניהול הבנקים נובע משיעור החזקתם במניותיהם, המוסדר במגבלת ההחזקה בחוק הבנקאות (רישוי). חוק הבנקאות מאפשר לגוף מוסדי, העולה בגדר תאגיד פיננסי, להחזיק עד כ-5% בלבד ממניות בנק יחיד,⁵³ למעט אם קיבל היתר מנגיד בנק ישראל לאחר התייעצות בוועדת הרישיונות.⁵⁴ במקור היה שיעור המגבלה כ-10%, כאשר תכליתה, כפי שהיא מפורטת בדברי ההסבר להצעת החוק, הייתה למנוע מצב שבו "הבנק שולט בעקיפין בו עצמו".⁵⁵ בתיקון מס' 13 לחוק שנחקק בשנת 2003 הוחמרה המגבלה לכ-5%. בדברי ההסבר תלו החמרה זו בניסיון המצטבר מאז חקיקת החוק, אשר לימד כי "ברוב המקרים משקיע המבקש להחזיק בשיעור העולה על חמישה אחוזים מאמצעי השליטה בתאגיד בנקאי [...] אינו פועל כמשקיע פיננסי רגיל, ולפיכך מוטב להקדים את הבדיקה לגביו ולחייבו [...] בקבלת היתר הנגיד כבר בשלב זה".⁵⁶ אכן, טרם פרסום המלצות הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון (המוכר בשם ועדת בכר) ועיגון בחקיקה⁵⁷ היה תאגיד בנקאי יכול לשלוט בתאגיד פיננסי, ולכן חשש זה היה רלוונטי מאוד. אולם פרסום המלצותיה של ועדת בכר היה נקודת מפנה בנוגע לחשש זה. מטרת הוועדה, אשר פרסמה את המלצותיה בשנת 2004, הייתה להביא להפחתת הריכוזיות בשוק ההון ולצמצום ניגודי העניינים המובנים בפעילותם של המתווכים הפיננסיים בשוק ההון הישראלי.⁵⁸ במסגרת פעילותה שאפה הוועדה להביא להקטנת הריכוזיות בשוק האשראי, למנוע היווצרות שוק ריכוזי במערכת הגופים המוסדיים ולהפחית את ניגודי העניינים בתחום התיווך הפיננסי.⁵⁹ בין היתר המליצה ועדת בכר לאסור על תאגיד בנקאי להחזיק אמצעי שליטה בתאגיד פיננסי וכן להיות בעל עניין בתאגיד שהוא בעל עניין בקופות גמל או קרנות נאמנות. נוסף על זה, במסגרת המלצה נוספת שעוגנה בחקיקה,⁶⁰ נאסר על תאגיד

51 מדובר באשראי אטרקטיבי במיוחד עבור חברה שאינה מעוניינת לגייס הון באמצעות הבורסה, למשל עקב רתיעה מדרישות הרגולציה המחמירות או עקב ההשלכות המשפטיות הנובעות מהפיכתה לחברה ציבורית.

52 למשל, אימוץ כללי ממשל תאגידי שמפחיתים את יכולת הגופים המוסדיים להשתתף בניהול החברה.

53 ס' 27 לחוק הבנקאות (רישוי).

54 שם, ס' 34(א).

55 דברי הסבר להצעת חוק הבנקאות (רישוי) (תיקון מס' 9), התשנ"ג–1993, ה"ח הממשלה 299, 300.

56 דברי הסבר להצעת חוק הבנקאות (רישוי) (תיקון מס' 13), התשס"ג–2003, ה"ח הממשלה 530, 532.

57 חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה–2005.

58 הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון דו"ח הצוות 2 (2004).

59 שם.

60 פרק ב לחוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה–2005.

בנקאי או בעלי שליטה בו לעסוק בניהול נכסים עבור מבטח, קופת גמל או קרן נאמנות. במילים אחרות, החשש שהיה בבסיס הצורך להגביל את שיעור ההחזקה של תאגיד פיננסי באמצעי השליטה בתאגיד בנקאי, קרי שהבנק ישלם בעצמו בעקיפין, הפך לפחות בחומרתו. סביר להניח שקיימים חששות אחרים שהוראת החוק מספקת להם מענה, כמו הרצון לוודא שהמחזיקים באמצעי שליטה של מוסד בעל חשיבות פיננסית מערכתית יעברו בדיקת נאותות שתבטיח את הגינותם, או שיהיו בעלי אמצעים כספיים נדרשים, אולם חששות אלו אינם מצויים בדברי ההסבר להצעת החוק.

שיעור ההחזקה המדויק של הגופים המוסדיים במניות הבנקים אינו ברור, אך ניתן לקבל עליו מושג לפי הצהרות הגופים המוסדיים והדיווחים הגלויים של חלק מהבנקים על בעלי אמצעי השליטה בהם. לאחרונה הודיע בנק ישראל כי הוא יקל את מגבלת שיעור ההחזקה ויאפשר לגוף מוסדי יחיד או לגופים מוסדיים קשורים להחזיק עד כ-7.5% ממניות בנק יחיד.⁶¹ הסיבה לכך היא שגופים מוסדיים הצהירו בפני המפקחת על הבנקים שהם כבר מנצלים את המגבלה עד תומה, ולכן אין להם יכולת לספק מענה לביקוש הגובר מהציבור לתעודות סל.⁶² נוסף על זה, ניתן ללמוד על שיעור ההחזקה של הגופים המוסדיים במניות הבנקים מדיווחי הבנקים עצמם, שכן המפקחת על הבנקים מחייבת את הבנקים במסירת דוח שנתי על ההחזקה באמצעי השליטה בהם,⁶³ אלא שלא כל הבנקים מפרסמים דיווחים אלו באתרי האינטרנט הרשמיים, וחלקם מסתפקים בפרסום חלקי.

בדוח של בנק דיסקונט⁶⁴ מצוינים כ-8% משקיעים מוסדיים ישראלים המחזיקים, כל אחד בנפרד, בשיעור של כ-2.5% עד 5% ממניות הבנק. כלומר, שיעור ההחזקה המצטבר של הגופים המוסדיים הישראליים במניות בנק דיסקונט נע בין 20% ל-40%. בדוח של בנק לאומי גם מצוינים כ-9% משקיעים מוסדיים ישראלים, וכן חברות החזקה ישראליות נוספות.⁶⁵ שלא כבדוח של דיסקונט, יש אי-בהירות בעניין הסף המינימלי של החזקתם, 1% או 2.5%, ולכן שיעור ההחזקה המצטבר של המוסדיים בבנק לאומי נע בטווח של 9%-45%. לפי פירוט החזקות שהתפרסם בתקשורת שעליו אסתמך במאמר זה, נכון לאפריל 2016 מחזיקים הגופים המוסדיים הישראליים יחד בשיעור של כ-30.15% ממניות בנק לאומי ו-28.07% ממניות בנק דיסקונט.⁶⁶ כמובן, עם הקלת המגבלה לשיעור של 7.5%

61 ראו בנק ישראל "בנק ישראל מאפשר לגופים המוסדיים להגדיל את אחזקותיהם במניות הבנקים" (הודעה לעיתונות, 16.6.2016); סוניה גורדיסקי "בנק ישראל למוסדיים: ניתן להגדיל את האחזקות במניות הבנקים ל-7.5%" **גלובס** – **שוק ההון** (16.6.2016) <http://bit.ly/2nTGuaM>.

62 בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, ורשות ניירות ערך "החזקה במניות הבנקים על ידי חברות תעודות סל" <http://bit.ly/2vZjg7t> (4.8.2014) (להלן: מתווה בנק ישראל לתעודות סל).

63 הוראות הדיווח לפיקוח 818 "דוח שנתי על אמצעי שליטה בתאגיד בנקאי" 1 (28.5.2012).

64 ראו בנק דיסקונט דוח **בעלי אמצעי שליטה מהותיים** (7.10.2018) <http://bit.ly/2F43XS8>.

65 בנק לאומי "בעלי מניות שמחזיקים ב-5% או יותר מהון המניות המונפק או מכוח ההצבעה בבנק לאומי לישראל בע"מ (בעלי עניין לפי ההגדרה בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968)" <http://bit.ly/2BsjsRU>.

66 מיכאל רוכוורגר "המוסדיים הגדולים קרובים למגבלת האחזקה של 5% בלאומי ודיסקונט" **TheMarker** – **שוק ההון** (11.4.2016) <http://bit.ly/2Pore2j>.

צפויים הגופים המוסדיים לרכוש אמצעי שליטה נוספים, תהליך שכבר מתרחש.⁶⁷ לכאורה, ההחזקה הקיימת של משקיע מוסדי יחיד במניות בנק אינה גבוהה: אף הקלת המגבלה ל-7.5% אינה הופכת גוף מוסדי יחיד לשחקן המשפיע רבות על הליך קבלת ההחלטות של הבנק. עם זאת בפרק זה אבקש להראות שחרף מגבלה זו יכולתם של הגופים המוסדיים להשפיע על מדיניות הבנק היא גבוהה בשל מאפיינים משפטיים וכלכליים של מערכת יחסי הגומלין בינם לבין הבנקים.

2. כוח הגופים המוסדיים במערכת הבנקאות

המשקל שניתן לאינטרס המוסדי במסגרת הליך קבלת ההחלטות בבנק נגזר מכוח השפעתם של הגופים המוסדיים, כיחידים וכקבוצה, על מדיניותו. בפרק זה אבקש לדון במעמדם המיוחד של הגופים המוסדיים במערכת הבנקאות, שלו שני גורמים עיקריים: הראשון שבהם הוא המסגרת הנורמטיבית המסדירה פעילות הגופים המוסדיים, אשר מעניקה להם, מכוח חוק החברות והוראות ניהול בנקאי תקין, כוח ניכר בהליך קבלת ההחלטות גם בבנק בעל גרעין שליטה. הכוח הנתון לגופים המוסדיים מאפשר להם להשפיע על החלטות דירקטוריון הבנק ופעמים מסוימות גם לקבוע את הרכבו, ומכאן את הרכב ועדת התגמול וועדת הביקורת של הבנק. קביעת מדיניות תגמול היא המפתח ליצירת מערך תמריצים במיוחד לדירקטוריון ולהנהלת הבנק, שבכוחו לעודד בחירתה של מדיניות עסקית אשר מצויה בהלימה עם האינטרס המוסדי. התלות של מועמדי הדירקטוריון ושל דירקטורים מכהנים בתמיכת המוסדיים מביאה ליצירת זיקה כלפיהם, אשר מתמרצת הפגנת יחס אוהד של הדירקטוריון כלפי האינטרס המוסדי. לביסוס טענה זו אבקש להסתמך על מחקרים עדכניים בענף האתיקה ההתנהגותית. על זה יש להוסיף את המגמה בישראל לאמץ פרשנות מצמצמת לניגוד עניינים כאשר מדובר בגופים מוסדיים, אשר מקילה את יכולתם לשתף פעולה למען מטרה משותפת. נוסף על כך, הוראות ניהול בנקאי תקין בעניין תגמול מחייבות כריתת הסכמי שכר שרגישותם לביצועים נמוכה יחסית ואף לא רגישה כלל מבחינתם של נושאי משרה מסוימים. בהמשך לכך אבקש לטעון כי הסכמים אלו מתכתבים עם האינטרס המוסדי ליציבות פיננסית ותחרותיות מרוסנת. הגורם השני הוא העובדה שהגופים המוסדיים הם שחקנים חוזרים במערכת הבנקאות ובשוק ההון בכלל, אשר יחסים תקינים עימם דרושים להתנהלות יעילה של בנק גדול בישראל בעל גרעין שליטה וכן בשליטה מבוזרת.

מציאות זו מעלה חשש שהבנק יקדם מדיניות עסקית המקנה לשיקול האינטרס המוסדי משקל מופרז, דהיינו משקל הגבוה יחסית לשיעור החזקתם של הגופים המוסדיים בהון הבנק. התגשמותו של חשש זה, עיונית, אינה דורשת יוזמה; לא של הגופים המוסדיים ולא של כל שחקן אחר בבנק, וודאי שמאמר זה אינו מבקש להצביע על יוזמה שכזו. בפרק זה אבקש להראות כי מתן משקל מופרז לאינטרס המוסדי בהליך קבלת ההחלטות בבנק היא

67 בית ההשקעות של מיטב דש היה הראשון לקבל אישור מנגידת בנק ישראל להגדיל את החזקתו במניות הבנקים. ראו עירית אבישר ורון שטיין "מיטב דש קיבל היתר מבנק ישראל להגדיל החזקות במניות הבנקים ל-7.5%" גלובס (24.1.2017) <http://bit.ly/2N5a208>.

תרחיש אפשרי הנובע מתכונות מערכת הבנקאות הספציפית וכן מן המסגרת הנורמטיבית המסדירה את פעילותם של הגופים המוסדיים בה.

(א) מסגרת נורמטיבית

בבנקים בעלי גרעין שליטה, וביתר שאת בבנקים ללא גרעין שליטה, המסגרת הנורמטיבית המסדירה את התנהלות הגופים המוסדיים כבעלי מניות מיעוט בחברות ציבוריות מעניקה להם כוח השפעה על מדיניות הבנק הן בהליכים שקופים והן בהליכים שאינם חשופים לציבור. בישראל, שבה חברות רבות מאופיינות בשליטה ריכוזית,⁶⁸ קיימת הסכמה בדבר חשיבותם של הגופים המוסדיים כגורם מפקח.⁶⁹ עם זאת קיימת הסכמה שתמריץ הגוף המוסדי לפקח על החברה הוא מוגבל: עלות הפיקוח מוטלת על הגוף המוסדי בלבד, ואילו התועלת המופקת ממנו, עלייה בשווי החברה, מתפזרת בין כלל המשקיעים בחברה.⁷⁰ לכן קיימת מגמה לעודד את הגופים המוסדיים וכן לשפר את יכולתם לשמש גורם מפקח בשוק ההון בישראל.⁷¹ נוסף על זה, בישראל חמש קבוצות בנקאיות גדולות חולשות על כ-94% משוק הבנקאות.⁷² שלושה מחמשת הבנקים הישראליים המובילים, בנק הפועלים, בנק המזרחי והבנק הבינלאומי, הם בעלי גרעין שליטה. משכך, חלה על הגופים המוסדיים בבנקים אלו המסגרת הנורמטיבית המעוגנת בחוק החברות, אשר מחזקת את כוחם בהליך קבלת החלטות מסוימות בדרישת רוב מקרב בעלי מניות המיעוט.⁷³ מטרת הוראות אלו היא למנוע העברת ערך עודף לבעל השליטה על חשבון בעלי מניות מהציבור (tunneling). בין החלטות אלו ניתן למצוא לא רק עסקאות שבהן בעל השליטה נגוע בעניין אישי אלא גם אישור עסקאות עם בעלי עניין אחרים,⁷⁴ קביעת מדיניות תגמול,⁷⁵ מינוי דירקטור חיצוני⁷⁶ והארכת כהונתו.⁷⁷ במקור דרש חוק החברות רוב של שליש מקרב המיעוט. כדי למנוע מצב שמוטלת בו חובת השתתפות הצבעה על הגוף המוסדי ללא אפשרות אפקטיבית להשפעה עליה, המליצה ועדת חמדני להעלות את סף התמיכה הנדרש ל-50% מקרב בעלי מניות המיעוט.⁷⁸ כך, מופחתת הסבירות לאישורה של עסקה חרף התנגדותם של הגופים המוסדיים. ראוי לציין כי המלצת ועדת המומחים העלתה חששות שונים לחיזוק מופרז של המשקיעים המוסדיים בחברה: פרופ' יפה ביקר הוראה זו בטענה שתביא להעברת כוח ההכרעה דה

68 דוח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 44, בעמ' 4.

69 הוועדה להגברת התחרותיות במשק דו"ח הוועדה 21 (2012) (להלן: דוח הריכוזיות).

70 לסקירה על התמריץ המוגבל של גופים מוסדיים לפקח על החברות שבהן הם מושקעים ראו סלומון, לעיל ה"ש 45, בעמ' 345.

71 דוח הריכוזיות, לעיל ה"ש 69.

72 ויקטור פתאל מכירת יתרת החזקות המדינה בבנק לאומי תיאור וניתוח (הכנסת, מרכז מחקר ומידע, המחלקה לפיקוח תקציבי, 2014).

73 כוח זה מוקנה גם לבעלי מניות מיעוט נוספים, שלפחות תאורטית יכולים להתחרות בכוח ההשפעה של המוסדיים.

74 ס' 275 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

75 שם, ס' 267א(ב).

76 שם, ס' 239(ב)(1).

77 שם, ס' 245א(א).

78 בעקבות המלצת ועדת חמדני (ראו דוח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 44).

פקטור לגופים המוסדיים. לטענתו דאז, לא זו בלבד שגופים מוסדיים נתונים פעמים רבות בניגודי עניינים, אלא שלרוב הם פועלים בהדרכה של גוף מייצג חיצוני, ולכן ההוראה תגרום לכך שקבוצה קטנה של אנליסטים תקבע דפוסי הצבעה של רבים.⁷⁹ נוסף על זה, בטיטת הוועדה להגברת התחרותיות במשק (להלן: ועדת הריכוזיות) המליצה הוועדה להעניק כוח הכרעה למיעוט אף בהיעדר ניגוד עניינים בהחלטות אסטרטגיות⁸⁰ כדי לשלול תמריץ בעל השליטה לרכוש חברות חדשות או להרחיב פעילות חברות קיימות רק כדי ליהנות מהרווחים הגלומים בעליית פרמיית השליטה חרף היעדר ערך מוסף ואף אובדן ערך לשאר בעלי המניות. המלצה זו לא אומצה, ואף זכתה לביקורת.⁸¹ אם כן, חוק החברות מעניק לגופים המוסדיים כוח במופעים רשמיים ומהותיים בממשל התאגידי בחברות ציבוריות בעלות גרעין שליטה, שעומן נמנים שלושה מהבנקים הגדולים כאמור.

הכוח שמקנה חוק החברות לבעלי מניות המיעוט במופעים ה"רשמיים" ובהצבעות באספה הכללית מעצים את כוחם במופעים שאינם רשמיים. למשל, כאשר נדרשת הסכמה של הרוב מקרב המיעוט לאישור עסקה חריגה, המשקל שניתן לדעת המיעוט במסגרת המשא ומתן המקדים להליך אישור העסקה בין המיעוט לבעל השליטה גדול מזה שניתן במצב שבו לא היה נדרש רוב מקרב המיעוט לאישור העסקה. Alessio Paccès מבקש לטעון בספרו שעיקר תרומתם של הגופים המוסדיים כגורם מפקח אינה טמונה בהצבעות אלא במשא ומתן הקודם להצבעה המנוהל עם בעל השליטה בדלתיים סגורות.⁸² המשא ומתן כשלעצמו משמש כלי שבאמצעותו משפרים הגופים המוסדיים את הצעת בעל השליטה. כך, הוראות הממשל התאגידי מעניקות לגופים המוסדיים כוח מסוים בהצבעות על עניינים שונים בבנק בעל גרעין שליטה, אשר מחזק אותם גם במסגרת משא ומתן עם בעל השליטה. כוחם המשפטי של הגופים המוסדיים בבנקים בעלי גרעין שליטה להשפיע על עניינים מסוימים, כמו עסקאות שבהן בעל השליטה נגוע בעניין אישי, עשוי לחזק את כוחם גם בעניינים אחרים שאינם קשורים לעסקה במישרין. היפותטית, כוח משפטי של גוף מוסדי במופע מסוים עשוי לחזק את מעמדו במופע אחר שם אין לו יכולת השפעה ממוסדת, ולייצר מערכת יחסי גומלין של quid pro quo ("זה תמורת זה"). ניתן לחשוב על תרחיש שבו גוף מוסדי עשוי להתנות את תמיכתו כבעל מניות באישור עסקה שבה בעל השליטה נגוע בעניין אישי או במועמדות דירקטור חיצוני למשל, בריסונה של מדיניות תחרותית של הבנק, אשר

79 ישי יפה "כמה הערות על ההמלצות לטיפול בריכוזיות בישראל" אתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל-אביב (15.11.2011). <http://bit.ly/2nVczG>. חשש זה מוגבר בעיקר על רקע רמת הריכוזיות של שוק הייעוץ האסטרטגי בישראל, שבו אדון בקצרה בפרק ג להלן.

80 החלטות אלו כוללות רכישת פעילות חשובה, גרעין שליטה בחברת ציבורית אחרת וגיוס ניכר של הון או חוב. ראו הוועדה להגברת התחרותיות במשק טיוטת המלצות 104 (2011).

81 לביקורות ראו עמיר ליכט "המלצת אחיתופל" אתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל-אביב (21.11.2011); <http://bit.ly/2LbTT7k>; יפה, לעיל ה"ש 79. לקריאה לחיזוק של המשקיעים המוסדיים, בין השאר באמצעות היתר לתאם ביניהם הצבעה באספה הכללית בכפוף לגילוי נאות, ראו אלעד מן "הערות על טיוטת דו"ח הריכוזיות" אתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל אביב (20.11.2011). <http://bit.ly/2BrtYsT>.

82 ALESSIO M. PACCÈS, RETHINKING CORPORATE GOVERNANCE: THE LAW AND ECONOMICS OF CONTROL POWERS 189 (2013).

עלולה לפגוע במשאביו של הגוף המוסדי. מדובר בתרחיש שבו מתבצע תיאום אסור לפי דיני ההגבלים העסקיים, אך נראה שתרחיש זה אינו חייב להיות תוצאה של שיתוף פעולה פסול כי אם של תובנה משותפת בין בעל השליטה והגופים המוסדיים, אשר מודעים לאינטרסים זה של זה. מובן שבפני בנק פלוני ובעל השליטה בו פתוחה הדרך לטעון שהתנגדות הגוף המוסדי בכובעו כבעל מניות מקורה בעניין אישי עקיף נסתר, אולם זו לא בהכרח טענה חזקה לפי הדין הנוהג,⁸³ ובעיקר קיים ספק רב אם זו דרך יעילה עבור הצדדים לפתור את המחלוקת, בין השאר מהסיבות שיוצגו בהמשך פרק זה. על כל פנים, מערכת יחסי גומלין שכזו גם עשויה לספק הסבר לממצאים שהראו כי לרוב, הגופים המוסדיים אינם נוטים להתנגד לעסקאות שבהן מעורב אינטרס אישי של בעל השליטה בחברות ציבוריות.⁸⁴ אומנם, וכפי שנטען באותו מחקר, ייתכן שעיקר ההתנגדות הופגנה בהליך המשא ומתן ומגולמת בפרטי העסקה. אולם הסבר אפשרי נוסף הוא שבתמורה לכך שהגופים המוסדיים לא הפגינו התנגדות בעסקה שבה מעורב עניין אישי של בעל השליטה, העניק בעל השליטה בתורו משקל רב יותר לאינטרס המוסדיים בבואו להחליט בעניין אחר, למשל מדיניות תחרות.

