

# ”מה עשה הכסף שלנו היום?” (חוסר) שקיפות בהצבעות הגופים המוסדיים באספות כלליות של בעלי מניות

מאת

עידו באום ועדי ארן\*

בכל חודש מפריש ציבור העובדים בישראל משכרו לטובת קרן פנסיה או קופת גמל. הכסף מועבר לגופים מוסדיים שתפקידם להשקיע את כספי הציבור בנאמנות כחיסכון לטווח ארוך. מכוח השקעתם בחברות ציבוריות, הגופים המוסדיים הופכים לבעלי מניות שיש להם זכות הצבעה באספות הכלליות. בהיותם בעלי מניות משמעותיים, אומצה בישראל הגישה המצפה כי הגופים המוסדיים יפעלו לחיזוק הממשל התאגידי היעיל בחברות שבהן הם משקיעים. ואולם, בין החוסכים הפסיביים לבין הגופים המוסדיים שמנהלים את כספם קיימת “בעיית נציג”, שכן האחרונים מעוניינים להקטין ככל האפשר את עלויות ניהול הכספים. כדי למזער בעיית נציג זו, על החוסכים, בין היתר, לקבל מידע על אודות האופן שבו הצביעו הגופים המוסדיים באמצעות הכסף שהם מנהלים. מחקר זה בוחן את חובת השקיפות המוטלת על הגופים המוסדיים ומתמקד ברמת הציות לחובה זו. מהמחקר עולה כי רמת השקיפות המוטלת על הגופים המוסדיים ומתמקד אודות ההצבעה של הגופים המוסדיים באספות בעלי המניות אינה משביעה רצון. יותר מכך, אף במקרים שבהם מציינים הגופים המוסדיים לחובת הדיווח, חושף המחקר בעיה של חוסר אחידות באופן הדיווח ובאופן הנגשת המידע. מצב זה מסכל את אחת המטרות המרכזיות של חובת ההצבעה של הגופים המוסדיים, קרי, קידום נורמות ממשל תאגידי אפקטיבי בחברות ציבוריות.

א. מבוא. ב. רקע: צמיחתם של הגופים המוסדיים. ג. חשיבותו של האקטיביזם המוסדי. ד. חובת ההצבעה באספה הכללית. ה. חובת השקיפות ומטרותיה. ו. המחקר; 1. השערות המחקר; 2. בסיס הנתונים; 3. ממצאים. ז. דיון, מסקנות, המלצות. ח. סיכום.

א. מבוא

בתוכנית אקטואליה ששודרה עד לאחרונה באחד מערוצי הטלוויזיה המסחריים נהג המנחה לשאול מדי לילה “מה עשה הכסף שלנו היום?”.<sup>1</sup> בעלי חשבונות עובר ושב נוהגים לפקוד את מצב החשבון בתכיפות רבה, וכיום מציעים הבנקים במסגרת השירותים הדיגיטליים גם עדכונים שוטפים על תנועות בחשבון באופן מיידי ישירות למכשיר הטלפון הנייד של הלקוח. לעומת זאת, כספי החיסכון

\* ד"ר עידו באום הוא סגן דיקן בית הספר למשפטים על שם חיים שטריקס, המסלול האקדמי – המכללה למנהל ומנהל אקדמי של מרכז רנה ומאיר חת לחקר התחרות והרגולציה. עדי ארן היא בוגרת בית הספר למשפטים על שם חיים שטריקס, המסלול האקדמי – המכללה למנהל. ממצאי המחקר הוצגו בכנס הדירקטורים השנתי של איגוד חברות הביטוח לשנת 2019, ואנו מודים למשתתפים על הערותיהם. תודות לדב סולומון על הערות לטיוטה הסופית, לליאור אלונה גולדמן על עזרה מצוינת במחקר ובהכנת המאמר לפרסום ולחברי תוכנית המצטיינים של בית הספר למשפטים ע"ש שטריקס על הערות מועילות. אנו מודים למערכת כתב העת “המשפט” על העבודה המשותפת על המאמר, במיוחד לעורכת המשנה רולא חליחל ולחברות המערכת ליאת שלומי ושחר חורי על העבודה המשותפת על המאמר. האחריות לטעויות היא של המחברים, כמוכן [baum@colman.ac.il](mailto:baum@colman.ac.il).

<sup>1</sup> התוכנית “היום שהיה”, חדשות 10, שודרה בערוץ 10 עד לסגירתו של הערוץ בחודש ינואר 2019. ראו למשל: “היום שהיה (חדשות 13, 18.10.2017) [news.co.il/item/programs/on-this-day/episodes/ntr-126963013](http://news.co.il/item/programs/on-this-day/episodes/ntr-126963013)

לטווח ארוך של הציבור המופקדים בקרנות הפנסיה, ביטוחי מנהלים, קופות גמל וקרנות נאמנות מנוהלים על ידי ציבור החוסכים באופן שונה.

התכיפות שבה פוקד הציבור את חסכונו האנדוידואליים כדי לגלות "מה עשה הכסף" פחותה בהרבה מכפי שנהוג בכל הקשור לחשבונות העו"ש. הדברים נכונים במיוחד ביחס לחסכוני ארוכי טווח, כמו חסכוני פנסיוניים. רוב החיסכון ארוך הטווח של הציבור נצבר בדרך של הפקדות חודשיות קבועות.<sup>2</sup> התשואה שהושגה על הכסף שנחסך בחיסכון זה ודמי הניהול שנגבים ממנו נמסרים לציבור החוסכים מדי רבעון על ידי הגוף המנהל את החיסכון. הציבור הוא חוסך פסיבי, והשקעת הכספים מבוצעת ומנוהלת בפועל על ידי מוסדות פיננסיים המתמחים בהשקעה לטווח ארוך – "הגופים המוסדיים". בכל חודש מפריש הציבור משכרו לטובת קרן פנסיה או קופת גמל. הכסף מועבר לגופים מוסדיים שתפקידם להשקיע את כספי הציבור בנאמנות ולדאוג לכך שהכסף יניב את מרב התשואה בסיכון מינימלי.

מכוח השקעתם בחברות ציבוריות הופכים הגופים המוסדיים לבעלי מניות שיש להם זכות הצבעה באספות הכלליות.<sup>3</sup> הגופים המוסדיים הם אפוא בעלי מניות משמעותיים בחברות ציבוריות רבות באמצעות כספם של ציבור החוסכים. האם יודע הציבור מה עושים הגופים המוסדיים כאשר הם מצביעים באמצעות כספו באספות כלליות של בעלי מניות בחברות הכלולות בתיקי ההשקעות שלהם? האם יכול הציבור לדעת מה עשה הכסף שלו למען שיפור הממשל התאגידי בחברות הכלולות בתיקי ההשקעות של הגוף המוסדי ("הפורטפוליו") בו מושקע כספו? במאמר זה אנו מבקשים להשיב על שאלה זו.

השאת הרווחים של החוסכים והעמיתים תלויה בהתנהלות יעילה של החברות שבהן מושקע כספם. בעלי מניות יכולים להשפיע השפעה משמעותית על אופן התנהלות זה. ואולם, בין החוסכים והעמיתים לבין הגופים המוסדיים קיימת "בעיית נציג".<sup>4</sup> הגוף המוסדי מעוניין להשיא את רווחיו על ידי גביית דמי ניהול גבוהים ככל האפשר מלקוחותיו ולצמצם את עלויותיו על ידי מזעור מעורבותו בתהליכי קבלת החלטות בחברות שבהן הוא מושקע. לעומת זאת, החוסכים והעמיתים מעוניינים כי הגוף המוסדי יפעל בעבורם בשני מישורים. במישור האחד, החוסכים מצפים כי הגוף המוסדי ישקיע בחוכמה את כספם בהשקעה שתניב תשואה יפה בטווח הארוך. בנוסף, לחוסכים יש אינטרס בכך שהגוף המוסדי יפקח מטעמם כבעל מניות על ניהול החברה ויפעיל באופן מיומן

<sup>2</sup> צו הרחבה [נוסח משולב] לפנסיה חובה לפי חוק הסכמים קיבוציים, התשי"ז-1957, (להלן: צו הרחבה לפנסיה חובה). החל משנת 2016 נקבע גם כי גם עצמאים מחויבים להפריש כספים לקופת גמל לצורך חיסכון פנסיוני. ראו: סי' 3 לחוק ההתייעלות הכלכלית (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב לשנות התקציב 2017 ו-2018), התשע"ז-2016.

<sup>3</sup> סי' 188 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

<sup>4</sup> לדיון במאפיינים הייחודיים של בעיית הנציג בגופים מוסדיים ראו: עידו באום וכוכב גילר "חזקת הניצע המתוחכם" *משפטים* 637, 660-659 (2018); Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency*; *Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863 (2013); Paul G. Mahoney, *Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds*, 18 JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES 161, (2004); Luigi Zingales, *The Future of Securities Regulation* (Chicago Booth School of Business Research Paper No. 08-27, 2008), <http://ssrn.com/abstract=1319648>; בדברי ההסבר להצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ו-2016, ה"ח הממשלה 1027, 604, 759. עמד משרד המשפטים במפורש על היעדר התמריצים של גופים מוסדיים, כמחזיקי איגרות חוב, לנהל משא ומתן מיטבי עם בעל השליטה במקרה של חדלות פירעון של חברה. "בשל מאפייניהם של הגופים המוסדיים, ובמיוחד מאחר שהם מנהלים את כספם של אחרים, לעתים אין להם מערך תמריצים מתאים להשקעת משאבים בבחינת מצבה של החברה או בניהול משא ומתן מולה. [...] הקשיים המתוארים לעיל יוצרים פוטנציאל לגיבושם של הסדרי חוב שאינם ההסדרים המיטביים שאליהם יכלו להגיע בעלי אגרות החוב בתנאים שווים".

ואפקטיבי את זכות ההצבעה באספות הכלליות של בעלי המניות כך שיבטיח את הניהול היעיל של החברות וישיא את רווחיהן.

מזעור "בעיית הנציג" מחייב, בעיקרו, פתרון של שני רכיבים: רכיב אחד הוא הצורך של השולח לקבל מידע על פעולותיו של הנציג הפועל בעבורו. הרכיב השני הוא יכולתו של השולח לאכוף על הנציג התנהלות רצויה, לאחר שהגיע לידיו מידע לפיו הנציג אינו פועל באופן הרצוי. מאמר זה מתמקד בחלק הראשון של בעיית הנציג ביחסי הגופים המוסדיים ולקוחותיהם – בעיית המידע. מאמר זה בוחן את היקפה ואת יישומה בפועל של חובת השקיפות המוטלת על הגופים המוסדיים בכל הקשור להצבעותיהם באספות הכלליות ואת רמת הציות לחובות הדיווח החלות על הגופים הללו.<sup>5</sup>

הילוכו של המאמר הוא כזה. פרק ב' מציג את הרקע לצמיחתם של הגופים המוסדיים בישראל והפיכתם לגורם משמעותי בשוק ההון הישראלי. בפרק ג' מוסברת הגישה לפיה יש לראות בגופים מוסדיים סוכני ממשל תאגידי המסוגלים לשפר את יעילות הממשל התאגידי בחברות שבהן הם משקיעים את כספי הציבור. על רקע הגישה הזו סוקר פרק ד' את חובת ההצבעה החלה על הגופים המוסדיים באספות הכלליות של החברות שבהן הם משקיעים. לאחר מכן, פרק ה' עומד על המשמעות של חובת השקיפות ביחס למדיניות ההצבעה של הגופים המוסדיים ואופן ההצבעה בפועל. פרק זה אף מצביע על הקשר ההדוק בין מימושה של חובת השקיפות להשגת המטרות הכלליות של הרגולציה החלה על הגופים המוסדיים בישראל בתחום הממשל התאגידי. פרק ו' מציג את המחקר הבוחן את מידת הציות של הגופים המוסדיים לחובת הדיווח על מדיניות ההצבעה ואופן ההצבעה באספות בעלי מניות. תחילה מוצגת מתודולוגיית המחקר באמצעות נבדקו אתרי האינטרנט של 87 גופים מוסדיים, לאחר מכן מוצג בסיס הנתונים והאופן שבו נבדקה הנגישות למידע והעמידה במועדי הדיווח (רכיב זה של המחקר נבדק על ידי דגימה של 30 גופים מוסדיים בשלושה מועדים שונים). לבסוף יוצגו ממצאי המחקר. פרק ז' כולל דיון בממצאים אלה והמלצות המבוססות על דיון זה. פרק ח' מסכם את המאמר.

## **ב. רקע: צמיחתם של הגופים המוסדיים**

הפיכתם של הגופים המוסדיים לגורם משמעותי בשוק ההון ובמשק בכלל היא תוצאה של רפורמות אשר צמצמו את המעורבות הממשלתית בתחום החיסכון הפנסיוני.<sup>6</sup> תחילה, בשנים 2001–2002, שונו כללי ההשקעה של חלק מהגופים המוסדיים כך שהוסרו מגבלות על השקעה במניות ואיגרות חוב קונצרניות.<sup>7</sup> במקביל, הוחלו על הגופים המוסדיים חובות ומגבלות הנוגעות לאופן ניהול ההשקעות ותנאי כשירות הנדרשים מהמעורבים בקבלת החלטות ההשקעה.<sup>8</sup> בהמשך מינתה הממשלה ועדה לבחינת הפעולות הדרושות להגברת התחרותיות בשוק ההון – "ועדת בכר".<sup>9</sup> הוועדה סברה כי שליטת הבנקים בקופות הגמל ובקרנות הנאמנות תורמת לריכוזיות בשוק ההון, וכתוצאה מכך, לא ממוצה פוטנציאל התחרות בשוק ההון על גובה דמי הניהול הנגבים מהחוסכים

<sup>5</sup> ראו דיון בפרק ג', להלן.

<sup>6</sup> אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים" משפטים מ 309, 313 (2011).  
<sup>7</sup> משרד האוצר דו"ח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל 3 (2007) (להלן: "ועדת חמדני").

<sup>8</sup> תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), התשע"ב–2012.

<sup>9</sup> משרד האוצר דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון (2004) (להלן: "ועדת בכר").

והמשקיעים, על טיב השירות ועל התשואות שמשגיגות קופות הגמל וקרנות הנאמנות.<sup>10</sup> הוועדה המליצה אפוא על מכירת החזקותיהם של הבנקים בגופים אלה כדי להגדיל את הפיזור בניהול הכספים במשק ולפתח תחרות.<sup>11</sup>

המלצות אלה אומצו על ידי הממשלה וקיבלו ביטוי בחוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון,<sup>12</sup> אשר חייב את הבנקים למכור את החזקותיהם.<sup>13</sup> ההחזקות נמכרו לחברות ביטוח, קרנות השקעות, יזמים וגופי השקעות פרטיים.

בישראל, הגופים המוסדיים המנהלים את החיסכון הפנסיוני של הציבור הם בעלי עוצמה יוצאת דופן בשוק ההון.<sup>14</sup> עוצמתם של הגופים המוסדיים נובעת מהחובה המוטלת על אזרחי ישראל לחסוך חיסכון פנסיוני. הגופים המוסדיים מקבלים מדי חודש בחודשו הפרשות פנסיוניות של ציבור החוסכים, ועל הגופים מוטלת החובה להשקיע סכומים אלה ולהשיא את התשואה עליהם. עד שנת 2007, הוסדר החיסכון הפנסיוני בישראל בחוזים אישיים בין המעסיק לעובד. כלומר, לא חלה חובה על עובד או מעסיק להפריש לקופה, אלא אם סיכמו זאת ביניהם או שחל עליהם הסדר ספציפי אחר.<sup>15</sup> בשנת 2007 נחתם הסכם קיבוצי בין לשכת התיאום של הארגונים הכלכליים לבין ההסתדרות על הנהגת ביטוח פנסיוני חובה. בהמשך להסכם זה נחתם צו הרחבה המחיל את ההסדר הפנסיוני על כלל המשק.<sup>16</sup> חיובם של החוסכים ומעסיקהם להפריש לפנסיה הביאה לעלייה חדה בהיקף כספי העמיתים המנוהל על ידי הגופים המוסדיים.<sup>17</sup> בשנת 2016 החזיקו המשקיעים המוסדיים בנכסי חוסכים בסכומי עתק. דו"ח הממונה על שוק ההון מצביע על גידול מתמיד במספר החוסכים וכן בסכומים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים.<sup>18</sup>

בשנת 2016 נאמד הסכום המנוהל על ידי כלל הגופים המוסדיים בישראל בכמעט טריליון וחצי שקלים.<sup>19</sup> בהתאם לגידול משנה לשנה בהיקף הכספים המנוהלים, גדל ביחס ישיר גם סך ההשקעות של הגופים המוסדיים בשוק ההון.<sup>20</sup> לפיכך, יכולתם של גופים אלה להשפיע על קבלת ההחלטות באספות הכלליות של בעלי מניות בחברות שבהן השקיעו הולכת ומתעצמת.<sup>21</sup>

במקביל לתהליך התעצמותם של הגופים המוסדיים, התרחשה בישראל "מהפכת הממשל התאגידי". ועדה בראשותו של פרופ' זוהר גושן, שבחנה את נושא הממשל התאגידי בישראל, המליצה בשנת 2006 על שורת צעדים שנועדו לשפר את רמת הממשל התאגידי בחברות ציבוריות.<sup>22</sup> ועדת גושן הכירה בחשיבות ובכוח המצוי בידי הגופים המוסדיים בשוק ההון ושמה דגש, בין היתר,

<sup>10</sup> שם, בעמ' 33.