בבנקים שבהם הבעלות מבוזרת, מעמד המוסדיים גבוה מטבע הדברים, שכן אין בעל מניות המסוגל להתמודד עימם בסוגיה שיש להם אינטרס משותף בה. ככלל, בחברה ציבורית ללא גרעין שליטה, לגופים המוסדיים חשיבות באיזון כוחה של ההנהלה בתוך שמירה על האינטרס של בעלי המניות. בישראל שני בנקים בבעלות מבוזרת: בנק לאומי ובנק דיסקונט. בעלי מניות בנקים אלו מתחלקים, בהכללה, לאנשים פרטיים, גופים מוסדיים וקבוצות החזקה פרטיות, כאשר כל אחד מהם מחזיק בהיקף מניות מצומצם יחסית. במבנה החזקה זה, גם לגוף מוסדי יחיד יכול להיות כוח הכרעה בהחלטות אסטרטגיות שונות, מה שמחזק את כוחו גם בהליכים שקודמים לקבלתן. יתרה מזאת, אם מדובר בהחלטה אסטרטגית שבה לגופים המוסדיים אינטרס משותף, ספק אם קיים גורם בבנק שיכול, בעקביות, להתנגד לרצונם לקדם מדיניות המיטיבה עמם.⁸⁵ שיעור ההחזקה הגבוה של הגופים המוסדיים בבנק לאומי ובבנק דיסקונט מקנה להם יכולת השפעה ואף הכרעה בעניינים שונים הקשורים בהתנהלותם, וכן בחלק משלבי הליך המינורי של חברי הדירקטוריון, שבו נתמקד עתה.

83 בדוגמה המתוארת מדובר בעניין אישי שלילי ועקיף. עניין אישי שלילי מתגבש כשלבעל המניות אינטרס נגד אישור העסקה. עניין אישי עקיף מתייחס למקרים שבהם לבעל המניות אין כל עניין ישיר בעסקה שאישורה מבוקש. הכרה בעניין אישי עקיף תכליתה מתן מענה למצבים שבהם התנהגותו של בעל המניות היא סחטנית. מנגד, ההכרה בעניין אישי עקיף מעלה חשש שבעל מניות רוב ישתמש בטענה זו לשם "כפייה" של העסקה על בעל מניות מיעוט שהתנגד לאישורה. בעניין תדביק, פסקה השופטת רונן שכאשר מדובר בטענה זו על בית המשפט לנקוט "משנה זהירות" בטרם מתקבלת. ראו ה"פ (מחוזי ת"א) 44660-12-11 אי.א.י.אל ישראל אקוויטי בע"מ נ' תדביק בע"מ, פס' 61 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 10.1.2012); הדס אהרונ-ברק עסקאות עם בעלי שליטה: אכיפה ציבורית, ריכוזיות השליטה והגנת המיעוט 104–106 (2014).

84 ראו Hamdani & Yafeh, לעיל ה"ש 43.

85 זהות אינטרסים בין המשקיעים המוסדיים עשויה להוביל אותם לקבל החלטות דומות, אף בהיעדר תיאום (tacit collusion).

(1) כוחם של הגופים המוסדיים בקביעת הרכב הדירקטוריון בבנקים

להלן נבחן את המסגרת הנורמטיבית המסדירה את הליך המינוי והמשך כהונה של דירקטורים בתאגידים בנקאיים. מסגרת זו מבטיחה במידה רבה את בחירתם של מועמדים שאינם נגועים בזיקה כלכלית או אישית לבנק ולקשורים אליו, אך גם מספקת לגופים המוסדיים כוח ניכר בהליך מינוי הדירקטורים. בניגוד לבנקים ללא גרעין שליטה, שבהם כוחם של הגופים המוסדיים למנות את הרכב הדירקטוריון הוא רב למדי, בבנקים שלהם גרעין שליטה, עיקר כוחם של הגופים המוסדיים בקביעת הרכב הדירקטוריון מתמצה בבחירת דירקטורים חיצוניים. לכאורה, לעומת הכוח הנתון לגופים המוסדיים בקביעת הרכב הדירקטוריון בבנק ללא גרעין שליטה, קביעת זהות הדירקטורים החיצוניים אינה נראית חשובה. עם זאת יש לזכור כי הדירקטורים החיצוניים הם שמרכיבים את ועדות התגמול והביקורת, שהן בעלות יכולת השפעה רבה על ניהול הבנק ועל עיצובו של מערך התמריצים שלפיו יפעלו נושאי המשרה בו, מבכיר ועד זוטרי.

פקודת הבנקאות קובעת הוראות למינוי, לכהונה ולהפסקת כהונה של דירקטורים בתאגיד בנקאי שהוא חברה ציבורית. הצבעה באספה הכללית על מינוי דירקטור וכן הפסקת כהונתו תתרחש בנפרד,⁸⁶ ותיקבע ברוב קולות של המשתתפים בהצבעה.⁸⁷ בבנקים ללא גרעין שליטה המועמדים לתפקיד הדירקטור יוצעו על ידי הוועדה למינוי דירקטורים,⁸⁸ אשר ממונה על ידי נגידת בנק ישראל.⁸⁹ ועדה זו מוסדרת בחוק הבנקאות (רישוי),⁹⁰ והיא מורכבת מחמישה חברים: שופט בדימוס, שני אנשי משק וכלכלה או אנשי סגל אקדמי בכיר במל"ג ושני דירקטורים חיצוניים המכהנים בתאגיד הבנקאי שהוועדה דנה בעניינו.⁹¹ החלטות הוועדה מתקבלות ברוב, וליו"ר הוועדה קול כפול. לוועדה אוטונומיה בקביעת סדרי עבודתה ודרך בחירת המועמד לכהונת דירקטור שתציע לאספה הכללית.⁹²

אשר לאפשרות הצעת המועמדים לוועדה, פקודת הבנקאות מחילה על תאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה הסדר מיוחד. פקודת הבנקאות מתירה הצעת מועמדים לוועדה לגורם המחזיק בשיעור הגבוה מ-2.5% של אמצעי השליטה בתאגיד וכן לחבר מחזיקים, כשכל אחד מהם מחזיק 1%-2%, ושיעור ההחזקה המשותף לא יהיה גדול מ-93.5% ככלל, למעט מקרים חריגים, הצבעה על מינוי דירקטורים או הפסקת כהונתם תהיה באספה השנתית בלבד.⁹⁴ תקופת כהונתו של דירקטור שאינו דירקטור חיצוני תהיה עד כ-3 שנים בלבד, כאשר ניתן להאריך את כהונתו לתקופות נוספות עד כ-9 שנים במצטבר.⁹⁵ הפקודה

86 ס' 111(א)(1) לפקודת הבנקאות, 1941.

87 שם, ס' 111(א)(3).

88 ראו ס' 36(ד) לחוק הבנקאות (רישוי) (הוועדה גוף מבוקר – כמשמעותו בחוק מבקר המדינה, התשי"ח-1958).

89 ס' 36(א) לחוק הבנקאות (רישוי).

90 שם, ס' 36א.

91 שם ס' 36(ב).

92 שם, ס' 36ה.

93 ס' 111(א)(3)(ב) לפקודת הבנקאות.

94 שם, ס' 111(א)(1).

95 שם, ס' 111(א)(4)(א).

גם מטילה מגבלות על החלפה של יותר ממחצית מהדירקטורים באספה הכללית, למעט אם ניתן לכך אישור המפקחת על הבנקים.⁹⁶ בפקודה גם הוראות המטילות איסור גורף על מינוי דירקטור בעל זיקה עסקית או אישית לבנק.⁹⁷ אין ספק כי הליך המינוי מפחית במידה ניכרת את החשש שימונה דירקטור לתאגיד הבנקאי אשר נגוע בניגוד עניינים. לצד זאת הליך המינוי מטיל מגבלות על כוחם של הגופים המוסדיים בתאגיד בנקאי בלי גרעין שליטה להציע מועמדים לדירקטוריון וכן להשפיע תדיר וגורף על הרכבו באמצעות מינוי והפסקת כהונה.

מנגד, יש לזכור כי מגבלות אלו אינן גורעות מכוחם של המשקיעים המוסדיים בהליך המינוי, שכן בפועל דרישת הרוב באספה הכללית מפחיתה דרמטית את ההסתברות למינוי דירקטור שהגופים המוסדיים אינם רוצים בו. ואכן, נראה כי בישראל התקיימו מצבים שבהם הגופים המוסדיים הם שקבעו את זהות הדירקטורים בבנק ללא גרעין שליטה. למשל, בבנק לאומי בשנת 2014 הודיעה המדינה, בכובעה כבעלת מניות, על התנגדותה להמשיך כהונה של שני דירקטורים מכהנים, אך היו אלו המוסדיים שקבעו את תוצאת ההצבעה,⁹⁸ וכך גם בהצבעה לדירקטוריון בנק דיסקונט שנערכה ב־2014.⁹⁹ הואיל ולגופים המוסדיים כוח ניכר בבחירת הדירקטוריון בתאגיד בנקאי ללא גרעין שליטה, מועמד לתפקיד דירקטור ודירקטור מכהן זקוקים לתמיכתם לקבלת התפקיד או להמשיך בכהונתם. קיומן של המגבלות בהסדר ההצעה והמינוי רק מעצים במידה מסוימת את אינטרס המוסדיים למצות את כוחם בהליך המינוי במופעים שבהם יש להם השפעה ניכרת, קרי ההצבעה באספה הכללית, ולהטיל את כובד משקלם לקידום מועמדים המקובלים עליהם.

במצב עניינים זה, שבו חבר דירקטוריון תלוי בתמיכת הגופים המוסדיים לקבלת המינוי וכן להמשיך כהונה, ניתן לטעון כי יכולה להיות זיקה לאותו דירקטור להפגין יחס אוהד כלפי האינטרס המוסדי המשותף להם. זיקה זו אינה תלויה בקיומו של ניגוד עניינים עקב, למשל, תעסוקה קודמת של הדירקטור בגוף מוסדי מסוים. הרי גם דירקטור חסר זיקה קודמת לגופים המוסדיים תלוי בתמיכתם להמשיך כהונתו ואף לקבלת מינויים נוספים בשוק הדירקטורים בכלל.¹⁰⁰ טענה זו מקבלת חיזוק רב ממתן הפטור מהסדר כובל שניתן לאיגוד בתי ההשקעות להקמה וניהול של מאגר שיכלול מועמדים מומלצים לכהונת דירקטורים

96 שם, ס' 11(א)(5).

97 שם, ס' 11(ב).

98 רון שטיין ועיריית אבישר "היום: אסיפת בעלי המניות המכרעת בבנק לאומי" גלובס – שוק ההון <http://bit.ly/2N7aN9b> (6.8.2014).

99 עיריית אבישר "הבחירות שישנו את הרכב דירקטוריון בנק דיסקונט" גלובס – שוק ההון (30.9.2014) <http://bit.ly/2L8AR1z>.

100 ראו Jeffrey N. Gordon, *Executive Compensation and Corporate Governance in Financial Firms: The Case for Convertible Equity-Based Pay* 6 (Columbia Law & Econ. Working Paper, paper No. 373, 2010), available at <http://bit.ly/2nVaIKE>. גורדון טוען במאמרו כי בחברה פיננסית בעל מניות רוב יכול "להתכופף" בפני בעל מניות מיעוט שהוא גוף מוסדי, בשל חשש מנהלי החברה למוניטין העסק והקריירה המקצועית שלהם. במאמר דיון מקיף באינטרסים של השחקנים השונים בחברה הפיננסית, לעומת חברה ריאלית.

ודירקטורים חיצוניים.¹⁰¹ לכן גם הליך בחירת דירקטור לתאגיד בנקאי המפורט לעיל אינו מבטל את הזיקה הזו, לא כל שכן הוראות אחרות שמטרתן למנוע בחירת דירקטור המצוי בניגוד עניינים, כמו האיסור על כהונה בעת ובעונה אחת בכמה דירקטוריונים בתחומי עיסוק דומים בשוק ההון.¹⁰² לא מן הנמנע שאותו דירקטור יהיה קשוב לאינטרס של הגופים המוסדיים כקבוצה הגם שאינו מצוי בניגוד עניינים.

תימוכין לטענה זו ניתן לשאוב מתמונת המחקר העדכנית בענף האתיקה ההתנהגותית. אומנם יש להתייחס למחקרים אלו בזהירות המתבקשת; אף אם ממצאיהם מהימנים ומאפשרים הסקת מסקנות, עדיין קיימים קשיים בהתאמתם למצבים אחרים אשר בניגוד לניסויים הקליניים הם בעלי משתנים מרובים. לכן אין הכוונה שהסקירה להלן תשמש חיזוק אמפירי לטענה האמורה, אלא בעיקר שזו תאפשר את בחינת הטענה מנקודת מבט שונה, המתמקדת באופן ההתמודדות האפשרי של דירקטור שמונה בתמיכת גופים מוסדיים עם דילמות אתיות במסגרת תפקידו.¹⁰³

מחקרים רבים בענף האתיקה ההתנהגותית מתמקדים ביכולתו של אדם להצדיק התנהגות המשיאה את טובתו שלו במפגש עם דילמה אתית. פרופ' פלדמן מתאר במאמרו שלושה הבדלים בין הענפים המרכזיים במחקר ההתנהגותי-חברתי לבין האתיקה ההתנהגותית:¹⁰⁴ ראשית, לאתיקה ההתנהגותית תפיסה רחבה שפעולות של אנשים רבים מבוססות על אינטרס עצמי, במובן שהם מאפשרים לאדם לתחזק תפיסה חיובית ועקיבה כלפי עצמו; שנית, אתיקה התנהגותית מתמקדת בהשפעת האינטרס העצמי על הליכים קוגניטיביים, כמו ראייה וזיכרון, במקום להתמקד בהשפעה על מוטיבציה למשל; שלישית, אתיקה התנהגותית מתמקדת בהשפעה על ההתנהגות, ופחות בהחלטה הספציפית שהתקבלה. בחלק מהמחקרים ניתן למצוא חיזוק לטענה שחבר דירקטוריון אשר נבחר בתמיכת הגופים המוסדיים, ולחלופין זקוק לה, ייטה להפגין יחס אוהד כלפי האינטרס המשותף להם;¹⁰⁵ נמצא שתמריצים כספיים מגבירים במידה ניכרת את הסיכוי להתנהגות שאינה אתית,¹⁰⁶ ובמחקר נוסף נמצא מתאם בין התמריצים הכספיים לנטיית הנסיין לשקר

101 החלטה 501320 של הממונה על הגבלים עסקיים "החלטה לפי סעיף 14 לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988 בדבר מתן פטור מאישור הסדר כובל שצדדים לו: איגוד בתי ההשקעות (ע"ר) ובתי השקעות בישראל" (1.11.2017).

102 בנק ישראל "מדיניות בנושא כהונה מקבילה של דירקטורים" (הודעה לעיתונות, 6.3.2013) <http://bit.ly/2N144NJ>.

103 לניתוח מרתק מזווית של אתיקה התנהגותית העוסק בחברי דירקטוריון הבורסה ראו עדי ליבזון "ניגוד העניינים של הבנקים בבורסה: ביטויים, השלכות והתמודדות" משפטים 506, 491 (2018).

104 Yuval Feldman, *Behavioral Ethics Meets Behavioral Law and Economics*, in THE OXFORD HANDBOOK OF BEHAVIORAL ECONOMICS AND THE LAW 213 (Eyal Zamir & Doron Teichman eds., 2014).

105 בבנקים בעלי גרעין שליטה, נראה שטענה זו רלוונטית רק לדירקטורים החיצוניים התלויים בתמיכת הגופים המוסדיים למינוי ולהמשך כהונה.

106 Maryam Kouchaki, Kristin Smith-Crowe, Arthur P. Brief & Carlos Sousa, *Seeing Green: Mere Exposure to Money Triggers a Business Decision Frame and Unethical Outcomes*, 121 J. OF APPLIED PSYCHOL. & HUMAN DECISION PROCESSES 53 (2013).

בהליכי משא ומתן להשגת העלות הנמוכה ביותר.¹⁰⁷ בענייננו למשל יבוא הדבר לידי ביטוי בזה שאם בהסכם שכר של דירקטור בבנק קיימות סיבות כלכליות להתנהגות המבכרת את אינטרס הגוף המוסדי, עולה הסבירות שינהג לפיה חרף היותה לא אתית.¹⁰⁸ במחקר נוסף נמצאה השפעה בין מוטיבציה ובין הליכי עיבוד המידע של הנסיין. נמצא שמודעותו של הנסיין מוגבלת, פיזית, כאשר הוא נתקל במידע שאינו הולם את האינטרס האישי שלו.¹⁰⁹ בענייננו ניתן לטעון שאם הדירקטור מזהה את האינטרס האישי שלו דווקא עם אסטרטגית ההשקעות של הגופים המוסדיים, פוחתת יכולתו לזהות מידע שאינו עולה בקנה אחד עם האסטרטגיה הזו. מנגד, טענה זו יוצאת מנקודת הנחה שהאינטרס המוסדי ידוע לדירקטור בעניין הקונקרטי. במחקר נוסף ניסו להתחקות על הסיבות שמביאות עובדים להתנהג באופן שניתן לסווגו כ"מושחת".¹¹⁰ המניעים העיקריים שהציגו הנסיינים רלוונטיים גם לענייננו: ראשית, "אין מדובר בהתנהגות לא חוקית"; על סוגיה זו אדון בהרחבה בהמשך המאמר, אך בקיצור נמרץ, קיים קושי באפיון ההתנהגות האמורה כבלתי-חוקית;¹¹¹ שנית, "לא הייתה קיימת ברירה אחרת", משום שמדובר בהתנהגות ש"כולם נוקטים אותה", או בנסיבות שהן "מעבר לשליטה", לחץ מקוללות, לחץ מההנהלה וגם קיומם של תמריצים כספיים. קל לראות שמדובר במניעים שקיימים בסבירות גבוהה גם בהקשר של דירקטוריון בנק, במיוחד כאשר הפרקטיקה של ביכור אינטרס המוסדיים עשויה להיות מושרשת תקופה ארוכה; שלישית, הנסיין שיחק "תפקיד קטן" בכל המעשה. כך, דירקטור יכול להצדיק את פעולתו עבור עצמו כאשר שאר הדירקטוריון פועל באותו האופן כאורגן, וכן כשמדובר בפרקטיקה מקובלת זה תקופה ארוכה; רביעית, "נאמנות" לקבוצה רבה נאמנות לעקרונות אתיים מקובלים. בענייננו ייתכן שהדירקטור ירגיש נאמנות לעמיתיו בדירקטוריון או לגוף המוסדי בהנחה שנבחר בתמיכתו. אפשרות סבירה נוספת היא שהדירקטור חש תחושת נאמנות לבנק עצמו ויראה בהתנהגותו, המתחשבת באינטרס הגוף המוסדי, מדיניות יעילה של הבנק אשר תסייע לו בהשגת יעדיו.

בבנקים בעלי גרעין שליטה כוחם המשפטי העיקרי של הגופים המוסדיים להשפיע על הרכב הדירקטוריון הוא במינוי דירקטורים חיצוניים בלבד, ועם זאת מדובר בכוח רב, בעיקר משום שהדירקטורים החיצוניים הם אשר מרכיבים את ועדת התגמול וועדת הביקורת. ככל חברה ציבורית, על דירקטוריון בנק בישראל למנות מבין חבריו את חברי ועדת התגמול, אשר מתפקידה בין היתר להמליץ לדירקטוריון על מדיניות התגמול לנושאי המשרה,¹¹²

Karl Aquino, Dan Freeman, Americus Reed & Vivien K. G. Lim, *Testing a Social-Cognitive Model of Moral Behavior: The Interactive Influence of Situations and Moral Identity Centrality*, 97 J. PERSONALITY & SOC. PSYCHOL. 123 (2009)

108 טענה זו חזקה במיוחד לענייננו, שכן הרגולציה המסדירה את הסכמי השכר בבנקים, לפי הטענה במאמר זה, עולה בקנה אחד עם האינטרס המוסדי (ראו פרק ב.2(א)(3) להלן).

109 Emily Balcetis & David Dunning, *See What You Want to See: Motivational Influences on Visual Perception*, 91 J. PERSONALITY & SOC. PSYCHOL. 612 (2006)

110 Blach E. Ashforth & Vikas Anand, *The Normalization of Corruption in Organizations*, 25 RES. ON ORGANIZATIONAL BEHAV. 1 (2003)

111 ראו להלן פרק ד.

112 ס' 118ב(1) לחוק החברות.

להמליץ על עדכונה ובחינתה¹¹³ ולהחליט אם לאשר עסקאות הנוגעות לענייני כהונה והעסקה של נושאי משרה הטענות את אישור הוועדה לפי חוק החברות.¹¹⁴ ועדת התגמול היא גורם חשוב, ואולי אף המפתח העיקרי, בעיצובו של מערך התמריצים שלפיו צפויים לפעול נושאי המשרה בחברה. הוראות החוק הנוגעות להרכב הוועדה מחייבות שרובה יורכב מדירקטורים חיצוניים, וכן שיושב ראש הוועדה יהיה דירקטור חיצוני. כאמור, בתאגיד בנקאי בעל גרעין שליטה (כמו בכל חברה ציבורית בעלת מבנה החזקה ריכוזי) דירקטורים חיצוניים נבחרים בהליך הצבעה מיוחד, ובו נדרש רוב מקרב בעלי מניות המיעוט בבנק. אם כן, סביר להניח שגם בבנק בעל גרעין שליטה לגופים המוסדיים יכולה להיות השפעה עקיפה על מערך התמריצים של הבנק באמצעות כוחם במינוי רוב חברי ועדת התגמול.

החובה המוטלת על הבנקים שהרכב ועדת הביקורת יבטיח רוב של דירקטורים חיצוניים מחזקת את כוחם של הגופים המוסדיים בממשל התאגידי בבנקים, עם וללא גרעין שליטה. בניגוד לוועדת התגמול, חוק החברות אינו מחייב שרובה של ועדת הביקורת יורכב מדירקטורים חיצוניים, אך הוא כן מחייב שאלו יהיו חברים בה, ושיובטח רוב בלתי תלוי.¹¹⁵ וכן שיושב ראש הוועדה יהיה דירקטור חיצוני.¹¹⁶ עם זאת הוראות ניהול בנקאי תקין מחייבות שמרבית חברי הוועדה יהיו דירקטורים חיצוניים.¹¹⁷ אכן, נראה כי הוראות ניהול בנקאי תקין תורמות לחיזוקם של הגופים המוסדיים כשומרי סף בממשל התאגידי. חוק החברות מחייב שהחלטה בוועדת הביקורת תתקבל ברוב, המותנה בנוכחותו של לפחות דירקטור חיצוני אחד בהצבעה.¹¹⁸ ועדת הביקורת היא אורגן חשוב בחברה ציבורית לאישורן של עסקאות. עם תפקידיה ניתן למנות את סיווגן של פעולות מהותיות ועסקאות חריגות, המשפיע על הליך האישור הנדרש,¹¹⁹ החלטה אם לאשר עסקאות הטענות אישור של הוועדה¹²⁰ וקביעת אופן האישור של עסקאות שאינן זניחות.¹²¹ נוסף על זה, על ועדת הביקורת גם לעמוד על ליקויים עסקיים בניהול החברה,¹²² לבחון את מערך הביקורת הפנימית¹²³ וגם את טיב הטיפול בתלונות של עובדי החברה.¹²⁴ עקב הדרישה לרוב של דירקטורים בלתי תלויים בוועדה, והיות שאלו זקוקים לתמיכת הגופים המוסדיים לקבלת המינוי, לאישור כהונה ואף לקבלת עבודה נוספת בעתיד בשוק הדירקטורים, עולה כי גם בבנק בעל גרעין שליטה לגופים המוסדיים כוח ניכר באישור עסקאות ובאישור פעולות, ואף

113 ש, ס' 118ב(2).

114 ש, ס' 118ב(3).

115 ש, ס' 115א).

116 ש, ס' 115ד).

117 ס' 34ג(1) להוראת ניהול בנקאי תקין 301 "דירקטוריון" 20 (5.7.2017).

118 ס' 116א לחוק החברות.

119 ש, ס' 117א1).

120 ש, ס' 117ב(2).

121 ש, ס' 117ב2א).

122 ש, ס' 117ב1).

123 ש, ס' 117א).

124 ש, ס' 117ב6).

כוח מיקוח עם עובדי החברה כקבוצה וכפרטים. מדובר בכוח מהותי, אך הוא גם עשוי להעניק השפעה עקיפה במופעים אחרים שבהם לגופים המוסדיים השפעה פחותה, בעיקר בבנקים בעלי גרעין שליטה, כאמור, במסגרת מערכת יחסי גומלין בין בעל שליטה לגופים מוסדיים של "זה תמורת זה". לסיכום דברים אלו, חרף העובדה שכוח הגופים המוסדיים בבנקים בעלי גרעין שליטה מתמצה בעיקר בהליך המינוי של דירקטורים חיצוניים, מדובר בכוח ניכר הן במישורין והן בעקיפין.

(2) יכולת תיאום גבוהה בין גופים מוסדיים

גורם נוסף אשר תורם לחיזוק הגופים המוסדיים בממשל התאגידי ובמשק בכלל הוא המגמה בישראל להתיר ולעודד תיאום בין גופים מוסדיים. לעמדה זו ביטויים רבים: הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון (להלן: ועדת חמדני), אשר המלצותיה אומצו ועוגנו בחקיקה,¹²⁵ המליצה לעודד תיאום בין גופים מוסדיים המשקיעים בחברה מסוימת ואף בין גופים מוסדיים ככלל בסוגיות עקרוניות של ממשל תאגידי.¹²⁶ המלצות דומות ניתן למצוא בדוח הוועדה לבחינת הסדרי חוב בישראל (להלן: ועדת אנדרון),¹²⁷ הקוראות לאפשר שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים בכובעם כנושים במגוון דרכים, בין השאר באמצעות הקמת נציגות מחזיקי אג"ח, שתשמש כתובת אחת לייצוג עמדת המחזיקים מול הבנק. נציגות זו תמונה בתחילת המשא ומתן לגיבוש הסדר החוב או במועד הכניסה לשלב של "קשיים פיננסיים"¹²⁸ או לשלב "אי-עמידה בתשלום חוב".¹²⁹ כך, גוברת יכולת המוסדיים לשתף פעולה להשגת מטרה משותפת, בהשתמשם בכובעם כנושים של הבנק, דווקא כאשר האחרון מצוי בקשיים פיננסיים. המלצות אלו מצויות בשלבי חקיקה מתקדמים.¹³⁰ ביטוי נוסף לעמדה האוהדת לתיאום בין המשקיעים המוסדיים הפגינה השופטת אגמון-גונן בעניין אוליצקי: לטענתה, המנגנונים הקיימים החלים על הגופים המוסדיים למניעת ניגוד עניינים הם יעילים, ולכן על הפרשנות של ניגוד העניינים בהקשר שלהם להיות מצמצמת.¹³¹ עמדה זו משתקפת גם בעמדתה העקיבה של הרשות להגבלים עסקיים הנוגעת להסדרי החבירה בין הבנקים לבין חברות הביטוח בקונסורציום אשראי. במרץ 2008 פרסמה הרשות נייר עמדה שלפיו תותר חבירה בין גופים מוסדיים וכן בינם לבין הבנקים לצורך הקמת קונסורציום אשראי רק בהתקיים שלושה תנאי סף: על החבירה להיות חיונית במובן זה שבלא החבירה לא תתאפשר העמדת אשראי ללקוח בתנאים סבירים, הסכמת הלקוח מראש ובכתב וכן מתן אפשרות ללקוח

125 ראו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט-2009; תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים), התשע"ו-2015; דוח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 44.

126 שם, בעמ' 25-27.

127 הוועדה לבחינת הסדרי חוב בישראל דו"ח הוועדה (2014).

128 מצב שהכניסה אליו והיציאה ממנו מוגדרות באמצעות תניה המוסכמת בעת הנפקת איגרות החוב.

129 כניסה לשלב זה מתקיימת באיחור של 45 יום ממועד תשלום החוב הפיננסי, אג"ח או הסכם הלוואה.

130 תזכיר החוק להסדרת חובות (תיקוני חקיקה), התשע"ה-2015.

131 עניין אוליצקי, לעיל ה"ש 42, פס' 7.2.3.5 לפסק הדין.

לשאת ולתת על מתן תנאי האשראי עם חברי הקונסורציום.¹³² בשנת 2011 לאחר בחינה מחודשת של התנאים החליפה הרשות את דרישת ה"חיוניות" במנגנוני פיקוח ודיווח חלופיים,¹³³ הסדר אשר עדיין תקף היום.¹³⁴ ייתכן שהסיבה לכך היא שהרשות אינה מורתעת כבעבר משיתופי פעולה המתקיימים, בין השאר, בין הגופים המוסדיים לבין עצמם, אם כי ניתן לחשוב על סיבות נוספות.¹³⁵ ניכר שהרשות מאמינה שמנגנוני הפיקוח והדיווח מספקים מענה ראוי לחשש משיתופי פעולה בין גופים פיננסיים עיקריים, או לכל הפחות שבמאזן יעילות הם עדיפים. ביטוי נוסף ניתן לראות בהחלטת הרשות להגבילים עסקיים להעניק פטור להסדר כובל בין איגוד בתי ההשקעות (ע"ר) לבתי ההשקעות החברים באיגוד, לעניין הקמה וניהול של מאגר שיכלול מועמדים מומלצים לכהונת דירקטורים ודירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות שבהן מחזיקים חברי האיגוד.¹³⁶ טעמים מרכזיים שהיו בבסיס הבקשה למתן הפטור הם הרצון להגביר את תמריץ הגופים המוסדיים להשתתפות פעילה בהליך המיון והאיתור של הדירקטורים, וכן למנוע בזבוז משאבים שתואם עשוי למנוע. הסכם שכזה מעלה חששות תחרותיים ברורים שהממונה מתייחסת אליהם בהחלטתה, אך מסקנתה היא שהאופן שבו ייערך התיאום מפיג חששות אלו. תיאום משופר בין הגופים המוסדיים מעלה חששות; קיים חשש ששיתוף הפעולה יזלוג אל מעבר לנושאים המותרים, במיוחד בשל הקושי בפיקוח אפקטיבי. למשל, שיתוף פעולה של המוסדיים באשר להסדר חוב עלול לזלוג לאינטרסים שלהם כבעלי מניות בבנק אחר, שבו ישאפו לרסן התנהגות תחרותית כדי לשפר את יכולת פירעון החוב של הבנק המתחרה. זליגה זו אינה תלויה בתיאום קלאסי, שכן די בכך שתנאי הסדר החוב ייקבעו לאור מכלול האינטרסים של הגופים המוסדיים המשתתפים בו מבלי שידונו על כך בינם לבין עצמם. שיתוף פעולה זה גם מגביר את החשש להתנהגות קרטליסטית בבחינת קל וחומר. אומנם, כפי שגם צוין בדוח ועדת חמדני, קיימים הסדרים דומים בארצות הברית ובאנגליה, שמטרתם להקל תיאום בין גופים מוסדיים כדי לשפר יכולתם לתפקד כגורם מפקח על ענייני ממשל תאגידי בחברה.¹³⁷ אולם ייתכן שכיוון שרמת הריכוזיות בכספי החיסכון המוסדי באנגליה ובארצות הברית¹³⁸ נמוכה מבישראל, מדובר בחשש מבוסס יותר, שכן שיתוף הפעולה הפוטנציאלי הופך כדאי במיוחד, בייחוד בבנקים, שבהם שיעור ההחזקה של הגופים המוסדיים באמצעי השליטה כקבוצה הוא גבוה, ושיתוף פעולה שכזה עלול לחזק

132 הרשות להגבילים עסקיים "הסדרי קונסורציום" (2.3.2008). <http://bit.ly/2MKm6ao>

133 הרשות להגבילים עסקיים "הסדרי קונסורציום" (28.2.2011). <http://bit.ly/2MmKS0J>

134 הרשות להגבילים עסקיים "הסדרי קונסורציום" (28.12.2016). <http://bit.ly/2PnQqWB>

135 למשל, ייתכן שהרשות מחזיקה בדעה שמנגנוני הפיקוח והדיווח מספקים מענה ראוי לחשש התיאום.

136 ראו לעיל ה"ש 101.

137 דוח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 44, בעמ' 27.

138 בארצות הברית, בסוף שנת 2014, היה שיעור הבעלות בכספי החיסכון המוסדי של כחמשת הגופים המנהלים הגדולים כ-43%, ושל כעשרת הגופים המנהלים הגדולים – כ-55%. ראו INV. CO. INST., INVESTMENT COMPANY FACT BOOK: A REVIEW OF TRENDS AND ACTIVITIES IN THE U.S. (2015), available at <https://tinyurl.com/y9ax9a7e>. באנגליה, בסוף שנת 2014, היה שיעור ההחזקה בכספי החיסכון המוסדי של כעשרת הגופים המנהלים הגדולים כ-47%. ראו THE INVESTMENT ASSOCIATION, ASSET MANAGEMENT IN the UK 2014–2015 (55th ed. 2015), available at <http://bit.ly/2N4IU2u>

מאוד גוף מוסדי בהליך קבלת ההחלטות בבנק, בכובעו כבעל מניות, יותר משיעור ההחזקה בהון הבנק. לסיכומם של דברים, הגישה הנוהגת הקוראת לחיזוק יכולת התיאום של הגופים המוסדיים בנושאים שונים, כמו גם לפרשנות מצמצמת של ניגוד העניינים החל עליהם, מחזקת את יכולתם להשיג מטרה משותפת אף ללא שיתוף פעולה ישיר, בעיקר כנגד בנק גדול בישראל.

(3) הוראות ניהול בנקאי תקין בנושא תגמול

כיצד ניתן להשפיע על מדיניות עסקית של בנק שתוכל לקדם את אינטרס הגופים המוסדיים? דרך אפשרית היא הסכמי השכר. ככלל, השקעותיו של גוף מוסדי במשק הן מפורזות. לכן בהכללה אסטרטגיית השקעה של גוף מוסדי תתמקד בהשאת הפורטפוליו של כל ההשקעות ולא בהשאת שווי של חברה יחידה; מחד גיסא השאת שווי של חברה יחידה מחייבת השקעת משאבים, ומאידך גיסא תרומתה אינה גבוהה ביחס לפורטפוליו ההשקעות הכולל. השאת פורטפוליו של כל ההשקעות משמעה שכאשר לגוף המוסדי החזקות בחברות מתחרות, האינטרס הכלכלי שלו אינו מתיישב עם מדיניות תחרותית דומיננטית של אחת מהן, אלא דווקא עם תחרותיות מרוסנת, שתבטיח את השאת הרווחים של הענף בכללותו. תאורטית, גוף מוסדי אשר מעוניין בדירקטוריון הדוגל במדיניות עסקית בעלת תחרותיות מרוסנת ישאף לעצב עבור חבריו ועבור הנהלת החברה המושקעת הסכמי שכר, ובהם מערך תמריצים כלכליים לא רגיש לביצועיו של הבנק.¹³⁹ בארצות הברית מדובר בתופעה נפוצה שזכתה לדיון ציבורי.¹⁴⁰ אמירה זו חזקה במיוחד בהקשר של הגופים המוסדיים ומערכת הבנקאות בישראל: לא רק שהגופים המוסדיים מחזיקים במניותיהם של כל הבנקים הגדולים המתחרים, אלא שהם גם יוצאים נשכרים מהשגתה של יציבות פיננסית, המקטינה את חשיפתם למערכת הבנקאות. במילים אחרות, במערכת הבנקאות בישראל במיוחד האינטרס המוסדי אינו יוצא נשכר מהסכמי שכר אשר מעניקים תגמול לפי ביצועי הבנק (pay for performance) המעודדים התנהגות תחרותית, אלא מהסכמי שכר שאינם רגישים לביצועי הבנק (performance insensitive), שאינם מעניקים תמריצים כלכליים חזקים להתנהגות תחרותית ואף מעודדים החלטות שישמרו יציבות פיננסית. ואכן, מחקר חדש מצא קיומו של מתאם בין מבנה שוק שבו לגופים המוסדיים החזקות בכמה בנקים מתחרים לבין שכר מנהלים שמושפע מביצועים ענפיים, אף יותר מביצועי הבנק שהם מנהלים.¹⁴¹ הסכם שכר שאינו מתחשב בביצועים והולם את האינטרס המוסדי יכול למשל תשלומים

139 אמירה זו נכונה גם ככלל: המוסדיים מחזיקים בחברות מרובות, ולכן אסטרטגיית ההשקעה שלהם מתמקדת בהשאת פורטפוליו ההשקעות ולא בהשאת שווי של חברה יחידה. השאת שווי של חברה יחידה מחד גיסא מחייבת השקעת משאבים, ומאידך גיסא תרומתה אינה גבוהה ביחס לפורטפוליו ההשקעות הכולל. במערכת הבנקאות בישראל, במיוחד, הגופים המוסדיים נהנים ממצב של יציבות פיננסית, ולכן האמירה לעיל נכונה ביתר שאת. להרחבה על אסטרטגיית ההשקעות המוסדית ראו Miguel Anton, Florian Ederer, Mireia Gine, & Martin Schmalz, *Common Ownership, Competition, and the Top Management Incentives* (ECGI Finance, Working Paper No. 511/2017, 2018), available at <http://bit.ly/2Bviq7Q>.

140 בארצות הברית שיעור החזקה מוסדי גבוה – כ-75% לערך (ראו להלן ה"ש 169).

141 ראו להלן ה"ש 187.

קבועים שאינם רגישים לביצועים. הסכם שכזה מבטיח לנושא משרה תגמולים קבועים אף אם תפקודו אינו מוצלח, ובכך מפחית את התמריץ שלו בנטילת סיכונים הכרוכים באימוץ מדיניות תחרותית. כמו כן הוא מעודד שמרנות אשר מסייעת בקידומה של יציבות פיננסית, שגם היא הולמת את האינטרס המוסדי.¹⁴² בניתוח להלן אבקש להראות כי הסכמי שכר נושאי המשרה הבכירה בבנקים בישראל הם בעלי רגישות נמוכה לביצועים, הנובעת מהרגולציה המסדירה אותם.

הוראות ניהול בנקאי תקין משקפות את עמדת המפקחת על הבנקים בעניין הנורמות הנדרשות לניהול בנקאי תקין, ובהן מדיניות התגמול בתאגיד בנקאי.¹⁴³ תכלית הוראות אלו היא להבטיח שהסדרי התגמול בתאגיד הבנקאי יהיו עקיבים ובהם מסגרת ניהול הסיכונים והמטרות ארוכות הטווח של התאגיד הבנקאי.¹⁴⁴ ההוראה מבוססת בעיקרה על מסמכי הפורום ליציבות פיננסית,¹⁴⁵ על הנחיות ועידת באזל מ-2010¹⁴⁶ ועל הדירקטיבה האירופית בנושא.¹⁴⁷ הוראות אלו אינן גורעות מהמסגרת הנורמטיבית הקיימת אלא מוסיפות עליה. בהוראות התייחסות נפרדת ל"נושאי משרה בכירה" ול"עובדים מרכזיים". קבוצת נושאי המשרה הבכירה כוללת בתוכה "נושא משרה" כהגדרתו בחוק החברות, כמו דירקטור, מנכ"ל וסמנכ"ל, וכן נושאי משרה נוספים, ובהם חשבונאי ראשי, מנהל כספים ראשי, מבקר פנימי, מנהל הסיכונים הראשי והיועץ המשפטי.¹⁴⁸ קבוצת "העובדים המרכזיים" כוללת את נושאי המשרה הבכירה לעיל,¹⁴⁹ מנהל המדווח ישירות למנכ"ל,¹⁵⁰ עובד שסך התגמול שקיבל בגין שנה חולפת או זו שקדמה לה עלה על 1.5 מיליון ש"ח,¹⁵¹ וכן קבוצות של עובדים הכפופים לאותם הסדרי תגמול אשר עשויות לחשוף את הבנק, במצטבר, לסיכון מהותי.¹⁵² להגדרה זו יש סייגים.¹⁵³ "תגמול קבוע" בהוראה מוגדר "תגמול שהענקתו אינה מותנית ביצועים, הנקבע מראש בהסכם התגמול, ושסכומו הסופי קבוע, כגון משכורת חודשית". "תגמול משתנה" מוגדר "תגמול שאינו תגמול קבוע". במסגרת ההוראות המסדירות את מדיניות התגמול ניצבות דרישות שמדיניות התגמול תכלול לכל הפחות הגדרת "עובדים מרכזיים", תיאור של מנגנון התגמול לקבוצות שונות שגם יובא לידיעתן ותיאור הגורמים המרכזיים המעורבים בעיצוב ובניהול של הסכמי התגמול. נוסף על זה,

142 חשוב לציין שאין הכוונה לטעון שהגופים המוסדיים הם הכוח היחיד שמעודד מדיניות שמרנית ולא יעילה בבנק בישראל.

143 הוראות ניהול בנקאי תקין 301A "מדיניות תגמול בתאגיד בנקאי" (29.9.2016).

144 שם, ס' 1.

145 FINANCIAL STABILITY BOARD, PRINCIPLES FOR SOUND COMPENSATION PRACTICES AND IMPLEMENTATION STANDARDS (2009).

146 BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, COMPENSATION PRINCIPLES AND STANDARDS ASSESSMENT METHODOLOGY (2010).

147 Council Directive 2013/36/EU, 2013 O.J. (L 176) 338.

148 ס' 4(א) ו-4(ב) להוראות ניהול בנקאי תקין 301A, לעיל ה"ש 143.

149 שם, ס' 4(ב)(א)(1).

150 שם, ס' 4(ב)(א)(2)(א).

151 שם, ס' 4(ב)(א)(2)(ב).

152 שם, ס' 4(ב)(א)(3).

153 שם, ס' 4(ב)(ב).

ההוראות מחייבות שמדיניות התגמול תכלול עקרונות בנושא תגמול משתנה, וכן דורשות וידוא שגודלו של סך הרכיב המשתנה לא יגביל את יכולת התאגיד הבנקאי לשמור על איתנותו הפיננסית.

בתוך הוראות אלו קיימות הוראות שמקדמות הסכמי שכר שאינם רגישים לביצועים מבחינתם של בעלי תפקידים בכירים, אשר עולים בקנה אחד עם האינטרס המוסדי. ראשית, תגמול עובדים העוסקים בניהול סיכונים, בקרה וביקורת אינו תלוי בתוצאות העסקיות של התחומים שהם מעורבים בפעילותם.¹⁵⁴ וכן ההוראות מחייבות שחברי דירקטוריון, לרבות יושב ראש הדירקטוריון, יקבלו תגמול קבוע בלבד.¹⁵⁵ שנית, ההוראות אוסרות חריגה של תגמול משתנה (רגיש לביצועים) על 100% מהתגמול הקבוע,¹⁵⁶ למעט אם התקבל אישור של האספה הכללית בתנאים מסוימים.¹⁵⁷ בהוראות הודגש שהיחס בין התגמול הקבוע לתגמול המשתנה מבחינת העובדים בפונקציות ניהול הסיכונים והבקרה ייטה יותר לטובת התגמול הקבוע לעומת העובדים בפונקציות העסקיות.¹⁵⁸ כאמור, תגמול קבוע אינו מותנה-ביצועים. הסכם שכר ובו רק תגמול קבוע, או שהתגמול הקבוע בו הוא הרכיב המרכזי, הוא הסכם שכר שאינו רגיש, או רגיש במידה מועטה, לביצועים. ההוראות לעיל, בהקשר של נושאי משרה המעורבים בניהול הסיכונים של הבנק, מחייבות כריתת הסכמי שכר שרגישותם לביצועים מעטה יחסית, ובהקשר של דירקטורים אינה רגישה בכלל. יתרה מזאת, יש בנקים המחמירים לעומת היחס האמור בהוראות. למשל, בבנק מסוים מעצבים הסכמי שכר שבהם הרכיב המשתנה אינו עולה על 85% מהרכיב הקבוע ואף 55% אם מדובר בנושא משרה המוגדר "שומר סף". מכלול הוראות אלו מביא למיתון תמריץ של בעלי תפקידים מרכזיים, ובהם דירקטור ומנכ"ל, ליטול סיכונים, לעומת תגמול מותנה ביצועים. מחד גיסא הוראות אלו מתמרצות שמרנות ומקדמות יציבות פיננסית, ומאידך גיסא הן מפחיתות תמריץ לנטילת סיכונים, ובתוך כך להתייעלות וחדשנות, ואולי פוגעות בתמריץ לתחרותיות. מדיניות עסקית שהוראות אלו מקדמות הולמת את האינטרס המוסדי שתואר בפרק הקודם. עולה אפוא כי הרגולציה עלה בקנה אחד עם האינטרס המוסדי, שמעוניין במערכת בנקאות יציבה.

ראוי לציין כי גם הסכם שכר בעל רכיב של תגמול משתנה אינו בהכרח רגיש לביצועים. מדיניות המבקשת לקדם יעילות תשאף להעניק תגמול לנושא משרה שהפגין ביצועים טובים. לפי בבצ'וק, מדידה יעילה של רמת הביצועים תכלול השוואה לביצועים נושאי משרה דומים.¹⁵⁹ השוואה זו אינה אפשרית אם נשתמש במדדים שאינם מתמקדים בהליך

154 שם, ס' 10 (א)-(ב).

155 שם, ס' 13 א(א).

156 שם, ס' 13 (א)(1).

157 שם, ס' 13 (א)(2).

158 שם, ס' 13 (ג).