<sup>11</sup> שם.

<sup>12</sup> החלטה 2706 של הממשלה ה-30 "דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון" (14.11.2004).

<sup>13</sup> חוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה-2005.

<sup>14</sup> אודליה מינס "ההסדר המשפטי החל על פירמידות שליטה בחוק הריכוזיות והשפעתו על שוק ההון והמשק הישראליים: ממצאים ראשוניים" מחקרי משפט לא 55, 71 (2017).

<sup>15</sup> לילך לוריא "פנסיונית חובה בישראל – בחקיקה או בצו הרחבה כללי?" עבודה, חברה ומשפט יב 469, 471 (2010).

<sup>16</sup> הסכם קיבוצי מספר 7019/2007 בין לשכת התיאום של הארגונים הכלכליים לבין ההסתדרות הכללית החדשה האגף לאיגוד מקצועי ואגף הפנסיה בעניין ביטוח פנסיוני מקיף במשק (19.11.2007); צו הרחבה לפנסיה חובה, לעיל ה"ש 2.

<sup>17</sup> דברי הסבר לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (ועדת השקעות), התשע"ז-2017.

<sup>18</sup> רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון דוח הממונה לשנת 2016 פרק ב': נתונים כמותיים ל-2016, תרשים ב-13 (2017) (להלן: דוח הממונה לשנת 2016).

<sup>19</sup> שם.

<sup>20</sup> יוסף גרוס "מהפך הממשל התאגידי בחברות ציבוריות – בעקבות תיקון 16 לחוק החברות והצעת תיקון מס' 15 תאגידיים ח(2) 3, 15 (2011).

<sup>21</sup> הרשות לניירות ערך דו"ח הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל 38 (2006) (להלן: ועדת גושן).

<sup>22</sup> שם, בעמ' 4.

על הצורך לחזק את תפקידם של הגופים המוסדיים בשיפור ובשמירה על ממשל תאגידי מיטבי בישראל.<sup>23</sup>

לנוכח בעיית האדישות הרציונלית של בעלי המניות מהציבור, וגם זו של בעלי המניות המוסדיים,<sup>24</sup> המליצה ועדת גושן, ולאחריה – ביתר פירוט – הוועדה לבחינת הצעדים להגברת מעורבותם של הגופים המוסדיים בשוק ההון בראשותו של פרופ' אסף חמדני, על הגברת מעורבותם של הגופים המוסדיים בתהליכי קבלת החלטות בחברה בכלל,<sup>25</sup> ובמיוחד במצבים שבהם עולה חשש מפני ניצול לרעה של כוחו של בעל השליטה.<sup>26</sup>

### ג. חשיבותו של האקטיביזם המוסדי

מעורבותם של בעלי מניות בהשפעה על התנהלותה של החברה יכולה לבוא לידי ביטוי בשתי דרכים עיקריות: דרך אחת היא שימוש באפשרות ה"יציאה", דהיינו, מכירת המניות.<sup>27</sup> דרך שנייה להשפיע על ניהול החברה היא השתתפות באספות כלליות, קיום משא ומתן עם הדירקטוריון וההנהלה, העלאת הצעות לסדר יומה של האספה הכללית וכינוס אספות מיוחדות.<sup>28</sup>

השימוש בכלי ה"יציאה" סובל מחולשות מסוימות. משקיע פרטי המעוניין "להצביע ברגליים" עלול במקרים רבים להפסיד את השקעתו; שימוש ב"יציאה" על ידי משקיעים רבים בעת ובעונה אחת יפגע במחיר המניה ולכן יפגע בציבור משקיעים רחב יותר;<sup>29</sup> ועבור גוף מוסדי אשר מחזיק בנתח גדול יחסית של מניות בחברה עלולה מכירה בהיקף גדול של מניות לגרום הפסדים בתיקי הנכסים המנוהלים על ידו.<sup>30</sup> בשנים האחרונות גוברת אפוא התובנה לפיה ניתן ועדיף לשפר את אופן ניהולן הפנימי של חברות באמצעות הגברת המעורבות הפעילה של בעלי המניות בקבלת ההחלטות בחברה. מעורבות כזו מכונה "אקטיביזם של בעלי מניות".<sup>31</sup>

הגופים המוסדיים זוכים בהקשר זה לתשומת לב מיוחדת, עד כדי כך שהוחלט להטיל עליהם חובה להשתתף ולהצביע באספות הכלליות של בעלי המניות בחברות שבהן הם משקיעים את כספי החוסכים.<sup>32</sup> מכלול של נימוקים מצדיק את היחס המיוחד לגופים המוסדיים, כפי שיוצג להלן.

הצבעתם של הגופים המוסדיים נשענת על מיומנות ומומחיות רבה יותר מזו של המשקיע הרגיל.<sup>33</sup> המשקיעים המוסדיים הם "משקיעים מתוחכמים" שמנוהלים על ידי אנשי מקצוע בעלי ידע נרחב

<sup>23</sup> שם, בעמ' 38.

<sup>24</sup> ראו דיון להלן בחלק ד'.

<sup>25</sup> **ועדת גושן**, לעיל ה"ש 21, בעמ' 29; **ועדת חמדני**, לעיל ה"ש 7, בעמ' 10.

<sup>26</sup> הצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010, ה"ח הממשלה 496, 566, 579.

<sup>27</sup> Albert O. Hirschman, *Exit, Voice, And The State*, 31 WORLD POLITIC. 90 (1978); דב סולומון "אדישות רציונלית של בעלי מניות המיעוט: כיצד לעורר את ציבור המשקיעים מתרדמתו?" **עיוני משפט** לט 317, 328-329 (2016).

<sup>28</sup> שם.

<sup>29</sup> Bernard S. Black, *Shareholder Possibility Reexamined*, 89 MICH. L. REV. 520, 528 (1990).

<sup>30</sup> סולומון, לעיל ה"ש 27, בעמ' 329.

<sup>31</sup> לאון אנידג'ר "אקטיביזם של בעלי מניות: דיון תיאורטי והשוואתי" **מחקרי משפט** ל 191, 192 (2015).

<sup>32</sup> ראו דיון נרחב להלן בפרק הבא.

<sup>33</sup> מיכל אגמון-גונן "הטוב (בעלי מניות המיעוט)! הרע (בעלי מניות השליטה)!! ובית המשפט – התערבות בתי המשפט בעסקאות בעלי עניין שעברו את הליכי האישור בחברה" **ספר גרוס** 47, 58 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015).