159 במאמר מוסגר, אציין כי בעיני קיימת בעייתיות במדידת ביצועים של נושא משרה המערכת ביצועי מניה, הן מבחינה מהותית (הקושי לבחון את היקף ההשפעה של נושא משרה ספציפי על המדד) והן מבחינת התמריצים שהיא יוצרת. למשל, ייתכן ומדידה כאמור תגרום לנושא משרה לחשוב כמשקיע ולא כבעל המומחיות אשר בגינה הועסק מלכתחילה. אין זה המקום לדון בכל ההשפעות הנובעות ממצב עניינים זה, אולם בקצרה ייאמר כי ככל שהסיכון שנושא המשרה נושא בו, קטן באופן יחסי לסיכון שנושאים בו

קבלת ההחלטות ובמאמציו של נושא המשרה. דוגמה לכך היא למשל התניית התגמול של נושא המשרה בעליית שווי המניה או ברווחי הבנק.¹⁶⁰ לפי ספרם של בבצ'וק ופריד, מדדים שכאלו משקפים מגמות כלליות בשוק או בענף מסוים, ואפילו מזל טהור, יותר משהם הוכחה לביצועיו הטובים של נושא משרה יחיד.¹⁶¹ מדדים אלו יכולים להיות מושפעים ממאורע חד-פעמי חיצוני ואף ניתנים למניפולציה. אם כן, גם רכיב תגמול משתנה, שלכאורה רגיש לביצועים, עשוי להיות לא רגיש לביצועים בפועל ולקדם אינטרס מוסדי. סקירת מדיניות התגמול של הבנקים הגדולים הנוגעת לתגמול משתנה לא העלתה שימוש גורף במדדים משתנים שאינם רגישים לביצועים. מה שכן, חלק רב מהתגמול המשתנה שנבדק בדוחות נתון לשיקול דעת ועדת התגמול (discretionary payments) ומבוסס על קריטריונים איכותיים שנקבעים בדיעבד ולא על קריטריונים כמותיים שנקבעים מראש. אומנם ניתן לטעון כי אין די בתגמול קבוע כדי לבסס תמריץ לנושא המשרה להימנע מנטילת סיכונים הכרוכים במדיניות תחרותית. כשלעצמי, אני חושב שניתן לומר אמירה גורפת מתי סוגי תגמולים מסוימים יפגעו בתחרות בשוק מסוים ומתי לא, בהיעדר בחינה שלהם על רקע תכונות השוק הספציפי.¹⁶²

נוסף על זה, הסכמי שכר יכולים לכלול "פיצוי שקט", דהיינו תגמול המוסווה בתנאי ההסכם, אשר מתגמל נושא משרה בכירה ללא רגישות לביצועי הבנק באופן שיכול לקדם אינטרס מוסדי. הענקת תגמול שאינו מותנה בביצועים יכולה להיות "מוסווית" בטכניקות שונות, ובהן מתן הטבות לאחר פרישת נושא המשרה מתפקידו (perks),¹⁶³ וחווה למתן

בעלי המניות, אזי קיים חשש כי אותו נושא משרה לא יחזין את העלויות הנובעות מאותו "שינוי תפיסה" כאמור. בהמשך לכך, ייתכן ותגמול רגיש לביצועים צריך להיקבע לפי מדדים מקצועיים ספציפיים המוגדרים על ידי הדירקטוריון. כלומר, על הדירקטוריון להתוות מדיניות המגדירה לנושאי המשרה יעדים קונקרטיים, אשר בראייתו תמנע את עיוות התמריצים שלהם וכן תשיא את האינטרס של בעלי המניות. אמירה זו נכונה גם באשר לסוג התגמול שיוענק לנושאי המשרה בגין ביצועיהם. לביקורת חדשנית נוקבת על ההשפעה השלילית של תגמול רגיש לביצועים המבוסס על תגמול מנייתי על תמריצים של נושאי המשרה ראו Nitzan Shilon, *Replacing Executive Equity Compensation: The Case for Cash for Long-Term Performance* (DEL. J. CORP. L., forthcoming 2018), available at <http://bit.ly/2L7ORc4>.

LUCIAN ARYE BEBCHUK & JESSE M. FRIED, PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION (2004).

161 שם.

162 לא ניתן לעסוק בסוגיית התגמול והשפעתה על תחרותיות בשוק נתון במאמר זה בהרחבה. אומר בזהירות כי בעיני, ככלל, יש להימנע מקביעת כלל פסילה גורף per se של סוג תגמול משתנה מסוים מפאת רצון למנוע פגיעה בתחרות, ותגמול משתנה המותנה בביצועים ענפיים בפרט, שכן במקרים מסוימים התגמול עשוי לגבש פגיעה בתחרות, ובמקרים מסוימים לא. במקום הסתכלות בינארית, המאשרת או שוללת תגמול מותנה בביצועים-ענפיים כשלעצמו, יש לבחון הפגיעה בתחרות על רקע התייחסות לשאר מנגנוני התגמול של המתחרים באותו ענף וכן על רקע תכונותיו הספציפיות, כמו מבנה ההחזקה שהוא מתאפיין בו. לטענה מעניינת המעלה ספק בדבר פגיעתם של תמריצים ענפיים בתחרות ראו Ittai Paldor, *Cross-Holdings by Institutional Investors – Is There Really Anything to Fear?* (forthcoming, 2018), <http://bit.ly/2w28b5E>.

163 למשל, ייעוץ פיננסי, גישה למתקני כושר בבעלות החברה, שירותי הסעה ועוד רבים אחרים.

ייעוץ,¹⁶⁴ אשר המשכורת בגינו אינה כלולה בדוח הכספי, שכן כבר אין מדובר בנושא משרה בכירה. שיטות אלו מאפשרות הענקת תגמול נכבד שאינו רגיש לביצועי הבנק באופן דיסקרטי אשר מפחית את העלויות הנובעות מהתקוממות ציבורית (outrage costs).¹⁶⁵ בבצ'וק קרא במאמרו לטכניקות אלו "stealth compensation".¹⁶⁶ לסיכומם של דברים אלו, הרגולציה המסדירה הסכמי שכר בבנקים בישראל מקדמת את האינטרס המוסדי במערכת בנקאות יציבה. כאמור, מערכת בנקאות המתאפיינת בתחרותיות גבוהה מביאה להגברת החשיפה של הנכסים בהחזקת הגופים המוסדיים. חשיפה זו מביאה לעלייה בעלויות התפעול והמימון של נכסים אלו. לכן למוסדיים אינטרס במערכת בנקאות יציבה, בעלת תחרותיות מרוסנת. דרך אחת שבה הגופים המוסדיים יכולים לקדם אינטרס זה היא באמצעות השפעה על עיצובם של הסכמי שכר. בישראל הרגולציה של הסכמי השכר, שתכליתה השגת יציבות פיננסית, למעשה מקדמת שמרנות התואמת את האינטרס המוסדי; רכיב התגמול הדומיננטי של בעלי משרות בעלי מעורבות במדיניות הסיכונים של הבנק הוא קבוע בעיקרו או כולו, ולכן לא רגיש לביצועים.

הוראות ניהול בנקאי תקין בנושא מדיניות התגמול מסתמכות על המלצות חיצוניות שעליהן יש הסכמה רווחת בעולם, ולכן לכאורה ביקורת שלפיה הן מקדמות יציבות פיננסית על חשבון פגיעה מסוימת בתחרות נראית די מיותרת ומובנת מאליה. עם זאת בניגוד למדינות אחרות, בישראל קבוצת הבנקים וקבוצת המוסדיים הן בעלות עוצמה חריגה במשק, ושתייהן ריכוזיות למדי. במצב זה לקבוצת המוסדיים מלכתחילה מעמד חזק במערכת הבנקאות, שמביא לכך שהאינטרס המוסדי הוא שיקול דומיננטי ככל הנראה בעיצובה של מדיניות עסקית בכל בנק גדול בישראל. במילים אחרות, בישראל הפגיעה בתחרותיות הנובעת מיישום הוראות אלו עשויה להיות רחבה במדיניות אחרות המסתמכות על המלצות ועידת באזל.

164 חוק החברות שולל את האפשרות להציע חוזים אלו לדירקטורים חיצוניים (ראו ס' 249(א) לחוק החברות).

165 ביטוי בספרו של בבצ'וק, אשר מתאר את העלות הנובעת מהתקוממות ציבורית לנוכח הסכמי שכר שאינם רגישים לביצועים. התקוממות ציבורית עשויה לפגוע בחברה במאבקי שליטה וכן במוניטין הדירקטורים ונושאי משרה בכירים נוספים. לפירוט, ראו LUCIAN A. BEBCHUK & JESSE M. FRIED, PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION (2004).

166 חשוב לציין כי בבצ'וק תלה את הסיבה להענקת תגמולים אלו בהסכמי השכר של נושאי משרה בכירה, במערכת יחסי הגומלין בין ההנהלה לדירקטוריון. לשיטתו, למנכ"ל כוח ניכר במשא ומתן על שכרו, אשר נובע בין השאר מכך שהמחיר הכלכלי הגלום במתן תגמול גבוה למנכ"ל עבור הדירקטוריון ובעלי המניות הוא נמוך. הוא אף טוען שהגופים המוסדיים, בכובעם כבעלי מניות בחברה, צפויים שלא לתמוך בהנהלה הקיימת ולבכר את החלפתה בהיתן מאבק שליטה. בניגוד אליו, במחקרים אחרים הנידונים בהרחבה בפרק ד תלו את הסיבה במבנה החזקות רוחבי, קרי החזקה של בעלי מניות זהים באמצעי שליטה של מתחרים בשוק ריכוזי, אשר לדעתם מתמרצים מתן תגמולים שאינם רגישים לביצועי החברות.

(ב) כוחם של הגופים המוסדיים – הזווית הכלכלית

מקור כוח נוסף של הגופים המוסדיים בישראל מקורו בחשיבות העצומה של קבוצה מצומצמת זו לכלכלה בישראל בכלל ולמערכת הבנקאות בפרט. תיקי הנכסים של הגופים המוסדיים הם מקור מימון עיקרי לגיוסי ההון של מערכת הבנקאות.¹⁶⁷ ככל שהבעלות על כספי החיסכון המוסדי מרוכזת יותר, כך התלות של הבנקים בגופים המנהליים העיקריים גבוהה יותר. אותם גופים מנהלים עיקריים הם למעשה שחקנים חוזרים במערכת הבנקאות. מעמדו של גוף מוסדי עיקרי כשחקן חוזר מאפשר לו למשל כוח מיקוח חזק יותר בנוגע לתנאי העמדת אשראי, גבייה וגיבושו של הסדר חוב ככובעו כנושה של הבנק.¹⁶⁸ הנחה סבירה היא שהדירקטוריון או שאר בעלי המניות יימנעו מהתנהגות הפוגעת פגיעה של ממש באינטרס המוסדי בשל חשיבותה של מערכת יחסי הגומלין בין הבנק לגופים המוסדיים להתנהלותו היעילה. מערכת יחסים זו חשובה גם בשל היות הגופים המוסדיים מקור אשראי לבנק, אך גם בשל כוחם במשק (שיעור החזקתם הרחב בחברות ציבוריות בישראל גבוה גם

¹⁶⁷ מסגרת לניתוח תיק נכסי הגופים המוסדיים בישראל, לעיל ה"ש 34, בעמ' 9.

¹⁶⁸ מעמדם של גופים מוסדיים עיקריים כשחקנים חוזרים בהסדרי חוב מרובים, נושא שוועדת אנדרון עסקה בו, מעלה חשש שיפגינו אדישות יחסית לתנאים של הסדר חוב ספציפי. כלומר, המשך מיקוח על תנאי הסדר חוב מסוים יהיה יעיל פחות בעבורם מהחלופה של השלמת הסדרי חוב מרובים, במהירות, שלא בהכרח תהיה אופטימלית ביחס לנסיבות ההסדר המסוים. בניגוד לנושה המוסדי, הנושה הלא-מוסדי אינו בעל החזקות מרובות ומפוזרות במשק, ומשכך, הגעה להסדר חוב מיטבי בעבורו היא אינטרס כלכלי ראשון במעלה. לכן למשל הוא יכול לתמוך בהימשכות הליך המשא ומתן של הסדר החוב אף במחיר של עלויות התדיינות. ניתן לטעון כי חוץ מהתנגשות האינטרסים הקלאסית בהסדר חוב, שבין החברה שחוזה קשיים פיננסיים לנושים, יש שונות אינטרסים נוספת בין נושה מוסדי לנושה שאינו מוסדי, אף אם הם מחזיקים באותו סוג אג"ח. בפס"ד אפריקה הצביעה השופטת אלשיך על שונות אינטרסים זו: "עולה חשש, למצער בציבור, כי מנהלי ההשקעות והגורמים השונים בתוך הגורמים המוסדיים, יותר מאשר הם כואבים את כאב הציבור בהפסדים, מעוניינים בעיקר ב'שקט תעשייתי', אשר יוביל אותם לקבל ביתר קלות הצעת הסדר לא-מיטבית". שונות אינטרסים זו בולטת על רקע המצב כיום, שבו השלמה של הסדר חוב גרוע מבחינת מוסדיים כנושים בחברה אחת אינו מונע את האפשרות שימשיכו להעמיד אשראי לחברות קשורות. אמירה זו נכונה בעיקר לגופים מוסדיים הנמצאים בבעלות בעל שיטה דומיננטי במשק. שונות אינטרסים זו מעלה חשש שמא הסדר החוב שאושר באספות הסוג לא ישקף את הערכת השוק באשר לכדאיות ההסדר המוצע ויכולה לשמש הצדקה להפרדה לאספות סוג שונות במסגרת הליך אישור הסדר החוב. חשש זה גובר על רקע מחקרם של פרופ' חמדני ופרופ' יפה, שבו נמצא כי גופים מוסדיים נוטים שלא להתנגד לעסקאות שבהן מעורב אינטרס של בעל שליטה. בשונה מעסקאות, בהסדר חוב הגופים המוסדיים הם נושים ולא בעלי מניות, אבל יש לזכור שהאינטרס הכלכלי שלהם זהה אף אם ה"כובע" שלהם שונה, ולכן אם מעורב אינטרס של אותו בעל שליטה דומיננטי אשר גם שולט בגוף המוסדי, ספק אם אותו גוף מוסדי הוא בעל אינטרס כלכלי להתמקח ממושכות על תנאי הסדר החוב. תכונה זו מעמיקה את שונות האינטרסים בין אותו נושה מוסדי לנושה שאינו מוסדי. כיוון שמדובר בסוגיה שאינה קשורה למאמר זה במישרין, לא אעסוק בה בהרחבה. לפסיקה של השופטת אלשיך ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 10344-11-09 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' הרמטיק נאמנויות (פורסם בנבו, 21.12.2009). לסקירה וביקורת על המשטר המשפטי החל על הסדרי חוב בישראל ראו אסף חמדני ויוסף קלמנוביץ' "הבראה ללא הקפאה: הצעה למשטר חדש להסדרי חוב באג"ח סחירות" משפט ועסקים כ 247 (2017). למחקרם של פרופ' חמדני ופרופ' יפה ראו Hamdani & Yafeh, לעיל ה"ש 43.

בהשוואה בין-לאומית).¹⁶⁹ אין בנמצא נתונים שיכולים לחשוף במובהק מהו המשקל שמייחסים הבנקים לגופים המוסדיים כמקור לאשראי בנקאי בפועל, למשל באמצעות השוואת היקף החוב של הבנקים למוסדיים להיקף החוב הכולל של הבנקים בכלל. אין מדובר במקור האשראי העיקרי של הבנק, שהוא כספי הפיקדונות של החוסכים בבנק, וכן יש לשים לב לכך שיש לבנק מקורות אשראי נוספים, כמו אשראי בין-לאומי. עם זאת אי אפשר לבטל את חשיבותם של הגופים המוסדיים כמקור אשראי. הריכוזיות הגבוהה בכספי החיסכון המוסדי ממצבת את הגופים המוסדיים העיקריים בישראל כשחקנים חוזרים, עובדה המחזקת את יכולתם להשפיע על המדיניות העסקית של הבנק ועל התנהלותו מול הגופים המוסדיים בהליכים נוספים.

ג. היתכנותו של קרטל סמוי – סכנה לתחרותיות במערכת הבנקאות בכללותה

כפי שראינו בפרקים הקודמים, לקבוצת הגופים המוסדיים אינטרס למדיניות עסקית בבנקים שמקדמת יציבות פיננסית ותחרותיות מרוסנת, וכן קיימת סבירות גבוהה שלאינטרס זה ניתן משקל רב בהליך קבלת ההחלטות בבנקים. מתן משקל מופרז לאינטרס המוסדי, קרי משקל הגבוה מכפי שיעור ההחזקה של הגופים המוסדיים בהון הבנק, מגביר את הסבירות שבנק יתחרה באגרסיביות פחותה. ההיתכנות לתרחיש זה, וכן עוצמתו, גוברות כשהבנק חווה משבר פיננסי או עלייה בעלויות המימון שלו. עם זאת אם היקף הנזק היה מסתכם בהשפעה על מדיניותו של בנק יחיד בלבד, ספק אם היה מדובר בבעיה חמורה לתחרותיות במערכת הבנקאות בכללותה; בשוק המתאפיין למשל בריכוזיות נמוכה סביר שמדיניותו של פירמה יחידה לא תשפיע על מחיר השוק, או במובהק על מדיניות המתחרים. אלא מאי? מערכת הבנקאות בישראל מתאפיינת במספר מועט של מתחרים חזקים. בשוק שכזה עלול להיקבע מחיר על-תחרותי אף ללא תקשורת בין המתחרים. תימוכין לטענות אלו ניתן למצוא במחקרים שבהם נבחנה אמפירית ההשפעה של החזקות רוחביות בשוק ריכוזי על התחרות בו. הואיל וגם מערכת הבנקאות בישראל היא ריכוזית, וכן מתאפיינת במבנה החזקה רוחבי של הגופים המוסדיים, ניתן ללמוד ממחקרים אלו לענייננו.

מבנה הפרק כדלהלן: בחלק 1 אבקש להראות שלגוף מוסדי בעל החזקות בשני בנקים מתחרים יש אינטרס כלכלי להשפיע על מדיניותם. כמובן, אם מדובר בכמה גופים מוסדיים שלהם אינטרס כלכלי משותף, השפעה זו חזקה יותר. מטרתי בניתוח זה היא להראות שאף ללא חשיפה גדולה של הגופים המוסדיים לביצועי הבנקים, שהוצגה בפרק הקודם, ואף בהינתן שיעור החזקה רוחבי נמוך, קיימת אפשרות שיהיה להם, כיחידים וכקבוצה לא

169 למשקיעים המוסדיים בישראל שיעור החזקה של כ-48% בחברות ציבוריות. רק בארצות הברית (75%) ובקנדה (53%) שיעור החזקה גבוה יותר, מתוך 30 מדינות שנבדקו במחקר. ראו Jan Bena, Miguel A. Ferreira, Pedro P. Matos & Pedro Pires, *Are Foreign Investors Locusts? The Long-Term Effects of Foreign Institutional Ownership*, 126 J. FIN. ECON. 122 (2017). שיעור החזקה המוסדי בארצות הברית הוא כ-80% בקרב החברות שמרכיבות את מדד S&P 500. ראו Neil Stewart, *Retail Shareholders: Looking Out for the Little Guy*, (IR MAG., May 15, 2012), <http://bit.ly/2PqI3cT>

מתואמת, אינטרס כלכלי משותף להשפיע על מדיניות בנק, בדומה להשקעה פסיבית. בחלק 2 אבקש לטעון שכאשר הבנק שבחר להתחרות באגרסיביות פחותה בשל השפעת הגופים המוסדיים, הוא בעל הנטייה החזקה ביותר דווקא לסטות מקרטל, גוברת הסכנה לייצובו של קרטל סמוי, דהיינו מצב שבו הבנקים גובים מחירים על-תחרותיים אף בהיעדר תקשורת ביניהם. לביסוס טענתי אבקש להסתמך על מאמרו של דייוויד גילה בו נטען שהשקעה פסיבית עלולה לפגוע בתמריצי פירמה להתחרות באגרסיביות, וכן שאם הפירמה המושפעת היא בעלת הנטייה הגבוהה ביותר לסטות מהקרטל, קיימת סכנה לתחרות בשוק בכללותו.¹⁷⁰ מטרת חלק זה היא להראות שגם כאשר חשיפת הגופים המוסדיים למערכת הבנקאות נובעת ממניות הבנקים בלבד, וגם כאשר שיעור ההחזקה הרוחבי המאפיין את מערכת הבנקאות אינו חריג בגובהו, קיימת סכנה לייצובו של קרטל סמוי. בחלק 3 נבחן את המאפיינים של מערכת הבנקאות בישראל, שבה לגופים מוסדיים יחידים החזקות רוחביות בכל הבנקים הגדולים וגם תיק נכסים המושפע מביצועי מערכת הבנקאות. בחלק זה אדון בתוצאות המחקרים שבחנו את השפעת קיומן של החזקות רוחביות בשוק ריכוזי על התחרותיות בו, ואבקש ללמוד מהם על המצב בישראל. טענתי היא כי במערכת הבנקאות בישראל ההשפעה השלילית על התחרות עשויה להיות חזקה אף יותר: לא רק שהמוסדיים חשופים לפגיעה בשווי החזקתם במניות הבנקים, הנובעת ממבנה ההחזקות הרוחבי המאפיין את השוק, אלא שהם חשופים גם לפגיעה בשווי הכולל של תיקי הנכסים שבשליטתם, המושפע מאוד, כאמור, מיציבותה של מערכת הבנקאות. עובדה זו, כמו גם מאפיינים נוספים הייחודיים למערכת הבנקאות בישראל שבהם מאמר זה נגע בפרקים הקודמים, מתכתבים גם עם טענות הביקורת שהושמעו בעניין המחקרים האמפיריים שעליהם ביקשתי להסתמך בפרק זה. במידה רבה, פרק זה הוא יישום ספציפי של המחקרים האמפיריים והתאורטיים הנמצאים משני צדי המתרחס של הדיון האקדמי, שחלק מהמלומדים בו מחזיקים בדעה כי החזקות רוחביות לכשעצמן עשויות לפגוע בתחרות, וחלקם גורסים שבכך אין די. מטרת הפרק היא ביסוס הטענה שבישראל סיכון מוגבר לייצובו של קרטל סמוי במערכת הבנקאות.

1. החזקה של גוף מוסדי במניות בבנקים מתחרים עשויה להשפיע על מדיניותו של בנק יחיד

גילה ציין במאמרו שכאשר פירמה משקיעה במתחרה שלה בשוק שבו פועל מספר קטן של מתחרים משמעותיים, אפשר שהפירמה תעדיף להתחרות באגרסיביות פחותה.¹⁷¹ מצב שבו פירמה משקיעה במתחרה שלה בלא יכולת להשפיע על החברה המושקעת נקרא "השקעה פסיבית". כאשר פירמה משקיעה פסיבית במתחרה שלה, רווחיה של הפירמה המתחרה יפחתו אם תבחר להתחרות באגרסיביות, שכן פעולה אגרסיבית תוביל לירידה בערך ההשקעה של הפירמה המשקיעה. למעשה, במצב זה קיים אינטרס לפירמה המשקיעה דווקא להעלות מחירים, שכן אף אם העלאה זו תביא לאובדן נתח שוק, הפדיון שיקבל מהעלאת המחיר יניב רווחים. זאת, בניגוד למצב שבו אין השקעה פסיבית, אז העלאת מחיר על ידי

170 דייוויד גילה "השקעות פסיביות בין מתחרים בישראל" משפטים 119 (2006).

171 שם, בעמ' 122.