בשוק ההון.<sup>34</sup> היקף ההשקעות הרחב מפתח אצל המשקיעים המוסדיים מיומנות ושיטות ניתוח אפקטיביות של החברות הנסחרות.<sup>35</sup> חשיפתם של הגופים המוסדיים לחברות רבות ומגוונות אף מקנה להם את האפשרות לערוך השוואה של ביצועי מנהלים, מנגנוני ממשל תאגידי, אפקטיביות של עסקאות שונות וכיוצא באלה, ובכך הם צוברים עוד ניסיון וידע.<sup>36</sup>

הגופים המוסדיים תורמים ליעילות שוק ההון ביכולתם העודפת להשקיע בחברות שבהן ממשל תאגידי טוב יותר.<sup>37</sup> בנוסף, קיימת הנחה לפיה בידי הגופים המוסדיים יכולת למנוע פגיעה בחברה על ידי נגישות גבוהה יותר למידע ואפשרות לפעול למניעת הפרות פוטנציאליות של ניהול יעיל.<sup>38</sup> לנוכח השילוב של מיומנות וניסיון ושל החובות החלות על הגופים המוסדיים לפעול לטובת החוסכים, קל להבין מדוע הגופים הללו נתפסים בעיני הציבור וכן בעיני בתי המשפט כמשקיעים אחראיים ואפקטיביים. משקיעים פרטיים נושאים עיניהם לפעולות הגופים המוסדיים ופועלים באופן דומה. למשל, המשקיעים הפרטיים נוטים לעקוב אחר החברות בהן נוהגים להשקיע הגופים המוסדיים ולהשקיע בהן מתוך הנחה שמדובר בהשקעה אחראית.<sup>39</sup>

האחריות על גופים מוסדיים בקבלת החלטות השקעה מובילה את בתי המשפט לראות בגופים הללו מעין שומרי סף.<sup>40</sup> בעניין **קיטאל** נקבע למשל כי כאשר בית המשפט נדרש לבחון סעד של הערכת שווי הוגן של מניות בהצעת רכש מלאה, ייתן בית המשפט משקל להסכמתו של "ניצע מתוחכם" למחיר המניה שהוצע בהצעת הרכש המלאה.<sup>41</sup> קרי, הסכמת ניצע מתוחכם כמו גוף מוסדי לאותו מחיר עשויה להעיד על הוגנות השווי מתוך הנחה שהגוף המוסדי הוא בעל היכולת והתמריצים לאסוף את המידע הנדרש לקבלת החלטה מושכלת.<sup>42</sup>

בחברות ציבוריות שיש בהן גרעין שליטה, יש לגופים המוסדיים חשיבות רבה בהגנה על אינטרס הציבור בעת ההצבעה על החלטות שבהן נמצא בעל השליטה בניגוד עניינים, כגון אישור עסקאות

<sup>34</sup> סולומון, לעיל ה"ש 27, בעמ' 338; ת"צ (מחוזי ת"א) 10-02-36604 מגן נ' **אוליצקי כריה (1990) בע"מ**, 35-36 (פורסם בנבו, 21.12.2015) (להלן: עניין **מגן**).

<sup>35</sup> אירית חביבסגל **דיני חברות** כרך ב 320 (2004).

<sup>36</sup> עניין **מגן**, לעיל ה"ש 34. יש הטוענים כי המומחיות של הגופים המוסדיים היא בהשקעה פיננסית, ולא בפיקוח ניהול החברות, ולכן, הציפייה למעורבות של הגופים המוסדיים בהיבטים של ממשל תאגידי חורגת ממטרותיהם העיקריות. סולומון, לעיל ה"ש 27, בעמ' 341. ראו גם: אילן פלשו "המוסדיים לא יודעים ולא יכולים לנהל חברות" **כלכליסט – שוק ההון** 26.2.2019 [www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3757118,00.html](http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3757118,00.html) דא עקא, בשוק ההון הישראלי קיימת ציפייה כי הגופים המוסדיים ירכשו את המיומנות הזו, וגם יפעילו אותה. איננו חולקים על העמדה לפיה לגופים המוסדיים אין בהכרח תמריץ לפתח מיומנות זו, בגלל בעיית הנציג המובנית הקיימת בינם לבין העמיתים. נהפוך הוא, ממצאי המחקר מושא מאמר זה מחזקים את העמדה הזו וממחישים כי כפי שאין לגופים המוסדיים תמריץ להשקיע בשיפור הממשל התאגידי של החברות שבהן הם משקיעים, כך אין להם גם תמריץ לקדם שקיפות של פעילותם בתחום זה.

<sup>37</sup> חביבסגל, לעיל ה"ש 35; Sanjeev Bhojraj & Partha Sengupta, *Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors*, 76 THE JOURNAL OF BUSINESS, 455 (2003); Joseph D. Piotroski & Darren T. Roulstone, *The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices*, 79 THE ACCOUNTING REVIEW 1119 (2004).

<sup>38</sup> הדרה ברמור **דיני תאגידיים** כרך ג 128-129 (2009).

<sup>39</sup> למטרה זו משמש, למשל, אתר האינטרנט [stocker.co.il](http://stocker.co.il) המספק, בתשלום, אפשרות למעקב אחר השקעות, החזקות ושינויי החזקות של הגופים המוסדיים בחברות ציבוריות.

<sup>40</sup> עניין **מגן**, לעיל ה"ש 34, בעמ' 38; ראו גם: באום וגילר, לעיל ה"ש 4, בעמ' 655. לדיון נרחב בסוגיית החובות החלות על גופים מוסדיים ובמיוחד בנושא האחריות שניתן להטיל עליהם, ראו בכרך זה: דב סולומון ואופיר ויצמן "חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים" **המשפט** כו (צפוי להתפרסם ב-2020).

<sup>41</sup> רע"א 779/06 **קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממן** (פורסם בנבו, 28.8.2012) (להלן: עניין **קיטאל**). זכות יוצרים על המונח "חזקות הניצע המתוחכם" יש להעניק ככל הנראה לשופטת רות רוני, שציינה לראשונה בהליך מוקדם יותר בבית המשפט המחוזי, ת"א (מחוזי ת"א) 1209/03 **דרור נ' קניאל אריזות משקה בע"מ** (פורסם בנבו, 8.5.2007), כי "הסכמה של כל ניצע – ובוודאי של ניצע מתוחכם, היא אינדיקציה חזקה לכך שההצעה היא הוגנת בעיניו". שם, בפס' 12 לפסק הדין.

<sup>42</sup> באום וגילר, לעיל ה"ש 4.

עם בעלי עניין. שם, המחוקק מעניק כוח יתר לבעלי מניות המיעוט, וביניהם המוסדיים.<sup>43</sup> העלאת הרוב הנדרש מקרב המיעוט לאישור עסקאות אלה לפי חוק החברות לחמישים אחוזים חיזק מאוד את כוחם ואת השפעתם, כמו גם חשיבותם, של הגופים המוסדיים, באישור החלטות אלה.<sup>44</sup> בכך מטיל המחוקק אחריות על בעלי מניות המיעוט, ובהם הגופים המוסדיים, למזער את פוטנציאל הנזק לחברה מניגוד העניינים הקיים בעסקאות אלה. מעורבות הגופים המוסדיים נועדה להגן אפוא על האינטרסים של המיעוט.<sup>45</sup>

בשנים האחרונות, שיעור ההחזקות של הציבור בחברות ציבוריות גדל, בעוד ששיעור ההחזקות של בעלי עניין נמצא במגמת ירידה.<sup>46</sup> כוח ההצבעה הפוטנציאלי של הגופים המוסדיים מתחזק אפוא באספות בעלי המניות. בנוסף, עולה בהתמדה מספרן של החברות שאין בהן כלל בעל שליטה ובהן מתקיים הלכה למעשה שלטון מנהלים. הפיקוח על הדירקטוריון וההנהלה במקרים אלה מופקד בידי אספת בעלי מניות המורכבת מבעלי מניות קטנים יחסית ומפוזרים, ועל כן יש חשיבות רבה להשפעתם של בעלי מניות מוסדיים בחברות, שהם לרוב בעלי נתח החזקה הגדול ביותר בחברות אלה.<sup>47</sup>

הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בחברות היא אמצעי פיקוח יעיל מתוך השוק.<sup>48</sup> השימוש במנגנון שוק ממשטר עולה בקנה אחד עם תפיסה המעדיפה הפחתה של פיקוח רגולטורי על תאגידי מצד הרשויות והסתמכות על כוחות השוק.<sup>49</sup>

#### ד. חובת ההצבעה באספה הכללית

דרך המלך של בעלי המניות להשפיע על הנעשה בחברה היא שימוש בכוח ההצבעה באספת בעלי המניות. זכות ההצבעה מגלמת את כוחם של בעלי המניות לשלוט בענייני החברה על אף הפרדת הניהול מהשליטה, מכוח הזיקה הקניינית של בעלי המניות לחברה.<sup>50</sup> הצבעה באספה כללית בחברה ציבורית מתבצעת לפי מניין קולות וברוב רגיל, אלא אם נקבע אחרת בחוק או בתקנון החברה.<sup>51</sup> החריג החוקי הבולט בהקשר זה הוא הליך אישור עסקאות עם בעלי עניין.

המחוקק מצא לנכון לקבוע הוראות שונות לגבי עסקאות מסוג זה, מאחר שאלה הן עסקאות בהן יש פוטנציאל גדול להימצאותו של נושא משרה או בעל מניות בניגוד עניינים וכתוצאה מכך האפשרות שאותה עסקה אינה לטובת החברה גוברת.<sup>52</sup> הפרק החמישי בחוק החברות דן בתנאים לאישור עסקאות מעין אלה ומונה כמה סוגים של עסקאות שייחשבו ל"עסקאות עם בעלי עניין".

<sup>43</sup> הדס אהרוניברק "אכיפה ציבורית, ריכוזיות השליטה והגנת המיעוט" משפטים מג 831, 888 (2013).  
<sup>44</sup> ס' 275 לחוק החברות. ראו בהקשר זה: אור סלומון "חוסר התחרותיות במערכת הבנקאות בישראל – בחינה מחודשת" משפטים מח 465, 480 (2019).

<sup>45</sup> עניין מגן, לעיל ה"ש 34, בעמ' 28–39.  
<sup>46</sup> מינס, לעיל ה"ש 14.

<sup>47</sup> הנתונים הובאו בהרצאתה של יו"ר רשות ניירות ערך, ענת גואטה. ראו: ענת גואטה "אקטיביות מוסדית או רגולטורית" (הרצאה בכנס מיתר-אוניברסיטת ת"א בנושא ממשל תאגידי, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת ת"א, 27.11.2018).

<sup>48</sup> עניין מגן, לעיל ה"ש 34, בעמ' 38.

<sup>49</sup> שם; סולומון, לעיל ה"ש 27, בעמ' 342.

<sup>50</sup> חביבסגל, לעיל ה"ש 35, בעמ' 307–310.

<sup>51</sup> ס' 84–85 לחוק החברות.

<sup>52</sup> עדו לחובסקי "על חובת אמונים, עסקאות נושאי משרה וטובת החברה" חובות אמון בדין הישראלי 89, 90 (2016).

העסקה אשר דורשת את האישורים המחמירים ביותר היא עסקה חריגה עם של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה או עם אדם אחר שלבעל השליטה בה יש עניין אישי, או אף עם קרובו של בעל השליטה לפי סעיף 270(4) לחוק החברות.<sup>53</sup> מסכת האישורים הנדרשת במקרה כזה, "האישור המשולש", מפורטת בסעיף 275 לחוק.<sup>54</sup> נדרש אישורה של ועדת הביקורת, אישור הדירקטוריון וכן אישור של האספה הכללית, כאשר נדרש כי במניין קולות הרוב ייכללו רוב מבעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי אשר משתתפים בהצבעה. לחלופין, נדרש שסך קולות המתנגדים מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי לא יעלה על שני אחוזים מכלל זכויות ההצבעה.<sup>55</sup>

בפועל, בעלי המניות מקרב הציבור ממעטים לממש את זכות ההצבעה, עקב "אדישות רציונלית". אדישותם של בעלי מניות מקרב הציבור נובעת מהעובדה שכל בעל מניות יחיד מחזיק בשיעור החזקות קטן יחסית, אשר אין בכוחו להשפיע לבדו על תוצאות ההצבעה ועל קבלת ההחלטה, ומנגד, כדי להצביע, נדרשות מבעל המניות עלויות גבוהות של איסוף מידע, ניתוחו, קבלת החלטה והשתתפות אקטיבית בהצבעה. השילוב של סיכוי קלוש להשפיע ועלות גבוהה מובילים את בעלי המניות מהציבור להימנע ממעורבות פעילה בענייני החברה.<sup>56</sup>

בדומה למשקיע היחיד, המשקיעים המוסדיים מתאפיינים אף הם במקרים רבים בנטייה לאדישות רציונלית.<sup>57</sup> בחיבורם, הדס אהרוניברק ואסף חמדני עמדו על ניגוד העניינים המובנה בין ההנהלה לעמיתים בגופים המוסדיים.<sup>58</sup> בהקשר זה כתב חמדני גם כי "ביסוד מערכת היחסים שבין גופים מוסדיים לחוסכים באמצעותם עומד קונפליקט בין האינטרס של הגופים המוסדיים לזה של החוסכים... הגופים המוסדיים מנהלים את כספי החוסכים תמורת דמי ניהול. אינטרס החוסכים הוא להשיג תשואה מרבית על ההפקדות שלהם (בהתחשב בסיכון ובניכוי דמי הניהול), ואילו האינטרסים של הגופים המוסדיים הוא להפיק רווח מרבי – בעיקר מגביית דמי ניהול – מניהול של כספי החוסכים."<sup>59</sup>

ככלל, המשקיעים המוסדיים הם בעלי מניות מיעוט. לכן, אף אם שיעור המניות שבידיהם גבוה יחסית לרוב המשקיעים מהציבור, בחברות שיש בהן גרעין שליטה, אין ביכולתם של המוסדיים להשפיע על תוצאות ההצבעה באספת בעלי המניות בהחלטות שנדרש בהן רוב רגיל. בנוסף, מעורבות רבה של הגופים המוסדיים בהצבעות מחייבת הוצאת עלויות רבות. במקרה של הגופים המוסדיים מדובר בעלויות רבות במיוחד, משום שהשקעות הגופים המוסדיים מפוזרות על פני חברות רבות בהן מתקיימות כמה אספות של בעלי מניות, אשר לאישורן מובאות אינספור החלטות הצבעה מדי

<sup>53</sup> ס' 270 לחוק החברות.

<sup>54</sup> ס' 275 לחוק החברות.

<sup>55</sup> שם.

<sup>56</sup> סולומון, לעיל ה"ש 27, בעמ' 327–329; זוהר גושן "בעיית-הנציג' כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" **ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקציה – חיבורי משפט** 239, 249 (אהרן ברק ואח' עורכים, 1996).

<sup>57</sup> Assaf Hamdani & Yishay Yafeh, *Institutional Investors as Minority Shareholders*, 17 REV. FIN. 691, 722 (2013) (להלן: חמדני ויפה).

<sup>58</sup> הדס אהרוניברק ואסף חמדני "בעקבות פסק דין קיטאל: נטל ההוכחה בהצעת רכש מלאה" **תאגידים** ט 17, 30–31 (2012). המחברים מצביעים על ניגודי העניינים של הגופים המוסדיים כגורם המחליש את כוחו של המיעוט בהצבעות על אישור עסקאות בניגוד עניינים. בעיה דומה איתר ליסטוקין בארצות הברית: Yair Listokin, *If You Give Shareholders Power, Do They Use It? An Empirical Analysis*, 166 JOURNAL OF INSTITUTIONAL AND THEORETICAL ECONOMICS, 38 (2009).

<sup>59</sup> חמדני, לעיל ה"ש 6, בעמ' 321. על בעיית קהל המשקיעים השבוי בידי הגופים המוסדיים ראו גם: עמיר ליכט **דיני אמונאות – חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי** 33 (2013). על בעיית הריכוזיות במשק והשפעתה על גופים מוסדיים ראו: משרד האוצר **הוועדה להגברת התחרותיות במשק המלצות סופיות והשלמה לדו"ח הביניים**, 17–34 (2012) (להלן: **הוועדה להגברת התחרותיות במשק**).