פירמה א הייתה מביאה לאובדן נתח שוק של פירמה ב.¹⁷² כלומר במצב שבו פירמה א משקיעה פאסיבית בפירמה ב, הראשונה תשאף להעלות מחירים אם היקף האובדן של נתח השוק יהיה קטן מהפדיון שיתקבל מהעלאת המחיר.

החזקת גוף מוסדי במניות בנקים מתחרים, בדומה להשקעה פסיבית, יש בה כדי לגבש עבורו תמריץ כלכלי לריסון התנהגות תחרותית שעלולה לפגוע בהשקעותיו. להמחשה נניח גוף מוסדי אלמוני שמחזיק כ-5% ממניות בנק א וכ-5% ממניות בנק ב. נניח שעבור הגוף המוסדי התנהגות תחרותית מצד אחד הבנקים תביא לירידת ערך המניות של הבנק המתחרה המצויות בבעלותו, קרי לספיגת הפסדים. וכן, הואיל ושיעור ההחזקה שווה, הפגיעה האפשרית ממדיניות תחרותית גבוהה במצב שבו החזקה בבנק אחד הייתה גדולה יותר מהחזקה בבנק אחר. נקודה זו דורשת הסבר: ככל שהיחס בין שווי ההחזקות בבנק א לבנק ב הוא גדול יותר, כך מועצמת החשיבות שמקנה המשקיע המוסדי להשקעתו בבנק המתחרה ועולה הסבירות להתנהגות המרסנת.¹⁷³ למשל, בהנחה שבבנק א היקף השקעתו של הגוף המוסדי היא שני מיליון, ובבנק ב היקף ההשקעה במניות הוא מיליון בלבד, סביר שהגוף המוסדי ייחס חשיבות גבוהה יותר להשקעתו הראשונה, ולא בהכרח יתנגד להתנהגות תחרותית. מנגד, אם היקף השקעותיו זהה בשני הבנקים, כמו בדוגמה לעיל, אזי הנזק שעלול להיגרם להשקעותיו מהתנהגות תחרותית של אחד מהבנקים גדול יותר.¹⁷⁴ במצב נתון זה האינטרס הכלכלי של אותו גוף מוסדי הוא לקדם מדיניות שבה לא יפגעו השקעותיו. עתה נניח חמישה גופים מוסדיים שלהם החזקות בשיעור דומה בשני בנקים. בנסיבות מסוימות, שבהן מדובר באינטרס כלכלי המשותף לכולם, התמריץ לריסון התנהגות תחרותית ועוצמתו גוברים. כך, אם מדיניות תחרותית של בנק א תפגע בהחזקות קבוצת המוסדיים בבנק ב, זו תנסה למנוע אותה באמצעות השליטה הנתונה לחברי הקבוצה כבעלי מניות בבנק א.

ניתן להצביע על שלושה הבדלים מרכזיים בין מצב שבו מתגבש תמריץ לריסון מדיניות תחרותית הנובע מהשקעה פסיבית לבין תמריץ זהה הנובע מהחזקות רוחביות: ראשית, טיב ההשפעה האנטי-תחרותית. הסיכון להחזקות של הגוף המוסדי מקורו בנקיטת מדיניות תחרותית מצד שני הבנקים אשר במניותיהם הוא מחזיק, בניגוד לפירמה המשקיעה פסיבית במתחרה שלה, אשר חשופה להפסדים הנובעים ממדיניות תחרותית מצידה של הפירמה המושקעת בלבד. במצב הראשון, כיוון שקיים תמריץ של שני הבנקים אשר הגוף המוסדי מחזיק במניותיהם, לנקוט במדינות תחרותית שמרנית, קיים חשש מוגבר, לעומת מצב של השקעה פסיבית, לייצובו של סטטוס קוו תחרותי.

שנית, עוצמת ההשפעה. שלא כמשקיע הפסיבי, לגופים המוסדיים יכולת השפעה מסוימת על מדיניותו העסקית של הבנק, שנסקרה בפרקים הקודמים. אומנם במצב של

¹⁷² שם, בעמ' 125.

¹⁷³ מדובר בהיקש ממאמרו של פרופ' דייוויד גילה, לשעבר הממונה על הרשות להגבלים עסקיים, שהחיל כלל זה על בעל שליטה המבצע השקעה פסיבית בפירמה מתחרה: David Gilo, *The Anticompetitive Effect of Passive Investment*, 99 MICH. L. REV. 1, 47 (2000).

¹⁷⁴ על כך יש להוסיף את האפשרות שחלק מהערך המוסף שיופק באמצעות ההתנהגות התחרותית, עלול לדלוף למתחרים אחרים. חשש זה מפחית את התמריץ לנקיטת פעולה תחרותית.

השקעה פסיבית ייתכן שלמשקיע הפסיבי שיעור החזקה גבוה יותר, אולם יכולתו להשפיע על מדיניות החברה שבה הוא משקיע מוגבלת. מנגד, כזכור, הגופים המוסדיים שחקנים במידה ניכרת בממשל תאגידי של בנק בישראל, בעל גרעין שליטה וללא גרעין שליטה; מלבד הכוח הישיר הנובע ממעמדם כבעלי מניות הבנק, נתון להם גם כוח הנובע מחשיבותם הכלכלית להתנהלות בנקים בישראל, מיכולתם לשתף פעולה במסגרת הנורמטיבית המסדירה את פעילותם, וכן תלות בעוצמה משתנה (לפי מבנה בעלות הבנק) של חברי דירקטוריון בתמיכתם. עם זאת יש לציין שהשפעתו של גוף מוסדי יחיד על מדיניות תחרותית, אם היא מנותקת מהאינטרס המוסדי המשותף, אינה צפויה להיות רבה.

שלישית, משקל האינטרס. לפחות מהבחינה התאורטית המשקל המיוחס לאינטרס של המוסדיים קל ממצב של השקעה פסיבית; במצב לעיל, פירמה א, המשקיעה פסיבית בפירמה ב, מצויה בבעלות מלאה, ולכן החשיבות שהיא מייחסת להתנהגות תחרותית שעלולה לפגוע בהשקעותיה היא גבוהה. בניגוד אליה, הגופים המוסדיים מחזיקים בנפרד בשיעורי בעלות נמוכים יחסית בחמשת הבנקים הגדולים, ואף יחדיו בשיעור בעלות הנמוך מ-50%. לכן המשקל שהם מייחסים למדיניות תחרותית שעלולה לפגוע בשווי אמצעי השליטה שברשותם, תאורטית, אמור להיות קטן במצב של השקעה פסיבית. מנגד, יש לציין כי שיעור החזקה במניות בנק גדול בישראל, גם אם של אחוזים בודדים, היא בעלת ערך גבוה מאוד בקנה מידה מקומי. כלומר, מהעובדה שמדובר בשיעור החזקה נמוך יחסית אין להסיק כי משקל האינטרס קטן. כמו כן יש להדגיש כי בשלב זה של הניתוח עדיין איננו מתחשבים באינטרס הכלכלי המשותף לגופים המוסדיים במלוואו. ודאי שאם מחשיבים גם את חשיפתם הגבוהה של תיקי הנכסים של הגופים המוסדיים לביצועי מערכת הבנקאות, מדובר במשקל אינטרס גדול לאין שיעור בממצב טיפוסי של השקעה פסיבית בפירמה מתחרה.

יכולת הגופים המוסדיים והבנקים לפעול לפי תמריץ זה גבוהה יותר מקום שמדובר בבנק ללא גרעין שליטה, שבו הגופים המוסדיים הם בעלי המניות העיקריים. בבנק בעל גרעין שליטה, בעל שליטה אינו חשוף לרווחים של הבנקים המתחרים, ולכן פוחתת הסבירות שיאפשר קידומה של מדיניות לא-תחרותית אשר משיאה את האינטרס המוסדי על חשבון האינטרס הכלכלי שלו. מנגד, עדיין קיימת אפשרות שהכוח הנתון למוסדיים במופעים אחרים יעניק להם כוח השפעה גם במופעים שבהם לכאורה אין להם כוח פורמלי,¹⁷⁵ בין השאר בהחלטות הנוגעות למדיניות התחרות של הבנק, אף אם בעל גרעין שליטה.

לו היינו מתחשבים בחשיפה הפיננסית המלאה של הגופים המוסדיים למערכת הבנקאות, רצונו של הגוף המוסדי לרסן תחרות היה נכון בבחינת קל וחומר. כשמדיניות תחרותית של בנק מאיימת לפגוע ביציבות הפיננסית של המערכת הבנקאית, ובכך לפגוע בשווי תיק הנכסים של גוף מוסדי, הרי שגם ללא החזקה במניות אותו גוף מוסדי היה בעל אינטרס כלכלי למנוע אותה (אף אם היכולת שלו לעשות זאת בפועל הייתה נמוכה). משכך,

175 להרחבה ראו פרק ב לעיל.

החזקה במניות רק מגבירה אינטרס כלכלי קיים של הגופים המוסדיים ביציבות המערכת הבנקאית וכן את יכולתם לקדם אותו.

עולה אפוא כי אף כאשר ההחזקות הרוחביות מאפיינות רק גוף מוסדי יחיד, ובשיעור שאינו גבוה, קיים תמריץ עבורו לפעול לריסון מדיניות תחרותית בבנק יחיד, או בכמה בנקים, אשר עלולה לפגוע בערך השקעותיהם. אם מדובר בתמריץ של גוף יחיד, יכולתו לקדם מדיניות זו נמוכה, אולם אם מדובר בתמריץ משותף לכמה גופים מוסדיים, אז גם רמת היכולת עולה. לחלופין, ואולי גם התרחיש הסביר יותר, קיימת האפשרות שהנהלת הבנק תימנע מלכתחילה מנקיטת התנהגות תחרותית אשר עלולה להסב נזק לשווי החזקות הגופים המוסדיים בבנקים שלהם אינטרס כלכלי משותף,¹⁷⁶ הן משיקולי יעילות של הבנק עצמו והן משיקולים הנובעים ממעמדם של הגופים המוסדיים כבעלי מניות בעלי יכולת להשפיע על המשך כהונת דירקטוריון הבנק עצמה ומעמד חבריו בשוק הדירקטורים. כל זאת אף ללא התחשבות בחשיפה הפיננסית הכוללת של תיקי הנכסים של הגופים המוסדיים למערכת הבנקאות. תרחיש מעין אלו סבירים בעיקר בבנקים ללא גרעין שליטה, שבהם לגופים המוסדיים נתון כוח רב בהליך קבלת ההחלטות. בבנקים בעלי גרעין שליטה היא סבירה פחות, ובכל זאת אפשרית, שכן בעל שליטה יכול להתחשב באינטרס מוסדי עקב כוח הגופים המוסדיים בעניינים אחרים.¹⁷⁷

2. השפעה על מדיניות בנק יחיד עלולה להשפיע על התחרות במערכת הבנקאות בכללותה

לשיטתו של גילה, בנסיבות מסוימות קיומה של השקעה פסיבית, המעודדת נקיטת מדיניות לא-תחרותית בשוק בעל מספר קטן של מתחרים, עלול להגביר את ההיתכנות לקיומו של קרטל סמוי. קרטל סמוי (tacit collusion) הוא מצב שבו פירמות גובות מחירים על-תחרותיים (או במילותיו של גילה "דמויי קרטל") אף בהיעדר תקשורת ביניהן.¹⁷⁸ לפי גילה, השקעה פסיבית עשויה להביא לייצובו של קרטל סמוי בשוק מקום שהפירמה המשקיעה היא מחוללת תחרות (maverick).¹⁷⁹ להמחשה נניח שוק ובו ארבע פירמות גדולות, כאשר פירמה א צפויה להרוויח 10 מיליון ש"ח אם תסטה מהמחיר שנקבע בשוק, ושאר הפירמות – כמיליון ש"ח בלבד. אם פירמה א תקדים את הפירמות האחרות ותסטה מהמחיר הקבוע בשוק (הורדת מחירים עבורה משתלמת יותר ממה שהיא משתלמת לפירמות המתחרות), אזי לפירמות המתחרות ייגרמו הפסדים ניכרים. במצב שכזה יכולה פירמה ב לבחור להתחרות באגרסיביות חרף הידיעה שמדיניות זו תסב לה הפסדים, וזאת בשל החשש מהפסד גדול יותר בעקבות סטייה של פירמה א מהמחיר הקבוע. אולם בחירה של פירמה א להשקיע פסיבית במתחרותיה יכולה לשמש איתות עבור הפירמות המתחרות האחרות שפירמה א אינה מעוניינת בנקיטת מדיניות תחרותית, משום שהשקעה פסיבית במתחרה מקטינה את הכדאיות שבסטייה מהמחיר הקרטליסטי. הואיל וכלל הפירמות

176 לפירוט ראו תת-פרק ב.2(ב) לעיל.

177 לפירוט ראו פרק ב לעיל.

178 גילה, לעיל ה"ש 170, בעמ' 127.

179 שם, בעמ' 131.

מודעות לכך שלפירמה א הנטייה הגבוהה ביותר להוריד מחירים, והשקעתה הפסיבית היא אינדיקציה לכך שבחירה להימנע מכך, סביר כי יעדיפו לדבוק גם הם במדיניות שמרנית כדי להשיא את רווחיהם.

כיוון שמערכת הבנקאות בישראל ריכוזית ומורכבת ממספר קטן של שחקנים חשובים, סכנת ייצובו של הקרטל הסמוי ממשית, אף אם לא נתחשב בשיעור החשיפה של תיקי הנכסים של הגופים המוסדיים למערכת הבנקאות. אכן, קרטל סמוי יכול להיווצר מקום שבנק מחולל תחרות יבחר להימנע מנקיטת מדיניות תחרותית. אולם כיצד יתגבש איתות אפקטיבי לבנקים האחרים להימנע מנקיטת מדיניות תחרותית בעצמם? אמחיש זאת באמצעות תרחיש היפותטי: נניח מערכת בנקאות שבה מספר קטן של מתחרים, ושבה בנק א הוא בנק מחולל תחרות, ולו האינטרס החזק ביותר לסטות ממחיר על-תחרותי בשוק. נניח כי לגוף מוסדי מסוים החזקות בכל המתחרים החשובים במערכת בנקאות זו, כולל בבנק מחולל התחרות. עתה נניח שאותו גוף מוסדי בחר להגדיל את שיעור החזקותו במניות כלל הבנקים בשוק. מחד גיסא הגידול בשיעור ההחזקה של הגוף המוסדי במניות הבנק מחולל התחרות מגביר את יכולתו לשלוט במדיניותו העסקית, ומאידך גיסא הגידול בשיעור ההחזקה בשוק כולו מגדיל את חשיפתו הפיננסית של הגוף המוסדי למדיניות תחרותית של הבנק מחולל התחרות; אם האחרון ינקוט מדיניות תחרותית, אזי הפגיעה בנכסי הגוף המוסדי, קרי בשווי ההחזקות במניות הבנקים המתחרים, תהיה גדולה שבעתיים. לכן בחירה להגדיל את שיעור ההחזקה הרוחבי בכל הבנקים, בשוק בעל מספר קטן של מתחרים, כמוה כאיתות לבנקים המתחרים שנטייתו של הבנק מחולל התחרות לסטות מהמחיר העל-תחרותי, תהיה חלשה יותר, הן בשל שיעור שליטה מוגבר של הגוף המוסדי על מדיניות הבנק והן בשל הגדלת החשיפה הפיננסית של הגוף המוסדי למדיניות שכזו. כשמדובר באינטרס מוסדי משותף לכמה גופים מוסדיים, ובהיקף שיעור החזקה רחב יותר, מדובר באיתות חזק יותר לכלל השחקנים במערכת בנקאות זו. עוצמת האיתות עולה לאין ערוך כשמביאים בחשבון לא רק את החשיפה הנובעת מהחזקה במניות הבנקים, אלא גם את החשיפה המלאה לתיקי הנכסים של הגופים המוסדיים לביצועי מערכת הבנקאות. למעשה, כל רכישה ומכירה של מניות הבנקים אשר משפיעה על מבנה ההחזקות הרוחבי של גוף מוסדי או קבוצת הגופים המוסדיים, משפיעה על עוצמת האיתות האמור. זאת ועוד, במערכת בנקאות החשש לייצובו של קרטל סמוי גדול במיוחד ביחס לשווקים אחרים, משני טעמים: ¹⁸⁰ ראשית, במערכת הבנקאות חלק נכבד מרווחי הבנקים נובע מעסקאות קטנות ותכופות. משכך, גריפת רווחים הנובעת מהורדת מחיר פתאומית אינה גדולה, שכן הבנקים המתחרים ימהרו להוריד מחיר בעצמם. למשל, בחירה של בנק להוריד עמלה בעסקאות מסוימות הקשורות לעסקים קטנים ובינוניים, אף אם מדובר בבנק מחולל תחרות, תביא לגריפת רווחים נמוכה בטווח הקצר ועלולה להוביל אף לנזק בטווח הארוך. משכך, סטייה ממחיר על-תחרותי במערכת הבנקאות אינה כדאית. שנית, קל לעקוב אחר הורדות מחירים במערכת הבנקאות. עם הסיבות לכך ניתן למנות את הגישה המשופרת של הציבור למידע על הבנקים וכן את הפיקוח על הבנקים. שקיפות זו מפחיתה את נטייתו של בנק לסטות מהמחיר

180 מדובר בטעמים שהוזכרו במאמרו של גילה, אשר מיושמים ביחס למערכת הבנקאות בישראל (ראו שם, בעמ' 131).

העל-תחרותי, שכן זו תתגלה במהירות, ומשכך התועלת הנובעת ממנה תהיה נמוכה. לסיכום נקודה זו, אף ללא החשיפה המלאה של הגופים המוסדיים למערכת הבנקאות, קיים חשש ממשי לייצובו של קרטל סמוי; למעשה, די בכך שהאינטרס המוסדי מקבל משקל ניכר במסגרת מדיניותו העסקית של בנק מחולל תחרות בלבד.

3. ייצובו של קרטל סמוי במערכת הבנקאות בישראל

בחלק זה אבקש לבסס את הטענה שבישראל סיכון מוגבר לייצובו של קרטל סמוי במערכת הבנקאות. כאמור, האינטרס הכלכלי המשותף לגופים המוסדיים במערכת הבנקאות, מקורו בשני גורמים עיקריים: הראשון, התחרות הישירה בין הגופים המוסדיים לבנקים במגוון שירותים, והשני, חשיפת תיקי הנכסים של הגופים המוסדיים לביצועי מערכת הבנקאות. את הגורם השני ניתן לפרק לשם הנוחות לשניים: ראשית, לחשיפה הנובעת מעצם ההחזקה במניות הבנקים, אשר התמריצים שהיא מקימה נידונו פרטנית בתת-פרק הקודם; שנית, לחשיפה הנובעת משליטה על שאר הנכסים שביצועי מערכת הבנקאות משפיעים על שוויים. לפי מחקרים אמפיריים עדכניים, די במבנה החזקה רוחבי כשלעצמו, קרי במאפיין החשיפה הראשון, כדי להביא לפגיעה בתחרותיות בשוק ריכוזי מסוים. השפעת מחקרים אלו על הדיון האקדמי בעולם ההגבלים העסקיים הייתה רבה וזכתה לאוזן קשבת במשרד המשפטים וברשות התחרות בארצות הברית.¹⁸¹ מנגד, לפי המבקרים של מחקרים אלו, מבנה החזקה רוחבי כשלעצמו אינו יכול לגבש פגיעה בתחרותיות ללא קיומם של מנגנונים נוספים. ממצאיהם העיקריים של מחקרים אלו יסקרו להלן. בהמשך לכך אבקש לטעון שמבנה ההחזקות הרוחבי המאפיין את מערכת הבנקאות בישראל, בשילוב תכונות מסוימות המאפיינות אותה אשר נסקרו בפרקים הקודמים, מקימים חשש מגובש לפגיעה בתחרותיות במערכת הבנקאות. בראיית, טענה זו מתיישבת עם המחקרים העדכניים האמורים משני צידי המתרס. הגורם השני, קרי החשיפה של תיקי הנכסים של הגופים המוסדיים למערכת הבנקאות, הוא בבחינת דבר מה נוסף, אולם משקלו כה נכבד שהוא משנה את התמונה כולה.

(א) מבנה החזקות רוחבי

בשוק המתאפיין בהחזקות רוחביות יש למתחרים הטבעיים בעלי מניות זהים בשיעור מסוים (common ownership). למשל, שוק שבו עשרה מתחרים טבעיים, וחמישה מבעלי המניות של כל אחד מהם זהים. בענייננו, גם מערכת הבנקאות מתאפיינת במבנה החזקות רוחבי: כאמור,¹⁸² כל הגופים המוסדיים העיקריים בנפרד מחזיקים במניות הבנקים הגדולים בישראל בשיעור החזקה נמוך יחסית. טרם הסקירה של תמונת המחקר העדכנית אסביר מדוע החזקה רוחבית עשויה להביא לפגיעה בתחרותיות, בהתבסס על מאמרו של המלומד איינר אלהאוג' בנושא.¹⁸³ בכתובה

Davidoff Solomon, *Rise of Institutional Investors Raises Questions of Collusion*, N.Y. TIMES 181 (Apr. 12, 2016) <https://nyti.ms/2Dj6fv7>.

182 ראו לעיל תת-פרק ב.1.

183 Einer Elhauge, *Horizontal Shareholding*, 129 HARV. L. REV. 1267, 1267 (2016).

הכלכלית רווחת הסכמה, שעד כה בוססה על תשתית תאורטית ולא אמפירית, שהחזקות רוחביות עשויות להפחית את האינטרס של מתחרים להתחרות אלו באלו. ככלל, פירמה משיאה את רווחיה בכך שהיא מתחרה, כלומר מורידה מחירים, רק במצבים שבהם הרווח הנובע מנטילת נתח השוק מפירמות מתחרות עולה על הרווח הנובע משימור מחירים גבוהים. כיוון שכל פירמה קובעת מחירים על פי אותו חישוב, לפי המודל הכלכלי, הן צפויות להוויל את מחיר המוצר שלהן ביחס למחיר המוצר המתחרה, עד שיגיעו למחיר שישקף את העלות השולית של המוצר.¹⁸⁴ המודל הכלכלי הסטנדרטי של תחרות שוק מניח שכאשר פירמה מגבירה את מכירותיה על חשבון מכירות של פירמה מתחרה, בעלי הפירמה מרוויחים ואינם מפסידים דבר מכך ששיעור המכירות של הפירמה המתחרה הצטמצם. אולם כאשר הבעלים של פירמה אחת הם גם הבעלים של פירמה מתחרה, החישוב שונה.¹⁸⁵ לדוגמה, נניח שתי חברות שלהן בעלי מניות זהים. עוד נניח שחברה אחת החליטה להוריד מחירים ולהתחרות באגרסיביות רבה יותר בחברה המתחרה, והדבר הוביל לעלייה במכירות ולגריפת רווחים על חשבונה. במקרה זה העברת נתח המכירות מחברה אחת למתחרה שלה, מבחינת בעלי המניות, לכאורה חסרת חשיבות, שכן מדובר בהעברה של כסף מכיס אחד לכיס האחר. עם זאת אין מדובר במצב רצוי מבחינתם: תחרות הפחתת המחירים רק מקטינה את הרווחים שלהם, כמו העברה של כסף מכיס לכיס שבמהלכה חלק מהמטבעות מחליקים מבין האצבעות.