שנה. עיקר הרווח של הגופים המוסדיים מקורו בדמי הניהול, אשר גובהם מוגבל בחקיקה.<sup>60</sup> שיעור דמי הניהול נקבע מראש ונגזר מהיקף ההפקדות ומשווי התיקים המנוהלים.<sup>61</sup> הגברת התחרות והפחתת דמי הניהול מקטינות את המוטיבציה של הגופים המוסדיים להשקיע בהצבעה באספות בעלי המניות; שכן ככל שהגוף המוסדי משקיע עלויות רבות יותר בגיבוש החלטת ההצבעה, כך יקטן הרווח השנתי שלו. למעשה, לגופים המוסדיים ישנו תמריץ שלילי להשקיע משאבים במעורבות בניהול החברה.<sup>62</sup>

בנוסף, באופן שאינו אינטואיטיבי, דווקא הגידול בנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים בישראל מקטין את התמריץ שלהם להשתמש בכוח ההצבעה כדי לשפר את ניהול החברות. מחקרים מלמדים כי דווקא משקיעים מוסדיים שיש להם שיעור החזקות קטן יחסית בחברה נוטים לעשות שימוש בהצבעות באספות בעלי מניות כדרך להעביר ביקורת על אופן ניהול החברה. לעומתם, בעלי מניות מוסדיים אשר שיעור החזקותיהם משמעותי יותר, יכולים להשפיע בדרכים אחרות, כגון איום במכירת מניות או תמריץ בהעברת מסרים באופן ישיר להנהלת החברה.<sup>63</sup>

עם כל זאת, סולומון גורס כי מעורבותם של הגופים המוסדיים בענייני פנים של החברה מתחייבת מכוח חובת הזהירות וחובת הנאמנות כלפי החוסכים, העמיתים והמשקיעים שהפקידו את כספם בידי הגופים הללו.<sup>64</sup> חובת הזהירות מחייבת את הגוף המוסדי לפעול "בזהירות ובמימנות ולנקוט צעדים סבירים לשם שמירה על נכסי העמיתים..."<sup>65</sup>. חובה נוספת היא חובת האמונים שמעוגנת אף היא בסעיף 75 לחוק השקעות משותפות בנאמנות,<sup>66</sup> בסעיף 3 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים<sup>67</sup> ומעצם טיבה מעוגנת גם בחוק הנאמנות.<sup>68</sup> גוף מוסדי חייב בפעולותיו לפעול אך ורק לטובת אינטרס העמיתים. כל פעולה שהגוף המוסדי מבצע תוך שקילת שיקולים זרים שלא לטובת אינטרס העמיתים עלולה לעלות לכדי הפרת חובת אמונים.<sup>69</sup>

הדין מחייב אפוא כיום מעורבות של גופים מוסדיים בענייני פנים של חברות באמצעות הטלת חובת הצבעה בעד או נגד החלטות מסוימות המובאות לאישור האספה הכללית.<sup>70</sup> חובת ההשתתפות וההצבעה מעוגנת בכמה דברי חקיקה. חובת ההשתתפות באספות קבועה בתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים.<sup>71</sup> בנוסף, סעיף 77(א) לחוק השקעות משותפות בנאמנות מסמיך את שר האוצר

<sup>60</sup> תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (דמי ניהול), התשע"ב-2012.  
<sup>61</sup> סולומון, לעיל ה"ש 27, בעמ' 347.

<sup>62</sup> לעיל ה"ש 4.

<sup>63</sup> ראו: Miriam Schwartz-Ziv and Russell R. Wermers, *Do Institutional Investors Monitor Their Large vs. Small Investments Differently? Evidence from the Say-on-Pay Vote*, (European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 541/2017, 2018), [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3096745](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3096745).

<sup>64</sup> ס' 75 ו-78 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994; ס' 15-21 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ייעוץ, שיווק ומערכת סליקה פנסיוניים), התשס"ה-2005; ס' 6-7 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים); **ועדת חמדני**, לעיל ה"ש 7; ראו: סולומון, לעיל ה"ש 27, בעמ' 341. לדעתו, למשל, נזרת חובה אקטיבית רחבה יותר ולא רק השתתפות בהצבעות.

<sup>65</sup> חמדני, לעיל ה"ש 6, בעמ' 324.

<sup>66</sup> ס' 75 לחוק השקעות משותפות בנאמנות.

<sup>67</sup> ס' 3 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005.

<sup>68</sup> ס' 10 ו-13 לחוק הנאמנות, התשל"ט-1979.

<sup>69</sup> ליכט, לעיל ה"ש 59; ע"א 817/79 **קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטנונגר בע"מ**, פ"ד (לח) 253, פס" 48-49 לפסק דינו של השופט ברק (1984) (להלן: עניין **קוסוי**).

<sup>70</sup> ס' 77(א) לחוק השקעות משותפות בנאמנות; ס' 1 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים), התשע"ו-2015; ס' 2 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט-2009.

<sup>71</sup> ש.ם.

לקבוע הוראות בדבר השתתפות מנהל קרן באספות בעלי מניות.<sup>72</sup> בתקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באספת מחזיקים) נקבעו הוראות אלה המטילות חובת הצבעה באספה כללית.<sup>73</sup> הגופים המוסדיים מחויבים להצביע בכל מקום בו הדין קובע שהחלטה תתקבל באספה ברוב מיוחד וכן במקרים מיוחדים שפורטו למרות שהדין לא קובע לגביהם דרישה לאישור ברוב מיוחד, כגון: שינוי תקנון שיש בו כדי לפגוע בבעלי מניות; מינויים ופיטורים של דירקטורים; התקשרות של התאגיד אשר לדירקטור יש בה עניין אישי; ואישור מיזוג לפי סעיף 320 לחוק החברות.<sup>74</sup> הדין מחייב את הגופים המוסדיים להצביע בעד או נגד הצעת ההחלטה, ואינו מאפשר להימנע בהצבעה,<sup>75</sup> למעט במקרה חריג של ניגוד עניינים.<sup>76</sup>

היכולת של הגופים המוסדיים שהם בעלי מניות מיעוט להשפיע על החלטות המתקבלות ברוב רגיל בחברה שיש בה בעל שליטה המחזיק ברוב המניות מוגבלת.<sup>77</sup> בהתחשב בכך המליצה ועדת חמדני בשעתה "לצור זיקה בין הנסיבות בהן תוטל חובה על הגופים המוסדיים להשתתף בהצבעה לבין ההחלטות לגביהן מעניק המחוקק מעמד מיוחד לבעלי מניות המיעוט".<sup>78</sup> המלצה זו אומצה בחוק החברות: כיום, חובת השתתפות באספות הכלליות מתמקדת בהחלטות קריטיות בחברה שבהן קיים חשש לקיומו של ניגוד עניינים. לכן, חוק החברות מעניק כוח וטו לבעלי המניות מהציבור, כגון החלטה על אישור עסקה חריגה עם בעל שליטה<sup>79</sup> או החלטה על אישור מיזוג.<sup>80</sup>

כדי להקל על הגופים המוסדיים להתמודד עם העלויות של גיבוש עמדה תומכת או מתנגדת במספר עצום של הצבעות מדי שנה, ועדת חמדני המליצה לאפשר לגופים להיעזר בשירותי חברות ייעוץ להצבעה.<sup>81</sup> גם המלצה זו אומצה בתקנות, הקובעות כי ככל שגוף מוסדי נעזר בשירותיה של חברת ייעוץ, עליו לציין עובדה זו ואף לתת פומבי להמלצת חברת הייעוץ ולאופן שבו בחר להצביע בסופו של דבר.<sup>82</sup>

## ה. חובת השקיפות ומטרותיה

שקיפות היא אחד הכלים המרכזיים ברגולציה של שוק ההון. ועדת גושן המליצה כי "לאור מרכזיותם של הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל ולאור העובדה כי נכסיהם הינם למעשה נכסי ציבור, יש מקום לחזק את מידת המחויבות של גופים אלה לציבור שהפקיד בידיהם את כספו. מטרה זו ניתן לקדם באמצעות שיפור השקיפות של פעולות הגופים המוסדיים".<sup>83</sup>

<sup>72</sup> סעיף 77(א) לחוק השקעות משותפות בנאמנות.

<sup>73</sup> ס' 1 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים).

<sup>74</sup> ס' 2(ב1) לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית).

<sup>75</sup> ס' 1 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים); ס' 2 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית).

<sup>76</sup> במקרה שכזה עשוי לחול ס' 192 לחוק החברות.

<sup>77</sup> אסף חמדני **ריכוזיות השליטה בישראל – היבטים משפטיים** 43 (המכון הישראלי לדמוקרטיה, 2009) (להלן: חמדני **ריכוזיות השליטה בישראל**).

<sup>78</sup> **ועדת חמדני**, לעיל הי"ש 7, בעמ' 10.

<sup>79</sup> ס' 275 לחוק החברות.

<sup>80</sup> ס' 320 לחוק החברות.

<sup>81</sup> **ועדת חמדני**, לעיל הי"ש 7, בעמ' 23.

<sup>82</sup> ס' 5 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית).