תמריץ אנטי-תחרותי דומה ומוחלש מתקיים כאשר בעלי המניות של חברה אחת חופפים רק חלקית את בעלי המניות של החברה האחרת. נניח דוגמה חדשה, ובה בעל מניות בחברה אחת מחזיק גם ב-10% ממניות החברה המתחרה. אותו בעל מניות אומנם ירוויח מכך שהפירמה תגדיל את מכירותיה על חשבון המתחרה, אך פחות מאשר במצב שבו זהות כל אחד מבעלי המניות הייתה שונה לחלוטין מזו של האחרים. הנהלת חברה שתפעל לפי אינטרס בעל המניות לעיל תבין שעל כל מכירה נוספת ש"נלקחה" מהמתחרה שלה היא מטילה על אותו בעל מניות גם עלות בשיעור המחיר השולי הרגיל של הכנת המוצר, וגם את העלות הנובעת מהפסד של 10% מהרווחים שהחברה המתחרה הפסידה. בחשבון פשוט, תמריץ להוריד מחירים יתגבש רק כאשר הרווח ממכירת המוצר הנוסף יעלה על סכום המורכב גם מהעלות השולית בהפקת המוצר וגם מסכום המגלם 10% מהרווחים שבעל המניות יפסיד עקב הפסדי החברה המתחרה. כמו שעלייה במחיר חומר גלם הדרוש לייצור המוצר מגדילה את העלות השולית בייצורו (למשל עלייה במחיר הדיו מעלה את עלות הייצור השולית של עט נובע), כך גם העלות המתווספת בעקבות ההחזקה הרוחבית של בעל המניות. כלומר, ההחזקה הרוחבית פוגעת בתמריץ הכלכלי של הפירמה להתחרות. אין צורך בתיאום בין הנהלה לבעלי המניות כדי שלתמריצים האנטי-תחרותיים הללו יהיו תוצאות בשטח, שכן הנהלת החברה יודעת את זהות בעלי מניותיה הגדולים וכן את העובדה שהם מחזיקים במניות של חברות מתחרות, בעיקר כאשר מדובר בגוף מוסדי שלו חובות גילוי רחבות. איינר נותן דוגמאות לתמריצים שמניעים חבר הנהלה להביא בחשבון את הפגיעה בבעלי מניות החברה כשיקול בהחלטה על המדיניות העסקית של החברה: תחושה הנובעת

184 שם, בעמ' 1268.

185 שם, בעמ' 1269.

מחובת נאמנות או מהבעת תודה, רצון להרוויח את תמיכת בעלי המניות בהצבעות עתידיות על המשך כהונה ותמריצים כלכליים המוטמעים בהסכמי השכר, מתוך ראייה עתידית לשפר את מעמדו בשוק העבודה שבו לבעלי מניות אלו השפעה רחבה (בעיקר כאשר מדובר בגופים מוסדיים, המנהלים נכסים בהיקף רחב), וכדי שבעלי המניות יסייעו לחברה להתגונן מפני רכישה עוינת.¹⁸⁶ רק לאחרונה נבחנו הנחות אלו אמפירית.

תימוכין לטענה שמבנה החזקות רוחבי עשוי להביא לצמצום התחרותיות ניתן לשאוב מתמונת המחקר העדכנית. מחקר שפורסם ב-2016 ביקש לבחון את השפעתו של מבנה החזקות בשוק על התחרות בו, תוך התמקדות בשוק בנקאות.¹⁸⁷ המחקר השתמש במאגר נתונים רחב, שבמסגרתו נאספו נתונים על עמלות הפקדה מכ-3,000 בנקים, ושיעורי הפקדה מכ-9,600 בנקים. במחקר נבחן אם השינוי בריכוזיות השוק, אגב התחשבות בהחזקות רוחביות, מסייע להסביר את השינוי שנצפה בתעריפים. המדד המקובל למדידת ריכוזיות ה-HHI¹⁸⁸, לא חשף מתאם עם אף אחד מהמשתנים שהופקו, ולדעת המחברים, הסיבה לכך טמונה בכך שבבסיס המדד ניצבת ההנחה שכל בנק מצוי בבעלות פרטים שאין להם החזקות בבנקים אחרים.¹⁸⁹ שימוש במדד ריכוזיות GHHI¹⁹⁰, אשר מתחשב בהחזקות של בעלי מניות מוסדיים בכמה בנקים מתחרים, קרי החזקות רוחביות (common ownership), וכן החזקות של הבנקים בבנקים המתחרים בהם, קרי החזקות צולבות (cross ownership), הביא לתוצאות שונות, שבהן מצוי קיומו של מתאם בין מדד ה-GHHI לבין המחירים. ממצאי המחקר מצאו כי קיים קשר מובהק בין עלייה בשיעור הריכוזיות, הנובעת מעלייה בשיעור החזקה של גופים מוסדיים פסיביים (index funds), למחירים הגבוהים של כל אחד מהמוצרים הבנקאיים שנבחנו.¹⁹¹ נתון שמסייע להמחיש את ההבדל בין שימוש במדד ה-HHI למדד ה-GHHI במדידת הריכוזיות, הוא ששיעורו הממוצע של מדד ה-HHI היה 2,000, ואילו שיעורו הממוצע של מדד ה-GHHI היה כמעט 4,000. המחברים הסתמכו על הפרשים אלו בהצעתם לרשויות המסדירות את פעילות הבנקים לשקול התחשבות בהחזקות

186 שם, בעמ' 1270.

187 Jose Azar, Raina Sahil & Martin Schmalz, *Ultimate Ownership and Bank Competition* (2016), <http://bit.ly/2nVLZ98>.

188 Herfindahl-Hirschman Index הוא מדד ריכוזיות המשמש לבחינת הסבירות שמיוזג יפגע בתחרותיות בשוק נתון. המדד סוכם את ריבועי ההחזקות של המתחרים בשוק לפני המיזוג ולאחרי. לפי ההוראות המנחות למיזוג אופקי בארצות הברית קיימת סבירות שמיוזג אופקי יגרום להשפעות אנטי-תחרותיות כאשר ההפרש בין שני המרדים, הנקרא דלתא HHI, הוא לפחות 200, וגם שסכום ריבועי ההחזקות חורג מ-2500. ראו U.S. DEP'T OF JUSTICE & FED. TRADE COMM'N, *HORIZONTAL MERGER GUIDELINES* (1992).

189 שם, בעמ' 2.

190 Generalized Herfindahl-Hirschman Index of Market Concentration. להבדל בין מדד ה-HHI למדד ה-GHHI קראו המחברים GHHI delta. מדד זה מתבסס על מדד ה-MHHI, שהוצע בידי Salop ו-O'brian, אשר מתחשב רק בהחזקות רוחביות ולא בהחזקות צולבות. ראו Steven C. Salop & Daniel P. O'brien, *Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, 67 ANTI-TRUST L.J. 559 (2000).

191 שם, בעמ' 22-23.

רוחביות וצולכות במדידת רמת ריכוזיות בשוק.¹⁹² נוסף על זה, המחברים ציינו כי אין צורך שיתקיים תיאום אסור בין הגורמים כדי שההשפעות האנטי-תחרותיות יתממשו.¹⁹³ די בכך שכל בנק בפני עצמו מבקש להשיא את הרווחים של בעלי מניותיו. מסקנת המחקר היא שהחזקות רוחביות מבססות כוח שוק, וכן שאי-התחשבות בו עלולה לפגוע בתחרותיות בשוק נתון ואף להביא לעליית מחירים.

מחקר נוסף שפורסם ב־2017 התמקד בהשפעות השליליות לתחרותיות הנובעות מהחזקות רוחביות, באמצעות חקר התחרותיות בשוק חברות התעופה.¹⁹⁴ עד מחקר זה התמקד המחקר האמפירי בתחום, כמו גם תשומת לבם של הרגולטורים, בכוח השוק שיוצרים מיוזגים ורכישות. מחברי מחקר זה ביקשו לספק תשובה אמפירית לשאלה אם החזקה רוחבית שהושגה ברכישה של חברות גדולות לניהול נכסים, ובהן גופים מוסדיים, שאינה מחייבת היתר מרגולטור, מפחיתה תחרותיות בשוק נתון.

ראשית, החוקרים ביקשו להבין את היקף ההחזקה הרוחבית ולבחון כיצד היא משפיעה על ריכוזיות השוק. השיטה שבה בחרו היא התייחסות לכל מסלול תעופה כשוק נפרד, ובו מדדו את רמת הריכוזיות באמצעות מדד ה־MHHI, אשר מתחשב בהחזקה רוחבית (common ownership). בכל מסלול טיסה יחיד נמדדה רמת הריכוזיות בהתחשב במכלול האינטרסים הכלכליים של בעלי המניות בו, כולל תזרים המזומנים, ובשיעור השליטה שלהם בחברות התעופה.¹⁹⁵ במחקר נמצא כי התמריצים האנטי-תחרותיים המשויכים לריכוזיות הנובעת מהחזקה רוחבית לבדם גדולים פי עשרה מהרמה שלפי הנחיות ה־FTC וה־DOJ בשווקים בעלי ריכוזיות גבוהה מגבירה כוח שוק באופן קרוב לוודאי.¹⁹⁶ רמות התחרותיות היו גבוהות פי עשרה מהרף שבמסגרת מדד ה־HHI מעביר את נטל ההוכחה מהרגולטור לצדדים המעורבים, להראות שהעלייה בריכוזיות לא תביא להגברת כוח שוק קרוב לוודאי. במילים אחרות, נמצא כי שימוש במדד ה־HHI אינו משקף, ואף אינו קרוב לשקף, כוח שוק בשוק המאופיין בהחזקה רוחבית. עצם העלייה בכוח שוק הנובעת מסוג המדד, המתחשב בהחזקה רוחבית, מגבש ציפייה סבירה שאכן תהיה השפעה על המחירים בשוק הנתון.

שנית, החוקרים בחנו אם התמריצים האנטי-תחרותיים אכן משפיעים בפועל על התחרות בשוק, וכן אם שינויים בריכוזיות השוק לאורך זמן, הנובעים משינוי בשיעור ההחזקה הרוחבית, קשורים לשינויים במחירי הכרטיסים באותו מסלול טיסה. הממצאים מעלים כי מחירי הכרטיסים במסלול הטיסה הממוצע בארצות הברית גבוהים בכ־3%–7% מבמצב של

192 שם, בעמ' 5.

193 שם, בעמ' 4.

194 Jose Azar, Martin Schmalz & Isabel Tecu, *Anti-Competitive Effects of Common Ownership*, 73 J. FIN. 1513 (2018). מחברי המחקר ציינו שני סיגים לתוצאותיו: מגבלה ראשונה היא שהמודל אינו מביא בחשבון שינויים בהטרוגניות של מסלול הטיסה, כלומר ביחס שבין טיסות עסקים לטיסות נופש. מגבלה שנייה היא שיתכן שהשינוי במחירים משקף שינוי באיכות המוצר, ולא דווקא תמחור אנטי-תחרותי, אם כי הוגן לומר שזו מגבלה שמאפיינת כל מחקר אמפירי העוסק בתחרות ובמחירי המוצרים בשוק הטיסות.

195 שם, בעמ' 2.

196 שם.

בעלות נפרדת, קרי ללא החזקה רוחבית.¹⁹⁷ מדובר בנתון בעל חשיבות, שכן שיעור הרווח השולי נטו הממוצע בתעשייה לשנת 2015 היה 198.4%¹⁹⁸ לדבריהם, ההשפעות הקבועות והגורפות בכל מסלול הטיסה שנמדדו שוללות הסברים אחרים לממצאים, כמו נסיבות הקשורות בפירמה או במסלול ספציפיים או בקשר ספציפי בין פירמה למסלול. כמו כן נמצא קשר שלילי בין גודל הדלתא של ה-MHHI (ההפרש בין מדדי הריכוזיות השונים)¹⁹⁹ לבין מספר הכרטיסים. ממצא זה ממחיש, בראיית המחברים, כי ההשפעות על המחיר אינן מונעות מעלייה בביקוש לכרטיסי טיסה שגופים מוסדיים צופים מראש בהצלחה, שכן לגידול בשיעור ההחזקה הרוחבי לא התלווה גידול בביקוש לכרטיסי טיסה אלא דווקא פיחות. במסגרת הרגרסיה שביצעו החוקרים עלה כי במצב שבו קיימת החזקה רוחבית, המחירים גבוהים לפחות ב-10% מבעולם שבו הפירמות בבעלות נפרדת או בעולם שבו הפירמות מתעלמות מהאינטרסים התחרותיים של בעלי המניות שלהם.²⁰⁰

במחקר גם השתמשו ברכישת BlackRock את Barcalays Global Investors כדי לחזק את הטענות לעיל. שתי פירמות אלו הן גופים מוסדיים מהגדולים בעולם ולשתיהן החזקות בתעשיית התעופה. נוסף על זה, כיוון ששווי המניות של תעשיית התעופה שנרכשו הוא קטן ביחס לפורטפוליו של אותן חברות, לא נראה כי הן היו גורם חשוב בהחלטת הרכישה של BlackRock. מצב זה מאפשר לבחון כיצד שינוי בשיעור ההחזקה הרוחבית, שנעשה ככל הנראה משיקולים חיצוניים לשיקולים המאפיינים את תעשיית התעופה, משפיע על המחירים. נוסף על זה, נמצא שהרכישה הביאה לעלייה של כ-0.6% בשיעור הממוצע של כרטיסי טיסה במסלולים השונים של Blackrock.²⁰¹ מחברי המחקר מציינים כי אין צורך, וזה אף אינו תרחיש סביר, שהמשקיעים יערכו תיאום כלשהו עם ההנהלה כדי שתוצאות אלו יתגבשו.²⁰² די בכך שהמידע מוצג בפומבי, והוא מובן בקרב מקבלי ההחלטות הרלוונטיים. תוצאות אלו מלמדות, לשיטתם, שמיוזגים פורמליים בין מתחרים טבעיים אינם הדרך היחידה להגברת כוח שוק. בעלי מניות יכולים להשיג כוח שוק דומה ולהימנע ממעורבות רשויות התחרות באמצעות יצירת קשרים הנובעים מהחזקה רוחבית. נוסף על זה, התוצאות מלמדות שהיתרונות הנובעים משיעור החזקה מוסדי גבוה, כמו פיזור סיכון וממשל תאגידי איכותי, יכולים להביא לעלויות חברתיות גבוהות, במובן של פגיעה בתחרותיות בשוק. במילות המחברים, המחקר מבסס את הטענה המקובלת בספרות שלפיה כאשר לפירמות אין תמריץ להתחרות, הן לא יתחרו.²⁰³

197 שם, בעמ' 3.

198 שם.

199 כאמור, ההפרש בין תוצאות שני המדדים.

200 Azar, Schmalz & Tecu, לעיל ה"ש 194, בעמ' 25.

201 שם.

202 שם, בעמ' 5.

203 שם, בעמ' 37.

מחקרים אלו גם זכו לביקורות שלפיהן החזקה רוחבית כשלעצמה אינה פוגעת בתחרות. לפי החוקרים רוק ורובינפלד,²⁰⁴ הסיכוי שההנהלה תחזין את האינטרסים המורכבים של בעלי המניות המחזיקים בחברה, ללא סוג מסוים של מנגנון תגמול, היא הנחה "הרואית" ולא משכנעת. החוקרים מזכירים שגם בשוק בעל מבנה החזקות רוחבי קיימת הטרוגניות בין בעלי המניות בנוגע לשיעור החזקות במתחרים בשוק, כלומר לכל אחד שיעור החזקה שונה בפירמות המתחרות. משכך, חישוב ההשפעה של אסטרטגיית החברה לפורטפוליו של הקרנות המשקיעות בה הוא מאמץ מורכב למדי עבור נושאי המשרה. אף אם שיעור ההחזקה זהה בין כל בעלי המניות, הרי שגם אז ההשפעה שתתקבל על הניהול אינה ברורה כלל ועיקר; מלכתחילה האסטרטגיה של גופים מוסדיים, אשר מכוונת פורטפוליו, אינה מושפעת מפירמה יחידה בשוק נתון אלא מכוונת לתשואה של אינדקס שלם. משכך, התמקדות בפירמה יחידה היא לא יעילה, שכן זו תניב תועלת נמוכה ביחס לעלויות הגבוהות שהיא טומנת בחובה. לטענתם, עבור גופים מוסדיים אקטיביים מדובר בחישוב מורכב אף יותר. בכל מקרה, אף אם השפעת בעלי המניות תביא לפגיעה במדיניותו התחרותית של פירמה ותפגע ביעילותה, הרי שהשוק יתקן את עצמו, שכן ירידת מניית הפירמה הכושלת עשויה להביא לכניסת משקיעים אקטיביסטים. לכן, לשיטתם, ללא קיומו של מנגנון תגמול תרחיש שלפיו הנהלה תקדם מדיניות עסקית שהולמת את אינטרס בעלי המניות ללא תיאום או הסדרה אינה סבירה. כמו כן החוקרים תוקפים את המתודולוגיה שבה בחרו Azar ושותפיו וכן את המסקנות שהסיקו מהממצאים.²⁰⁵ אומנם החוקרים טוענים שייתכן שהחזקה רוחבית עשויה להביא לפגיעה בתחרותיות בשוק נתון, אך הם אינם מחזיקים בדעה שהתימוכין האמפיריים שהובאו לטענה זו משכנעים במיוחד.

גם לפי איתי פלדור, אם ההחזקה הרוחבית אינה מעניקה שליטה, ואם אין תיאום בין בעלי המניות בעלי החזקות רוחביות, אז היא כשלעצמה לא תפגע בתחרות.²⁰⁶ גם פלדור שותף לדעה שאין סיבה לחשוב שמנהלי פירמה יזנחו רווחים בהיעדר מנגנון שמתמרץ אותם לעשות כך. כמו כן, בראייתו, אין אינטרס משותף מאחד בין הגופים המוסדיים המחזיקים רוחבית בשל הטרוגניות של החזקותיהם. כל אחד מהם יהיה מעוניין להניב רווחים בפירמה שבה שיעור החזקתו גבוה יותר. במיוחד כשמביאים בחשבון את העובדה ששיעור ההחזקות משתנה כל הזמן, מדובר באינטרסים מסובכים שללא מנגנון שמסדיר תיאום או מדיניות קוהרנטית, כמו מנגנון שכר, קשה לראות כיצד יביאו לפגיעה בתחרותיות. לפחות במידה מסוימת, נראה שבמערכת הבנקאות בישראל קיים חשש לפגיעה בתחרותיות גם לפי שיטת המבקרים. ראשית, אפשרי שהוראות ניהול בנקאי בנושא תגמול מגבשות מנגנון תגמול שעולה בקנה אחד עם הגופים המוסדיים, קרי בעלי המניות בעלי ההחזקה הרוחבית. כאמור, הוראות אלו מטילות מגבלות ולעיתים שוללות לחלוטין את יכולת הבנקים להעניק תגמולים משתנים לנושאי משרה מתווי מדיניות וכן נושאי משרה

Edward B. Rock & Daniel L. Rubinfeld, *Antitrust for Institutional Investors* (NYU L. & ECON. research paper series, Working Paper No. 17–23, 2017), available at <http://bit.ly/2LatXZZ>.

²⁰⁵ שם, בעמ' 18–26.

²⁰⁶ ראו Paldor, לעיל ה"ש 162.

האחראים למדיניות ניהול הסיכונים של החברה. החלק העיקרי בתגמול נושאי משרה אלו הוא קבוע, ומשכך מקדם שמרנות, אשר הולמת את אינטרס המוסדיים ביציבות פיננסית, וכן יכולה בתורה להשפיע על תחרותיות והתייעלות של הבנקים. יש להדגיש גם שחלק מהבנקים מחמירים בדבר היחס הקבוע בהוראות בין תגמול קבוע למשתנה. כמו כן העובדה שחלק מהתגמול המשתנה נקבע בדיעבד לפי קריטריונים איכותיים ולא כמותיים הוא בבחינת שסתום נוסף שדרכו ניתן לתת משקל לאינטרס המוסדי.

שנית, כאמור, בישראל לגופים המוסדיים בעלי ההחזקה הרוחבית אינטרס כלכלי אחד ואף חזק מאוד ביציבות פיננסית בשל חשיפת תיקי הנכסים בשליטתם. לצורך העניין, אם ניקח את מקרה הבוחן ממחקרם של אזאר ושותפיו של Blackrock ו-Barcalys Global Investors, ניתן רק לשער כמה היקפה של ההשפעה האנטי-תחרותית היה מתרחב לו היו חשופים לביצועי השוק לא רק במישרין, בשל החזקתם במניות החברות המתחרות בו, אלא גם בעקיפין, בשל חשיפה של כל תיקי הנכסים שלהם. אם כך, האינטרס הכלכלי של הגופים המוסדיים במערכת הבנקאות אחיד באופן יחסי, שכן מורכב מחשיפה פיננסית המושפעת מביצועי מערכת הבנקאות המשותפת לגופים המוסדיים כקבוצה, ומהחזקה בשיעור דומה במניות הבנקים. עולה אפוא כי הטענה בדבר הקושי של השחקנים בשוק להבין את האינטרס הכלכלי המורכב של בעלי המניות בחברות בהן הם מחזיקים יורדת בחשיבותה.

מחקרם של אזאר ושותפיו נחשב פורץ דרך, והשפעת ממצאיו יכולה להיות רחבה מבחינת שוק חברות התעופה בלבד. פוזנר טוען כי העלייה בשיעור ההחזקה המוסדי במשק בארצות הברית שהתחוללה לאחר מלחמת העולם השנייה, שבה הוא היה כ-5% בלבד לעומת כ-75% לערך כיום, חופפת את מגמת העלייה באי-השוויון הכלכלי בחברה הקפיטליסטית ב-40 השנים האחרונות.²⁰⁷ לדעה זו שותף גם אלהאוג.²⁰⁸ אם נקבל טענה זו, עולה כי מערכת הבנקאות בישראל היא רק מקרה פרטי שבו ניתן לראות את תוצאותיה של מגמה עולמית. אלא שמערכת הבנקאות היא מעין מקרה מיוחד, שכן האינטרס הכלכלי של הגופים המוסדיים נובע הן מכובעם כבעלי מניות והן מכובעם כמנהלים של תיקי נכסים גדולים המושפעים מיציבות המערכת הבנקאית והמשק, בין השאר בשל ריכוזיותה.

במאמר מוסגר חשוב להבהיר כי קיימים תרחישים רבים אחרים מלבד אלו הנובעים מהחזקות רוחביות או מחשיפה של תיקי נכסים שעשויים לבסס תמריץ לריסון התנהגות תחרותית. למשל, תרחיש אפשרי הוא שבשל התחרות הישירה עם הבנקים במגוון שירותים פיננסיים מתגבש תמריץ לגופים המוסדיים כקבוצה למנוע התנהגות תחרותית בשוק הבנקאות או לרסנה. באותה מידה ניתן לחשוב על מצב הפוך, שבו הגופים המוסדיים מעודדים את הבנקים להפגין התנהגות תחרותית במידה מסוימת, שתאפשר שימור ערך מניות הבנקים אשר בהחזקתם או העלאתן. ככל הנראה, ייתכן שיש סוג של איזון טבעי, שכן האינטרס המוסדי בשוק הבנקאות מורכב למדי. השאלה היסודית היא אם נקודת האיזון המושגת כיום משקפת רמת תחרותיות רצויה במערכת הבנקאות מבחינת האינטרס הציבורי.