<sup>83</sup> **ועדת גושן**, לעיל הי"ש 21, בעמ' 39.

שקיפות תורמת לשורה של מטרות שהמחוקק מעוניין לקדם בכל הקשור לפעילותם היעילה של הגופים המוסדיים.<sup>84</sup> עם זאת, ניכר כי המיקוד העיקרי של הרגולציה הקיימת בתחום השקיפות הוא הגברת התחרות בין הגופים המוסדיים. משרד האוצר פעל לעידוד התחרות בין הגופים המוסדיים באמצעות הסרת חסמי מעבר.<sup>85</sup> בשנת 2009 הושלמה "רפורמת הניוד", אשר מאפשרת לעמיתים ולחוסכים להעביר את חסכוניהם מגוף אחד לאחר ביתר קלות ומבלי לאבד הטבות מס.<sup>86</sup> משרד האוצר פרסם לעמיתים ולחוסכים נתונים על אודות התשואות שהניבו ההשקעות של גוף מוסדי ועל אודות דמי הניהול הנגבים.<sup>87</sup> התחרות מבוססת אפוא בעיקרה על יכולתו של הלקוח להשוות בין תשואות העבר שהשיגו הגופים המוסדיים המתחרים. זאת, אף שתשואות העבר אינן מעידות בהכרח על תשואות שיושגו בעתיד. לעומת זאת, הסיכוי לתשואות חיוביות לטווח ארוך גדל כאשר החברות בהן מושקע הגוף המוסדי מנוהלות באופן מיטבי. כדי להבטיח זאת, יכול הגוף המוסדי להשפיע על הממשל התאגידי של החברה באמצעות הצבעה באספות הכלליות.

במישור התאורטי טענו לאחרונה פיש, חמדני ודוידוף-סולומון כי לגופים מוסדיים בארצות הברית, ובמיוחד לגופי השקעה מוסדית פסיביים כגון קרנות מדד, יש אינטרס להפעיל את השפעתם בדרך של הצבעות באספות בעלי מניות. זאת, בשל התחרות בינם לבין גופי השקעה מוסדיים אחרים על לבם של הלקוחות, ציבור המשקיעים. עמדה זו, המייחסת לגופים מוסדיים תמריץ להשפיע על ניהולן האפקטיבי של חברות הפורטפוליו, מבוססת על שתי הנחות חשובות: האחת, תשואות המוסדיים היא בסיס לתחרות ביניהם. האחרת, משקיעי הקצה בוחנים את תשואות המשקיעים ויכולים לנייד את השקעותיהם בין הגופים המוסדיים בהתאם לתשואות באופן שמזין את התחרות בין המוסדיים.<sup>88</sup>

לכאורה, תחרות על תשואות אמורה לחולל תמריץ דומה בקרב הגופים המוסדיים בישראל, אך לטעמנו הנוף המוסדי בישראל שונה בהקשר הזה. ראשית כול, בארצות הברית לא קיימת חובה להפריש לחיסכון פנסיוני, ולכן נדרשים הגופים המוסדיים מלכתחילה להציג תשואות אטרקטיביות כדי למשוך לקוחות, מצב שאינו מתקיים בישראל. שנית, בארצות הברית יכול הלקוח לבחור בין השקעת כסף בגופי השקעה פסיביים, כמו קרנות מדד, לבין השקעה בגופי השקעה אקטיביים. לכן, עשויים גופים המנהלים השקעות פסיביות לנסות לשפר את תשואותיהם על ידי מעורבות אקטיבית בניהול החברות שבהן הם משקיעים. בישראל קיימת תחרות מסוג זה בין אפיקי השקעה כמו קרנות

<sup>84</sup> מטרות אלה יפורטו ויידונו להלן.

<sup>85</sup> חמדני, לעיל ה"ש 6, בעמ' 322.

<sup>86</sup> שם. מובן, כי בבסיס רפורמת הניוד טמונה ההנחה לפיה החוסכים מכלכלים את צעדיהם באופן רציונלי אם וכאשר הם מקבלים את המידע הנחוץ לקבלת החלטות מושכלות. הנחה זו נסתרת במחקרים מתחום הכלכלה ההתנהגותית. ראו למשל: דן אריאלי **לא רציונלי ולא במקרה** 196 (2009). עם זאת, השאלה אם מדיניות רגולטורית המבוססת על שקיפות וקבלת החלטות צרכניות מיוזעות היא יעילה חורגת מגבולותיו של מחקר צנוע זה. לגישה ביקורתית כלפי יעילותה של רגולציה באמצעות שקיפות ראו: OMRI BEN-SHAHAR & CARL E. SCHNEIDER, MORE THAN YOU WANTED TO KNOW: THE FAILURE OF MANDATED DISCLOSURE 64 (2014) ("not only do people say and show that they are reluctant to make their own decisions with anything like the zeal that disclosurites (sic) assume, but they often make decisions with little information or deliberation") לעיון בסוגיית חובת השקיפות ומגבלותיה בהקשר של ארכיטקטורת הפיקוח על שוק ניירות הערך ראו: Ido Baum & Dov Solomon, *More JoMo: The Case for Voluntary Disclosure of Uncertain Information in Securities Regulation*, 14 Va. L. & Bus. Rev. (forthcoming 2020). עם זאת, נעיר כי בענייננו לא ניתן כלל לבחון את שאלת האפקטיביות של רגולציה מבוססת-שקיפות בתחום החיסכון ארוך הטווח והשפעת הגופים המוסדיים על ממשל תאגידי בחברות הנכללות בפורטפוליו ההשקעות, זאת לנוכח הרגולציה העמומה והיישום החלקי, שיוצגו להלן בפרק ו'.

<sup>87</sup> חמדני, לעיל ה"ש 6, בעמ' 322.

<sup>88</sup> ראו: Jill E. Fisch et al., *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, 17 U. PA. L. REV.

נאמנות וקרנות סל, אך היא אינה מתקיימת בתחום החיסכון הפנסיוני, שבו מצויים עיקר החסכונות ארוכי הטווח של הציבור.

שקיפות של מדיניות ההצבעה ואופן ההצבעה באספות כלליות מקדמת אפוא שורה של אינטרסים חשובים עבור שוק ההון בישראל: ראשית כול, שקיפות חושפת וממזערת את החשש מפני ניגוד עניינים של הגוף המוסדי. בכך תורמת השקיפות לחיזוק אמון הציבור בגופים המוסדיים.<sup>89</sup> במערכת היחסים בין הגופים המוסדיים ללקוחותיהם קיים פער כוחות מובנה. בעוד החוסכים הם יחידים שחשכו לפנסיה במשך רוב שנות עבודתם, הגופים המוסדיים הם גופים חזקים ומתוחכמים מבחינה כלכלית.<sup>90</sup> מערכת היחסים בין הגופים המוסדיים לעמיתים "מתאפיינת בפערי מידע וכוח ניכרים, שמעצם טיבם וטבעם מקימים חשש לניצול לרעה של יחסי הכוחות לטובתו של הצד 'החזק'".<sup>91</sup> עולה אפוא החשש כי הגופים המוסדיים ינצלו פער זה לטובתם.<sup>92</sup> בעיה זו חריפה במיוחד בישראל לנוכח תופעת הריכוזיות בשוק ההון הישראלי.<sup>93</sup> הריכוזיות מגבירה את החשש שהגוף המוסדי יצביע לטובת בעלי שליטה.<sup>94</sup> חמדני הצביע בהקשר זה על החשש כי מבנה הבעלות בשוק עלול לצנן את נכונותם של גופים מוסדיים להתעמת עם בעלי שליטה באספות בעלי המניות.<sup>95</sup> מחקרים אמפיריים תומכים בחשש זה ומצביעים על נטייה של הגופים המוסדיים להצביע לטובת בעל השליטה בעסקאות עם בעל שליטה.<sup>96</sup> ככל שהצבעתו של הגוף המוסדי מושפעת מקשרים בינו לבין בעל השליטה, או בין נושאי משרה אחרים בחברה, עשויות ההצבעות לשרת אינטרסים שאינם מקדמים את השאת רווחי המניות של החברה. לעניות דעתנו, שקיפות אופן ההצבעה מרתיעה מפני הצבעה משיקולים זרים כגון אלה וממזערת חשש להפרה זו של חובת הנאמנות של הגוף המוסדי.