207 גם פוזנר ווייל שותפים לדעה כי אין תופעה גורפת של הסדרים לא-חוקיים בין הגופים המוסדיים לנושאי משרה בבנקים. ראו Eric Posner & E. Glen Weyl, *Mutual Funds' Dark Side* SLATE (Apr. 16, 2015 9:46 Am), <http://bit.ly/2wkP5r4>.

208 Elhauge, לעיל ה"ש 183.

לסיכומם של דברים, בראייתי, במערכת הבנקאות בישראל סיכון מוגבר לייצובו של קרטל סמוי. התרחישים השליליים שאפשר שינבעו מייצובו של קרטל סמוי הם מרובים, ונעים למשל בין תמחור מופרז לציבור הלקוחות, תמריץ חלש להתייעלות, ועד לפגיעה של ממש בצמיחת הכלכלה בישראל. די בייצובו של מחיר על-תחרותי בעסקאות להעמדת אשראי קמעונאי כדי לפגוע בצמיחתם של עסקים קטנים. איני טוען שזו בהכרח הסיבה לתחרותיות הנמוכה במערכת הבנקאות בישראל, אולם זו בוודאי סיבה אפשרית לכך.

ד. הצעה לקווים מנחים לקידום התחרותיות ובחינת חלופות

בפרק זה אבקש להציע קווים מנחים שאימוצם עשוי לקדם את התחרותיות במערכת הבנקאות בישראל. הצעה זו היא יותר בבחינת כיוון חשיבה כללי, ואין בה כדי להציע פתרון מלא, המחייב מחקר מקיף יותר. מטרתה היא הענקת כלים נורמטיביים ומעשיים לקובעי המדיניות למציאת נקודת איזון ראויה יותר, לשיטתם, בין יציבות פיננסית לבין תחרותיות במערכת הבנקאות, המתחשבת בחשש להרחבת הפער בין החזקה לשליטה של הגופים המוסדיים בהקשר מערכת הבנקאות. טרם הצגתה אערוך דיון ביקורתי בארבע דרכי התמודדות אפשריות אחרות, כשכל אחת מהן מכוונת לשחקן אחר: שימוש בחוק החברות, שימוש בחוק ההגבלים העסקיים, חקיקה ספציפית להגבלת החזקות רוחביות במערכת הבנקאות ושינוי הרגולציה של הסכמי שכר נושאי המשרה הבכירים בבנק.

1. שימוש בחוק החברות

להלן אבחן אם חובת האמונים המוטלת על נושאי משרה וכן החובות המוטלות על בעלי מניות, כפרשנותן בפסיקה כיום, מאפשרות ההתמודדות יעילה עם התופעה שתוארה בפרקים הקודמים. בשל קוצר היריעה בחרתי באותן חובות בחוק החברות שבראייתי התאמתם לסוגיה היא הולמת יותר.²⁰⁹ אף טרם כניסה לעובי הקורה וניתוח התאמת חובות אלו לסוגיה הקונקרטי אעיר הערה מקדמית: אני כשלעצמי לא חושב שחוק החברות הוא מסגרת נכונה להתמודדות עם תופעה זו אף אם ההתנהגות האמורה אכן הייתה ניתנת לסיווג ברור ולא מאולץ כהפרה של אי-אילו מהחובות. ההצדקה לדעתי היא פשוטה: מחד גיסא מדובר בחוק כללי, ומאידך גיסא בבעיה קונקרטית ייחודית ובעלת השפעה עצומה על המשק הישראלי, המחייבת שקילת שיקולי תחרות שהכרעה המתחשבת בהם דורשת מומחיות רבה. תקיפה סלקטיבית של מקרים נקודתיים באמצעות איתור הפרת חובות, אף

209 ולחילופין, תלושה פחות. בחרתי שלא לכלול ניתוח של חובת הזהירות המוטלת על נושא משרה בהקשר הזה, משום שאני מוצא קושי בקביעה שהחלטה שהתקבלה בהליך תקין וכן משיאה את טובת הבנק היא התנהגות בלתי סבירה המבססת התרשלות. מלכתחילה בחרתי להניח במאמר זה שנושא המשרה פועל באופן סביר ובאמצעים סבירים, וכן שהחלטתו משיאה את טובת החברה. בחירה זו נובעת מהרצון 'לתפוס' קשת רחבה של מקרים, ולא רק את אלו ששאלה נורמטיבית, חוקית או אתית תלויה מעליהם. משכך, חובת הזהירות לא תאפשר התמודדות יעילה עם חלק רחב, ואולי אפילו עם החלק הארי של התרחישים האפשריים.

אם הייתה אפשרית מבחינה מהותית, אינה פתרון יעיל שיאפשר השגת נקודת איזון ראויה במערכת הבנקאות, יעד רגיש ובעל חשיבות רבה מדי למשק.

(א) חובת אמונים

על חברי הדירקטוריון מוטלת חובת אמונים כלפי הבנק,²¹⁰ אך בשל חולשת העניין האישי של הדירקטור ובשל היעדר קיומה של תקשורת בין הצדדים, הפרתה עשויה להיות קשה להוכחה. לא נראה כי תלות חברי הדירקטוריון בגופים המוסדיים למינוי וכהונה עולה בגדר ניגוד עניינים. בכלל, קביעה שלפיה חבר דירקטוריון ייחשב לפועל בניגוד עניינים רק כיוון שהוא תלוי בבעל מניות דומיננטי להמשך כהונתו למשל, וכן כיוון שאותו בעל מניות מתחרה בתאגיד שבו הדירקטור מכהן, עשויה להיות רחבה מדי, וכמובן תחת יכולת הגופים המוסדיים להיות מעורבים בממשל התאגידי במערכת הבנקאות ובכלל. נראה שרק במקרים חריגים, שבהם למשל שימשו הגופים המוסדיים כמעין "דירקטור צללים" אשר פגם בשיקול הדעת העצמאי של דירקטור²¹¹ יהיה ניתן לייחס לאותו דירקטור הפרה של חובת אמונים. מטבע הדברים, מדובר במענה מוגבל אשר אינו כולל מצבים שבהם ההחלטה שהתקבלה אינה תוצאה של תקשורת או של שיתוף פעולה כלשהו בין הגופים המוסדיים לחברי הדירקטוריון. על כך יש להוסיף את הקושי לראות בגופים המוסדיים מי שמחזיקים יחד, שבו אדון להלן. ניתן לסכם בכך שהמענה שחובת האמונים מספקת לסוגיה בענייננו לאור הדין הנוהג הוא נמוך.

(ב) חובות בעלי מניות

כאשר לגופים המוסדיים, בכובעם כבעלי מניות, יש כוח הכרעה בנוגע להצבעה באספה הכללית או למינוי, הם חייבים לפעול בהגינות כלפי הבנק.²¹² הלכה היא שחובה זו היא חלשה מחובת האמונים המוטלת על נושאי משרה,²¹³ אך חזקה מחובת תום הלב המוטלת על בעלי מניות.²¹⁴ מבלי להיכנס לנבכי התכנים המהותיים של חובת ההגינות²¹⁵ נראה שהתאמתה למצב המתואר רפה בשל הקושי לראות בגופים המוסדיים בעלי כוח הכרעה כיחידים וכקבוצה. כיחיד גוף מוסדי יכול להחזיק עד כ-5% בלבד מאמצעי השליטה בבנק, למעט אם קיבל היתר כאמור, ומשכך אף אינו בעל מניות עיקרי לפי חוק ניירות ערך.²¹⁶ לכן, לרוב, לגוף מוסדי יחיד אין כוח הכרעה. גם הניסיון להתייחס לגופים המוסדיים כקבוצה, ומשכך לייחס להם כוח הכרעה, הוא בעייתי בשל הקושי לראות בהם "מחזיקים יחד". כאמור, ההנחה היא שאין תיאום בין הגופים המוסדיים בבואם לקדם מדיניות המבכרת את האינטרס שלהם. הגם שבפסיקה "טרם הותוו [...] קווים מנחים ברורים באשר

210 ס' 254 לחוק החברות.

211 שם, ס' 106(א).

212 שם, ס' 193.

213 ע"א 345/03 רייכרט נ' יורשי שמש, פס' 15 לפסק דינה של הנשיאה ביניש (פורסם בנבו, 7.6.2007).

214 ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ', פס' 55 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 28.12.2016).

215 עליהם ניטשת מחלוקת רבתי. ראו שם, פס' 57–59 לפסק דינו של השופט עמית.

216 ס' 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח–1968.

לעצמת שיתוף הפעולה המינימאלית הנדרשת כדי לגבש 'החזקה בחד' עם אחרים²¹⁷, ניתן להניח שבהיעדר תיאום כלשהו, אחת מההנחות שבהן בחרתי במאמר זה, לא ייקבע שהתקיים שיתוף פעולה מינימלי. רק במקרים פרטניים שבהם יוכח קיומו של הסכם לפי ראיות ברורות המעידות על כריתת²¹⁸ יוכלו להתייחס לגופים המוסדיים שהם צדדים להסכם כמחזיקים יחד. אם כן, גם חובת ההגינות מספקת מענה מוגבל.

נוסף על זה, על הגופים המוסדיים בכובעם כבעלי מניות מוטלת החובה לנהוג כלפי הבנק וכלפי בעלי המניות האחרים בתום לב ובדרך מקובלת בהפעלת זכויותיהם, ובתוך כך להימנע מניצול לרעה של כוחם.²¹⁹ מעשית, הסעיף מטיל על כלל בעלי המניות את חובת תום הלב,²²⁰ אשר קובעת רמת התנהגות בין שני צדדים, שבה כל אחד מהם דואג לאינטרס האישי שלו.²²¹ בין השאר חובה זו נועדה למנוע מבעלי מניות המיעוט להתנהג בסחטנות.²²² מהבחינה המהותית, הטענה שקידום מדיניות בבנק המשיאה את טובתו, תעלה כדי חוסר תום לב רק משום שמתכתבת עם אינטרס מוסדי, היא מוקשה. אולם אף אם נניח שהיא אפשרית, הרי שהתאמתה לקשת רחבה של מקרים היא תלושה בשל פרשנות החובה בפסיקה; במסגרתה, בהשוואה לחובת האמונים, קיימת נטייה חזקה יותר לקבל פעולות שמבצע צד אחד להפקת תועלת אישית.²²³ נוסף על זה, יש לזכור שדירקטוריון בנק יכול לבחור במדיניות עסקית התואמת את האינטרס המוסדי גם ללא יוזמה או פעולה כלשהי מצידם, כלומר במחדל. בנסיבות שכאלו ייחוס אחריות מכוח סטייה מעקרון תום הלב נראית על פני הדברים מוגזמת. אף אם הגוף המוסדי נקט פעולה אקטיבית, כל עוד עשה זאת בהיעדר תיאום ושיתוף פעולה אסור עם בעלי מניות אחרים או נושאי משרה, עולה הסבירות שייקבע שאכן פעל ב"דרך מקובלת" ועל פי עקרון תום הלב. ייחוס אחריות לגוף מוסדי מכוח הפרה של חובת תום הלב כפרשנותה כיום יכול להתאפשר, אם בכלל, במקרים נקודתיים בלבד, שבהם היה תיאום בין הגופים המוסדיים לעניין הפעולה או אם גוף מוסדי בכובעו כבעל מניות מיעוט התנהג בסחטנות מובהקת.

2. שימוש בחוק ההגבלים העסקיים – אכיפת האיסור על עריכת הסדר כובל

חוק ההגבלים העסקיים, בדומה לטענות שהוצגו נגד התמודדות באמצעות חוק החברות, הוא גם חוק כללי, ומשכך קיים ספק בעיניי אם יוכל לתת מענה למקרה הייחודי והמורכב של מערכת הבנקאות. להמחשה, לפי תזכיר הצעת חוק ההגבלים העסקיים (חזוק אכיפה והפחתת הנטל הרגולטורי),²²⁴ תכלית החוק היא קידום התחרות החופשית במשק ומניעת

217 ע"א 5105/09 שפירא נ' Dexia Credit Local, פס' 20 לפסק דינו של המשנה לנשיאה ריבלין (פורסם בנבו, 17.6.2012).

218 ע"א 4154/14 הצלחה התנועה הצרכנית לקידום חברה נ' כהן, פס' 24 לפסק דינה של השופטת (כתוארה אז) חיות (פורסם בנבו, 16.5.2017).

219 ס' 192 לחוק החברות.

220 אירית חביב סגל דיני החברות כרך א 634 (2004).

221 ע"א 610/94 בוכבינדר נ' כונס הנכסים הרשמי בתפקידו כמפרק בנק צפון אמריקה בע"מ (פורסם בנבו, 11.5.2003).

222 חביב סגל, לעיל ה"ש 220, בעמ' 574.

223 עמיר ליכט דיני אמונות – חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי (2013).

224 תזכיר חוק ההגבלים העסקיים (חזוק אכיפה והפחתת הנטל הרגולטורי), התשע"ז–2017.

הפגיעה בה. בהסדרתה של מערכת הבנקאות תכליות נוספות, כשאחת מהן היא שמירה על יציבות פיננסית.²²⁵ אם הכלים בחוק ההגבלים העסקיים ישרתו רק תכליות של תחרות, מבלי לכוון לתכליות הניצבות בבסיס ההסדרה של מערכת הבנקאות,²²⁶ נראה שהתאמתם להתמודדות עם התופעה הייחודית למערכת הבנקאות תהא מעטה. יתרה מזאת, אף אם הוראות החוק יקנו לממונה על ההגבלים העסקיים כלים פרטניים לעניין מערכת הבנקאות בישראל, הנקבעים לפי תכליות ראויות בהקשר של מערכת הבנקאות, הרי שלא יהיה בכוחן להעניק לו את המומחיות השמורה לבנק ישראל והפיקוח על הבנקים.

בחינת המצב בפרספקטיבה של דיני ההגבלים העסקיים מאפשרת להתמקד בהתנהגות של ייצוב של מחיר על-תחרותי על ידי בנקים, אך איתורו של קרטל סמוי קשה במיוחד בהיעדרה של תקשורת.²²⁷ כאמור, קיים חשש שייתצבו במערכת הבנקאות מחירים על-תחרותיים בהיעדר תקשורת בין הבנקים; הגופים המוסדיים ככובעם כבעלי מניות בבנק עשויים לקדם מדיניות לא תחרותית, וכן אם הבנק המושפע הוא מחולל תחרות, אז מדיניותו עשויה להשפיע על התחרות במערכת הבנקאות בכללותה. כך ניתן לטעון למשל שכאשר בנק מעתיק מחיר שנקבע בבנק אחר בעקבות השפעת המוסדיים, מדובר בעריכת הסדר כובל והפרה של חוק ההגבלים העסקיים.²²⁸ לחלופין, אלהאוג' טוען כי ניתן לראות בעצם החזקה של מניות בפירמות מתחרות כהסדר או הסכם הפוגעים בתחרותיות, המגבשים הסדר כובל.²²⁹ אולם בישראל יסוד ההסכמה, או ההסדר, הוא יסוד נדרש להשתכללותו של הסדר כובל,²³⁰ ובמערכת הבנקאות בפרט מדובר בהחזקה שמלכתחילה מקבלת היתר והיא מותרת בחוק.²³¹ אומנם ההלכה בישראל מפרשת הסכמה בהרחבה ומסתפקת ב"רמה מינימלית של הבנה משותפת, הסכמה או שיתוף פעולה בין הצדדים".²³² וכן ההסכמה להסדר אינה צריכה להיות מפורשת, ודי שתהיה מכללא, בהתנהגות ואף בשתיקה.²³³ עם זאת אין די ב"התנהגות מקבילה"²³⁴ לביסוסה של הסכמה אשר מביאה לשכלולו של הסדר כובל; ללא תיאום, הסכמה או שיתוף פעולה בין הבנקים, הגם שהתנהגות עסקית יכולה להיות דומה או זהה, היא לא תהווה הסדר כובל אם הופעל שיקול דעת עצמאי של מקבלי ההחלטה.²³⁵ התנהגות דומה עשויה לשמש אינדיקציה ראייתית לקיומה של הסכמה

225 ס' 3(3) לחוק בנק ישראל, התש"ע-2010.

226 שם, ס' 3.

227 גילה, לעיל ה"ש 170, בעמ' 32.

228 ס' 1 לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988.

229 Elhauge, לעיל ה"ש 183, בעמ' 1304.

230 על יסוד ההסדר בחוק ההגבלים העסקיים ראו מיכל שיצר גל "מהו הסדר? קו הגבול בין תיאום לבין

התאמה בחוק ההגבלים העסקיים" עיוני משפט כט 591 (2006).

231 ראו תת-פרק ב.1 לעיל.

232 ע"פ 4855/02 מדינת ישראל נ' בורוביץ, פס' 74 לפסק דינו של המשנה לנשיא (בדימ') מצא (פורסם

בנבו, 31.3.2005).

233 שם.

234 למשל מצב שבו בנק בישראל מכתוב את קצב עליית המחירים במגזר האשראי העסקי, ושאר המתחרים

משנים את מחיריהם בהתאם.

235 ראו עניין בורוביץ, לעיל ה"ש 232, פס' 80 לפסק דינו של השופט (בדימ') מצא; E.I Du Pont De

Nemours & Co. v. F.T.C 729 F.2d 128, 139 (2d Cir. 1984).

מוקדמת אך אינה בעייתית כשלעצמה.²³⁶ הסדר כובל כפרשנותו בפסיקה כיום אינו מספק מענה יעיל לתופעה האמורה.

3. חקיקה להגבלת מדיניות השקעה של הגופים המוסדיים

הצעה נוספת נידונה במאמרו של Posner, שקרא להגביל בחקיקה את מדיניות ההשקעה של הגופים המוסדיים. לפי הצעתו, גופים מוסדיים מסוג mutual funds יוכלו להשקיע באילו תאגידים שיבחרו, במגבלה של השקעה בתאגיד אחד בלבד בכל תעשייה.²³⁷ הצעה זו אכן תפתור את בעיית הריכוזיות הנובעת מהחזקות רוחביות, אחד משני גורמים שמבססים סיכון מוגבר לקרטל סמוי במערכת הבנקאות בישראל. בראייתו, לא מדובר בפתרון רצוי. כדרכן של הצעות one size fits all, לא ברור שהפחתת ריכוזיות ענפית הנובעת מהחזקה מוסדית רוחבית בהכרח משרתת את האינטרס הציבורי בכל ענפי התעשייה. ראשית, קשה לצפות את ההשפעה הכלכלית שנובעת משלילה מוחלטת של אפשרויות השקעה לשחקנים פיננסיים מרכזיים בישראל, משק קטן ולא נוזל מלכתחילה, ללא תלות בנסיבות המסוימות והעדכניות של התעשייה המסוימת. אף בהנחה שמדובר בכלל שהוא טוב לתחרותיות באופן גורף, ראוי שהגבלת מדיניות השקעה של גופים מוסדיים תתחשב גם באינטרס הציבורי הכולל, הכולל שיקולים כמו יציבות פיננסית וצמיחה וגם באינטרס הציבורי כפי שהוא בא לידי ביטוי בתעשייה מסוימת. שנית, לא כל שוק שבו יש השקעות רוחביות הוא בעל ריכוזיות ענפית גבוהה שמחייבת את איסורן. למשל, רכישת מניות בשוק בעל ריכוזיות של 2300 לפי מדד ה-MHHI, אשר מגדילה אותה ב-200, אינה מגבשת פגיעה בתחרותיות לפי הוראות רשות התחרות בארצות הברית כאמור לעיל. שלישית, לחקיקה שכזו עשויה להיות השפעה נרחבת על חסכוניות העמיתים אשר מנוהלים בגופים המוסדיים ולהביא לפגיעה באינטרס הציבורי. בעיניי יש להתחשב בשיקול זה בקביעת מגבלה שכזו. למשל, איסור החזקה של גוף מוסדי במניות כמה בנקים יפגע ביכולתו להציע מכשירים פיננסיים שונים, כמו תעודות סל, מה שיכול לפגוע ביכולת הגידור ופיזור הסיכונים של הגופים המוסדיים. שלילה גורפת של החזקה רוחבית במערכת הבנקאות כדי לקדם את התחרותיות אינה פתרון משכנע אם היא אינה מביאה בחשבון שיקולים נוספים שהם באינטרס הציבורי.

4. שינוי הרגולציה של הסכמי שכר של נושאי משרה בכירה בבנק

חלופה נוספת היא עיצוב רגולציה שתסדיר הסכמי שכר של דירקטורים וחברי הנהלת הבנק, כך שיהיו רגישים לביצועים. כזכור, הוראות ניהול בנקאי תקין בנושא מדיניות תגמול מקדמות כריתת הסכמי שכר שאינם רגישים לביצועים, או שלכל הפחות שהחלק הרגיש לביצועים קטן יחסי מהחלק שאינו רגיש לביצועים, עם חלק מהעובדים הבכירים בבנק.²³⁸ נוסף על הוראות אלו, לגופים המוסדיים השפעה מרובה על הרכב ועדת התגמול, אשר

²³⁶ עניין בורוביץ, לעיל ה"ש 232.

²³⁷ ראו Posner & Weyl, לעיל ה"ש 207.

²³⁸ ראו תת-פרק ב.2(א)(3) לעיל.

מחליטה על מדיניות התגמול, שהיא המפתח לעיצוב מערך התמריצים לנושא המשרה.²³⁹ מצב עניינים זה מביא לכריתת הסכמי שכר שרגישותם לביצועים נמוכה, אשר תואמת את האינטרס המוסדי ביציבות פיננסית ובתחרותיות מרוסנת.

ניתן לטעון כי שינוי הרגולציה, הפיכת הסכמי שכר לרגישים יותר לביצועים, יביא לשינוי בנטיית נושאי המשרה לקדם מדיניות תחרותית. הסכמי שכר שרגישותם לביצועים גבוהה יותר פועלים למיתון ההשפעה של האינטרס המוסדי על נושאי המשרה בבנק, קרי על הליך קבלת ההחלטות בבנק. בכך מצטמצם הפער שבין שיעור ההחזקה בהון הבנקים לשליטה במדיניותם בהקשר הגופים המוסדיים. כריתת הסכמי שכר רגישים לביצועים יכולה להתבטא למשל בהפחתת היחס שבין הרכיב הקבוע בהסכמי השכר לרכיב המשתנה ובניסוח כללים נוספים שיחייבו הענקת תמריצים כלכליים להתנהגות תחרותית בהסכמי השכר של בכירי הבנק. תכלית הסדרה זו אינה באה לבטל את ההתחשבות באינטרס המוסדי במסגרת הליך קבלת ההחלטות בבנק אלא רק לצמצם אותו להיקפו הראוי – שיעור ההחזקה של הגוף המוסדי במניות הבנק.²⁴⁰ לפי טענה זו, עיצוב מדויק של הרגולציה הוא שיבטיח את צמצום הפער שבין שיעור השליטה לשיעור ההחזקה של המוסדיים בהון הבנקים ויסייע בהשגת נקודת איזון ראויה מבחינת האינטרס הציבורי שבין יציבות פיננסית לתחרותיות. עמדה זו אינה חפה מקשיים פרקטיים ומהותיים.

ראשית, יישום של רגולציה זו הוא לכל הפחות מוגבל בעת הנוכחית בשל חקיקתו של חוק תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים,²⁴¹ או בשמו הנפוץ יותר – "חוק שכר הבכירים".²⁴² הוראות החוק מחייבות הליך אישור מיוחד לשכר העולה על סכום של כ-2.5 מיליון ש"ח,²⁴³ וכן קובעות תקרת שכר בגובה פי 35 מגובה התגמול לעובד בעל השכר הנמוך ביותר בתאגיד.²⁴⁴ נוסף על זה, אם יש יתרה בהסכם השכר העולה על 2.5 מיליון, היא לא תיחשב להוצאה מוכרת למעסיק, ולכן אינה מותרת בניכוי.²⁴⁵ הליך חקיקתו של החוק זכה לתהודה בתקשורת הישראלית²⁴⁶ ואף לווה בהתפתחויות מתוקשרות של בכירים במשק, שמחו על היחס העדיף, לדבריהם, כלפי בכירי המערכת הפיננסית.²⁴⁷ לא אערוך דיון

239 ראו תת-פרק ב.2(א)(1) לעיל.

240 לדיון מקיף בהשפעות של רכיבי הסכמי שכר המנהלים בחברה פיננסית על התנהלות השחקנים בה ראו לעיל ה"ש 100.

241 חוק תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים (אישור מיוחד ואי-התרת הוצאה לצורכי מס בשל תגמול חריג), התשע"ו-2016 (להלן: חוק תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים).

242 אומנם תכלית ההתערבות בהסכמי השכר המעוגנת בחוק זה, קביעת תקרת שכר, שונה מתכלית ההתערבות המוצעת, שעשויה להעלות את שכר הבכירים, אבל שתיהן יוצאות מנקודת הנחה שקיימת הצדקה להתערבות בהסכמי שכר בשל קיומו של כשל שוק לכאורה.

243 ס' 2(א) לחוק תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים.

244 שם, ס' 2(ב).

245 ס' 32(17) לפקודת מס הכנסה.

246 ראו רוני זינגר "הכנסת אישרה הלילה את החוק להגבלת שכר הבכירים בבנקים ובביטוח" כלכליסט (29.5.2016) <http://bit.ly/2waGt5W>; עומרי כהן "עו"ד פני רובין: הגבלת שכר הבכירים – 'מדרון חלקלק, תלול ומסוכן'" גלובס (1.4.2016) <http://bit.ly/2PpkXDi>.

247 מיכאל רוכוורגר "דני צידון מרגיש 'אויב הציבור'. כמה הוא הרוויח בעשור בבנק לאומי?" TheMarker – שוק ההון (21.4.2016) <http://bit.ly/2LaGtZq>.

במסגרת הנורמטיבית של החוק והשלכותיה, אם כי ראוי לציין שוועדת השרים שעסקה בשכר הבכירים בחברות ציבוריות בכלל המליצה להימנע מקביעת תקרה לשכר הבכירים.²⁴⁸

קיימים טעמים רבים לשלילת הרחבת הרגולציה על הסכמי השכר, בעיקר במערכת הבנקאות, ואציין כמה מהם: ראשית, התשובה לשאלה אם קיים כשל שוק במערכת הבנקאות לעניין הסכמי שכר שנויה במחלוקת; שנית, רגולציה מגיבה לאט להתפתחויות בשוק ויכולה לפגוע בגמישות המערכת הבנקאית וביעילותה. היא גם חשופה להשפעה של בעלי אינטרס,²⁴⁹ ובענייננו, הואיל ומדובר לא בהחלטה יחידה אלא בהחלטות מרובות, הרי שקיימים צומתי החלטה רבים שקיימת בהם אפשרות השפעה; שלישית, מדובר בחלופה יקרה המחייבת הקמה והרחבה של מנגנוני פיקוח ומחקר שוק, כמו גם התייעצות תכופה ונשנית עם הגורמים הרלוונטיים וכן התחשבות במערך שיקולים רחב, הכולל יציבות פיננסית, תחרותיות, התחשבות בכספי החוסכים מהציבור, חופש החוזים ורבים אחרים. מלבד שיקולי יעילות אלו, מדובר בהתערבות במערך השיקולים של כל השחקנים, אשר "דוחקת" את הגופים המוסדיים מהתפקיד שמייצגת להם המסגרת הנורמטיבית בישראל – לשמש סוכנים מפקחים בממשל התאגידי בחברות ציבוריות, ובמיוחד בבנקים; רביעית, קשה לדעת מהי השפעתם של כללי תגמול גורפים על תחרותיות הנקבעים בידי רגולטור. בראיית, השפעת תגמול על תחרותיות בשוק מסוים תלויה במשתנים רבים ולא בתגמול per se.²⁵⁰

שינוי הרגולציה של הסכמי שכר הבכירים הוא חלופה מתקבלת על הדעת, במובן זה שהיא יכולה לשנות את מערך התמריצים החל על נושא משרה ולמתן את ההשפעה המופרזת האפשרית של האינטרס המוסדי על הליך קבלת ההחלטות בבנק. מנגד, לא בטוח שהיא ישימה במסגרת החוקית הקיימת, ואף אם כן, איני משוכנע שהיא הדרך היעילה ביותר לקדם תחרותיות. במקום הקמת מערכים חדשים הצעתי היא להשאיר את הרגולציה הקיימת על כנה, בשינויים קלים. אדון בשינויים אלה עתה.

5. מתווה מוצע: קידום שיקול התחרותיות במסגרת הנורמטיבית

מטרת המתווה שאציע להלן היא הענקת כלים נורמטיביים ומעשיים לקובעי המדיניות להתאמת שיעור השליטה של הגופים המוסדיים בבנקים לשיעור ההחזקה בהונם, שבתורה תסייע במציאת נקודת איזון ראויה בין יציבות פיננסית לתחרותיות עבור מערכת הבנקאות. במסגרת המתווה אני מציע לשנות את המסגרת הנורמטיבית של מגבלת ההחזקה של גופים מוסדיים בתאגידים בנקאיים. כיום המגבלה נקבעת, ככל הנראה, ללא התחשבות בשיקול הפגיעה בתחרותיות. הצעתי היא להכניס שיקול זה למערך הקריטריונים לקביעת המגבלה

248 הוועדה לעניין שכר בכירים בחברות ציבוריות דו"ח סופי 16 (2011) <http://bit.ly/2ALX2sx>.

249 בישראל, במיוחד בשנים האחרונות, נראה כי קבוצות עסקיות חיצון את שליטתן במשק הישראלי באופן שמאפשר לבעליהן השפעה רבה יותר על גופים שלטוניים. ראו אילן בנשלום וצליל סלומון "ארץ אשר אבניה ברזל ומהרריה תחצוב נחושת" – מיסוי משאבי טבע בישראל משפטים מה 128 (2015); דו"ח הוועדה לבחינת יחסי הון-שלטון בישראל 26 (2012) <http://bit.ly/2JEjUx1>.

250 ראו לעיל ה"ש 162.

אגב שימוש במדד ריכוזיות המתחשב בהחזקות רוחביות. בשל הצורך במומחיות לעניין התחרות אציע שבקביעת המגבלה ישתף בנק ישראל פעולה עם הרשות להגבלים עסקיים. כמו כן, אציע לבחון עידוד כניסה של השקעה מוסדית זרה כגורם המאזן את השפעת המוסדיים המקומיים, שלו אינטרס בקידום של מדיניות עסקית תחרותית. היתר ההחזקה שיינתן לגופים מוסדיים זרים יתחשב בריכוזיות ענפית הנובעת מהחזקות רוחביות ויגביל אותם בהתאם. התמודדות אפשרית זו נמנעת מהטלת רגולציה חדשה על הגופים המוסדיים והבנקים, ובכך מתיישבת עם המגמה הנוהגת בישראל לחזק את הגופים המוסדיים כסוכן מפקח בממשל התאגידי.

(א) מגבלת החזקה

קיימת חשיבות רבה להיותה של פגיעה בתחרותיות שיקול בכל החלטה הנוגעת למגבלת שיעור ההחזקה במניות הבנקים. אין ממצאים המעידים שהחשש מחיזוק מופרז של הגופים המוסדיים במערכת הבנקאות היה שיקול בהחלטות על היקף המגבלה. הוא לא צוין כאמור בדברי ההסבר לסעיף החוק המעגן מגבלה זו.²⁵¹ הוא לא צוין בהודעותיו של בנק ישראל על הקלת המגבלה.²⁵² הוא גם לא צוין בדוחות ועדות קשורות, כמו דוח ועדת הריכוזיות ודוח ועדת שטרם. למעשה, אין תימוכין להבאת שיקול זה בחשבון בהחלטה על היקף המגבלה. אומנם מניעת חיזוק מופרז של כוח המוסדיים במערכת הבנקאות אינו השיקול היחיד בהחלטה על היקף המגבלה. שיקולים נוספים קשורים למשל בהגדלת היצע המוצרים הפיננסיים.²⁵³ נוסף על זה, הקלת המגבלה מתיישבת עם מגמות אחרות אשר נוהגות בישראל, כמו חיזוק כוחם של הגופים המוסדיים כגורם מפקח שיש לעודד את מעורבותו בממשל התאגידי. עם זאת בשל החשש לפגיעה בתחרותיות נראה שלכל הפחות ראוי להכניס שיקול זה למערך השיקולים הכולל הנוגע להיקף המגבלה. החשש שבקביעת מגבלה קלה תכבול את ידי בנק ישראל הוא חסר בסיס, שכן מלכתחילה באפשרותו להתיר את חצייתה במצבים שיראה לנכון.²⁵⁴

נוסף על הצורך לשיקול שיקולי תחרות בעת קביעת מגבלת החזקה, הכרחי שיתחשבו במדד ריכוזיות הבוחן החזקות רוחביות. כפי שעולה מהמחקרים שנסקרו לעיל, שיטת מדידה שאינה מתחשבת בהחזקות אלו אינה מעניקה כלים מדויקים למדידת כוח השוק של הגופים המוסדיים במערכת הבנקאות.²⁵⁵ מדד ה-MHHI הוכיח עצמו ככלי למדידת ריכוזיות ברמת מובהקות גבוהה במחקרים שצוינו בפרק ד. אלהאוג' אימץ את המדד בהצעתו להשתמש באכיפת דיני ההגבלים העסקיים בארצות הברית מקום שקיים חשש שגורם מסוים בעל החזקות רוחביות בענף הביא להיווצרותה של ריכוזיות ענפית אסורה.²⁵⁶

251 ראו פרק ב.1 לעיל.

252 מתווה בנק ישראל לתעודות סל, לעיל ה"ש 62.

253 ראו שם, המטרה המוצהרת של העלאת מגבלה ההחזקה לשיעור של כ-7.5% על ידי בנק ישראל היא הגדלת היצע תעודות הסל.

254 ס' 27(ג) לחוק הבנקאות (רישוי).

255 במאמר מוסגר, אין הצדקה לשימוש סלקטיבי במדד ריכוזיות זה רק במערכת הבנקאות, אולם משום שמאמר זה עוסק במערכת הבנקאות, אמנע מאמירה גורפת בנושא.

256 Elhauge, לעיל ה"ש 183.

אציע גיבושו של מדד בעל תכונות דומות, אשר מבטיח גילומו של כוח השוק הנובע מהחזקות רוחביות בחישוב ריכוזיות השוק. כיוון שלרשות להגבלים עסקים מומחיות לעניין תחרות, ומדידת ריכוזיות בפרט, ייתכן שיש לקדם שיתוף פעולה עימה לבין בנק ישראל בגיבוש מדד זה כמו גם בהליך קבלת ההחלטה על היקף המגבלה.

הצעה זו דומה להצעתו של אלהאוג', שמטרתה למנוע ריכוזיות ענפית אסורה ex-post.²⁵⁷ לשיטתו לתקיפת החזקה רוחבית הפוגעת בתחרותיות ניתן לפנות לסעיף 7 ל-Clayton Act, שנועד לשלול כל רכישת מניות שמובילה, או עשויה להוביל, לפגיעה בתחרותית.²⁵⁸ כאמור, המודלים הכלכליים התאורטיים והמחקרים האמפיריים האחרונים מראים שרכישת מניות שמגדילה שיעור החזקה רוחבי עלולה לפגוע בתחרותיות מקום שהיא מעלה במידה ניכרת את מדד הריכוזיות MHHI בשוק ריכוזי (העלאה של יותר מ-200 בשוק שמדד הריכוזיות שלו הוא 2500). לטעמו, הרשויות הפדרליות יכולות וצריכות לתקוף רכישת מניות שפוגעת או עלולה לפגוע בתחרות. הוא מוסיף גם כי תקיפת רכישת של מניות עשויה להיות מוצדקת יותר מתקיפתם של מיזוגים, שלהם יש גם תועלת חברתית.²⁵⁹ הצעה זו מבקשת לבטל את הפגיעה בתחרותיות ex-post, בהתבסס על מדד ריכוזיות המתחשב בכוח השוק שמקנות החזקות רוחביות.

מנגנון על הגבלת רכישת מניות כבר מוסדר בהקשר של מערכת הבנקאות בישראל, והוא מגבלת ההחזקה עצמה. בענייננו מאפייני מערכת הבנקאות והצורך לשמור על יציבותה מקנים עדיפות להסדרה מראש (ex-ante) של נושא התחרותיות על פני הסדרתו בדיעבד (ex-post), כפי שמציע אלהאוג' כרעיון כללי. בכל מקרה, החוק אינו מאפשר רכישת מניות שתחצה את מגבלת ההחזקה ללא קבלת היתר מבנק ישראל. העניין הוא שבמגבלת ההחזקה לא השתמשו עד כה, לפחות פורמלית, ככלי לקידום התחרותיות במערכת הבנקאות. שימוש במנגנון זה יאפשר למצות את היתרונות הטמונים למערכת הבנקאות בהסדרה מראש של נושא התחרותיות, בשימוש במדד שיאפשר זיהוי מדויק של כוח שוק על כל צורותיו, וכן בכך שהסדרה זו תבוצע בידי המומחים לכך מראש, ולא בבתי משפט בדיעבד.

(ב) עידוד השקעה מוסדית זרה

אפשרות נוספת לקידום התחרותיות בענף היא עידודה של השקעה מוסדית זרה. השקעה מוסדית זרה היא מצב שבו גוף מוסדי ממדינה א בוחר להשקיע, למשל, בחברה ציבורית במדינה ב. החשש האינטואיטיבי ממצב זה הוא שכל שהמשקיע המוסדי הזר מעוניין בו הוא הפקת רווחים בטווח הקצר, ולכן יהיה אדיש לגורל התאגיד, לא יהסס לשבש את התנהלותו ואף יביא לקריסתו בטווח הארוך.²⁶⁰ בישראל קיים חשש נוסף מהשקעה זרה בהקשר של רכישת שליטה, שחברות ציבוריות ישראליות יאבדו את צביון הישראלי ולא יהיו קשובות

²⁵⁷ שם, בעמ' 1302–1304.

²⁵⁸ Clayton Act §7, 15 U.S.C §18 (2000).

²⁵⁹ Elhauge, לעיל ה"ש 183, בעמ' 1303.

²⁶⁰ התבטאות חריפה ניתן למצוא בדבריו של יו"ר המפלגה הסוציאל-דמוקרטית בגרמניה, שקרא למשקיעים אלו "נחילי ארבה לא אחראיים" (ראו לעיל ה"ש 3, בעמ' 2).

לצרכים מדיניים.²⁶¹ לאחרונה התפרסם מחקר שמספק אינדיקציה לשלילת ההשקעה שהשקעה מוסדית זרה פוגעת בביצועי התאגיד. לשם עריכתו יצרו מחבריו מאגר מקיף ובו נתונים על ביצועי חברות ציבוריות ב-30 מדינות שונות, בשנים 2001–2010, ובהן ישראל.²⁶² בין השאר בחן המחקר כיצד השקעה מוסדית זרה משפיעה על תקציבי התרחבות של חברות ציבוריות, על תקציבי המחקר והפיתוח וכן על חדשנות.²⁶³ מחברי המחקר מצאו שקיים מתאם בין שיעור ההשקעה המוסדית הזרה בחברה לבין שיעור ההשקעה לטווח ארוך בנכסים מוחשיים, לא-מוחשיים וגם בהון אנושי. כלומר, בניגוד לחששות, השקעה מוסדית זרה אינה מביאה להרעה בתנאי העובדים. נוסף על זה נמצא שהשקעה מוסדית זרה מובילה לעלייה בחדשנות, מעודדת התרחבות בין-לאומית ומעלה את שווי החברה. בישראל, למשל, נבחנו ביצועיהן של 298 חברות ציבוריות, ונמצא שתקציב ההתרחבות של החברות גדל בשיעור ממוצע של כ-3.5%, תקציב המחקר והפיתוח גדל בשיעור ממוצע של כ-5%, והעלייה בשיעור החדשנות, שנמדדה לפי השגת פטנטים, הייתה כ-62%.²⁶⁴ השקעה מוסדית זרה בבנק יכולה לשמש גורם מאזן להשפעה מופרזת, אם קיימת, של האינטרס המוסדי המקומי על הליך קבלת ההחלטות בבנק. נוסף על זה, כדי לשכך את החשש הישראלי בדבר פגיעה באינטרס המדיני בנק ישראל יכול להתחשב בו במסגרת מתן היתר ההחזקה במניות הבנק. מתווה זה יאפשר למצות את היתרונות הטמונים בהשקעה מוסדית זרה לצד הימנעות מפגיעה במעמדם של הגופים המוסדיים המקומיים, כדי לעודד התנהלות יעילה יותר של הבנק, אף אם זו מובילה להתחרות אגרסיבית שעלולה לפגוע באינטרס בעלי מניותיו האחרים.

במסגרת המתווה המוצע קיים סיכון מופחת שגופים מוסדיים זרים יפתחו דפוסי התנהגות דומים לאלו של הגופים המוסדיים המקומיים. אם תהיה התחשבות במגבלת ההחזקה בכוח שוק רוחבי, ואם חשיפת תיקי הנכסים של הגופים המוסדיים הזרים לביצועי מערכת הבנקאות בישראל תהיה קטנה יחסית לתיקי הנכסים בשליטתם, לא נראה שמתגבש אינטרס מוסדי זר להפחתת תחרותיות במערכת הבנקאות. אומנם יש סיכונים אחרים, ובהם הסיכון שאותם גופים יחזיקו במניות הבנקים לזמן קצר, אך את חלקם של סיכונים אלו ניתן

261 ביטוי לחשש זה ניתן למצוא בדבריו של יו"ר ועדת הכלכלה של הכנסת בשנת 2014, לשעבר חבר הכנסת פרופ' אבישי ברוורמן, אשר אמר כי הוא "בעד השקעות של זרים, אבל כל אלה שרצים למכור לא מבינים את ההבדל בין שליטה ישראלית בחברות לשליטת זרים. מה יגידו אם בעוד 3–4 שנים, במשבר ביטחוני-מדיני, יברחו הזרים עם ההון, ועם המחקר והפיתוח, למקום אחר?" וגם: "יש הבדל בין חברה ישראלית עם דירקטוריון 'ציוני' לחברה זרה". ראו יאיר חסון וצבי לביא "הסינים השתלטו על חברת המזון הגדולה ביותר בישראל" *Ynet* – כלכלה (22.5.2014) <http://bit.ly/2PozjEb>; יהודה שרוני "הדרת זרים: מדוע ישראל מבריחה את המשקיעים הזרים – ומה יהיו ההשפעות על המשק?" *Forbes Israel* (5.4.2014) <http://bit.ly/2BqeiG0>.

262 Jan Bena, Miguel A. Ferreira, Pedro P. Matos & Pedro Pires, *Are Foreign Investors Locusts? The Long-Term Effects of Foreign Institutional Ownership* (JFE Darden Business School Working Paper No. 2860849, 2016) available at <http://bit.ly/2N1j2mT>.

263 באמצעות בחינת הגידול במספר הפטנטים שנרשמו על ידי החברה הציבורית (ראו שם).

264 שם, בעמ' 36.

להפחית באמצעות הגעה להסכמות מראש בין הגופים הרגולטוריים, כמו בנק ישראל, לאותם גופים מוסדיים זרים.²⁶⁵ ההצעה לעיל מוגשת בהסתייגות הראויה לה, שכן ודאי שמדובר בסוגיה שעוד דורשת מחקר מעמיק לאישושן או לשלילתן של ההשערות שעולות במאמר זה בדבר מצב העניינים הנוכחי. עם זאת אף אם כיום פגיעה בתחרותיות לא התגבשה, עדיין מדובר במתחים אינהרנטיים שיש להתחשב בהם במסגרת עיצובה של מסגרת נורמטיבית שצופה פני עתיד.

ה. סיכום

מהתמונה המצטיירת במאמר זה עולה כי הגופים המוסדיים מתפקדים כמייצבים של מערכת הבנקאות בישראל. האינטרס המשותף לגופים המוסדיים הגדולים במערכת הבנקאות נשכר מיציבות פיננסית מסוימת שעשויה לקדם תחרותיות מרוסנת בענף. מתן משקל מופרז לאינטרס זה במסגרת מערכת יחסי הגומלין בין הבנקים לגופים המוסדיים יכול להביא לקידומה של יציבות פיננסית ולריסון התחרותיות. האם מדובר בתוצאה נוראה כל כך? הרי יציבות פיננסית היא מצב רצוי, ואף אחת מהמטרות שלאורן פועל בנק ישראל.²⁶⁶ מנגד, מתן משקל מופרז ליציבות פיננסית מגביר את החשש להיווצרותו של קרטל סמוי, המביא להתרחקות מהמטרות הרצויות של מערכת בנקאות.

התייחסות ראויה לאינטרס המוסדי במסגרת עיצובה של מדיניות נורמטיבית, בראיית, מחייבת התמקדות בשינוי מבני, שיביא בתורו לשינוי מערך התמריצים שחל על כל השחקנים המעורבים. הקווים המנחים המוצעים במאמר זה קוראים להתחשב בשיקול התחרותיות במסגרת ההסדרה מראש של מערכת יחסי הגומלין בין הבנקים לגופים המוסדיים, לצד הימנעות מהתערבות נוספת במערך השיקולים העסקי שלהם. ההצעה מוגשת בהסתייגות הראויה לה, שכן עיצובה הגמור של המסגרת הנורמטיבית מחייב דיון ומחקר נוספים.

265 הדרכים שבהן ניתן לעודד השקעה מוסדית זרה בבנקים בישראל הן נושא רחב מדי לעסוק בו לעומק במאמר זה.

266 ס' 3(3) לחוק בנק ישראל.