שנית, השקיפות אמורה גם לחולל תחרות בין הגופים המוסדיים ביחס להצבעות באספות הכלליות. התחרות אמורה להמריץ את הגופים המוסדיים לפעול באופן האופטימלי לטובת אינטרס העמיתים.<sup>97</sup> שקיפות של מדיניות ההצבעה ואופן ההצבעה יכולה לסייע בחשיפה של המיומנות, הניסיון וההצלחה של הגוף המוסדי בעיצוב מדיניות הצבעה אפקטיבית וקבלת החלטות הצבעה נכונות באמצעות בחינת התוצאות ארוכות הטווח של החברות שבהן מושקע הגוף המוסדי.

שלישית, השקיפות של אופן ההצבעה יכולה לחשוף את מידת יעילותו של גוף מוסדי כשומר סף המקדם את האינטרסים של כלל בעלי המניות, ולא רק את האינטרסים של החוסכים שבעבורם הוא פועל.<sup>98</sup>

<sup>89</sup> חביבסגל, לעיל ה"ש 35, בעמ' 278.

<sup>90</sup> חמדני, לעיל ה"ש 6, בעמ' 326; Sewin Chan & Ann Huff Stevens, *What You, Don't Know Can't Help You*; 90 Rev. ECON & STAT, 253 (2008).

<sup>91</sup> ע"א 6187/15 הנאמן לעמיתי "קרן הפנסיה של הסתדרות העובדים הלאומית בע"מ" נ' צולר, פס' 33 לפסק דינה של השופטת ברון (פורסם בנבו, 28.5.2018) (להלן: עניין צולר).

<sup>92</sup> ברמור, לעיל ה"ש 38, בעמ' 107-108.

<sup>93</sup> הוועדה להגברת התחרותיות במשק, לעיל ה"ש 59, בעמ' 5.

<sup>94</sup> ועדת חמדני, לעיל ה"ש 7, בעמ' 16.

<sup>95</sup> חמדני ריכוזיות השליטה בישראל, לעיל ה"ש 77, בעמ' 44.

<sup>96</sup> חמדני ויפה, לעיל ה"ש 57, בעמ' 706-708.

<sup>97</sup> ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, 830-831 (1992); ע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פס' 20-23 לפסק דינו של הנשיא ברק (פורסם בנבו, 21.8.1997).

<sup>98</sup> באום וגילר, לעיל ה"ש 4, בעמ' 24 טוענים כי ההנחה לפיה הגוף המוסדי תמיד מקדם את טובת כלל בעלי המניות מהציבור אינה נכונה בהכרח. שקיפות נדרשת אפוא כדי לעמוד על פערים אפשריים בין הצבעה של גוף מוסדי המשרתת את האינטרס שלו עצמו לבין הצבעה המשרתת את האינטרסים של כלל בעלי המניות מהציבור.

ועדת גושן ולאחריה ועדת חמדני המליצו להגביר את השקיפות באמצעות הטלת חובות דיווח על הגופים המוסדיים בשני היבטים חשובים.<sup>99</sup> **ההיבט האחד**, הטלת חובה על ועדת ההשקעות בגוף המוסדי לפרסם מדיניות הצבעה אשר תכלול את הליך הבדיקה שיבצע הגוף המוסדי ביחס לאלה: סוגיות העולות להצבעה באספה הכללית; ואופן הטיפול בסוגיות העולות להצבעה שיש בהן ניגוד עניינים.<sup>100</sup> **ההיבט השני** והחשוב לענייננו, יצירת דיווח מרוכז ביחס להשתתפות הגוף המוסדי באספות הכלליות אשר יפורסם לציבור. דיווח מרוכז זה אמור לפרט בין היתר את הסוגיה שעלתה להצבעה; אופן ההצבעה בפועל; הרוב שנדרש בהצבעה; האם ההצבעה של הגוף המוסדי מהווה סטייה ממדיניות ההצבעה שקבעה ועדת ההשקעות; והאם ההצבעה התקיימה בנסיבות המקימות חשש להתקיימות ניגוד עניינים.<sup>101</sup>

הגופים המוסדיים מחויבים כיום לפרסם ללקוחותיהם את מדיניות הצבעה שלהם בעניינים שונים באספות הכלליות של בעלי המניות וכן את אופן ההצבעה באספות ותוצאות ההצבעות הסופיות.<sup>102</sup> בהוראות אלה באה לידי ביטוי חובת השקיפות בהקשר זה.

רשות שוק ההון אימצה את המלצות ועדת חמדני בחוזר גופים מוסדיים 2009-9-11,<sup>103</sup> שהוחלף לאחר מכן בחוזר גופים מוסדיים 2014-9-6.<sup>104</sup> חוזר זה<sup>105</sup> הוחלף גם הוא ושולב בקודקס הרגולציה בפרק 4 לחלק 2 בשער 5 (להלן: "הקודקס" או "קודקס הרגולציה").<sup>106</sup> קודקס הרגולציה קובע את ההנחיות הבאות ביחס לפרסום מדיניות ההצבעה ופרסום אופן ההצבעה באתר האינטרנט של הגוף המוסדי:<sup>107</sup>

ראשית, גוף מוסדי נדרש לפרסם את מדיניות ההצבעה שקבעה ועדת ההשקעות וכן כל עדכון של מדיניות ההצבעה בתוך 14 ימי עסקים.

שנית, גוף מוסדי נדרש לפרסם דיווח על אופן ההצבעה שלו בפועל באספה הכללית בתוך 7 ימי עסקים ממועד האספה. בפרסום הדיווח על אופן ההצבעה בפועל של הגוף המוסדי יצוינו הפרטים הבאים: האם ההצבעה הייתה בהתאם להמלצת הגוף המייעץ; האם ההצבעה התקיימה בנסיבות שעשויות להיות בהן ניגוד עניינים שיש בו אפשרות להשפיע על אופן ההצבעה בפועל; מועד קיום האספה; יחס הערך הנקוב שמחזיק הגוף המוסדי; ההחלטה שהתקבלה באספה הכללית; והרוב בו התקבלה ההחלטה באספה הכללית. בנוסף, הגוף המוסדי נדרש לפרט מה הסוגיה שעלתה להצבעה.

<sup>99</sup> **ועדת גושן**, לעיל ה"ש 21, בעמ' 41-42; **ועדת חמדני**, לעיל ה"ש 7, בעמ' 19.  
<sup>100</sup> שם, בעמ' 15-16, 19; רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון "פרק 4 – ניהול נכסי השקעה", 65  
[www.mof.gov.il/hon/Documents/%D7%94%D7%A1%D7%93%D7%A8%D7%94-\(8.9.2019\).%D7%95%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94/Codex/Gate5\\_Part2\\_Chapter4.pdf](http://www.mof.gov.il/hon/Documents/%D7%94%D7%A1%D7%93%D7%A8%D7%94-(8.9.2019).%D7%95%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94/Codex/Gate5_Part2_Chapter4.pdf) (להלן: קודקס הרגולציה).  
<sup>101</sup> שם; **ועדת חמדני**, לעיל ה"ש 7, בעמ' 9, 19, 36-37.  
<sup>102</sup> חוזר גופים מוסדיים 2014-9-6 "הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל" (10.6.2014)  
[www.mof.gov.il/hon/documents/%D7%94%D7%A1%D7%93%D7%A8%D7%94-%D7%95%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94/mosdiym/memos/2014-9-6.pdf](http://www.mof.gov.il/hon/documents/%D7%94%D7%A1%D7%93%D7%A8%D7%94-%D7%95%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94/mosdiym/memos/2014-9-6.pdf)  
<sup>103</sup> חוזר גופים מוסדיים 2009-9-11 "הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון" (21.6.2009)  
[www.mof.gov.il/hon/documents/%D7%94%D7%A1%D7%93%D7%A8%D7%94-%D7%95%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94/mosdiym/memos/2009-9-11.pdf](http://www.mof.gov.il/hon/documents/%D7%94%D7%A1%D7%93%D7%A8%D7%94-%D7%95%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94/mosdiym/memos/2009-9-11.pdf)  
<sup>104</sup> חוזר גופים מוסדיים 2014-9-6, לעיל ה"ש 102.  
<sup>105</sup> חוזר גופים מוסדיים 2018-9-7 "תיקון פרק 4 לחלק 2 בשער 5 לחוזר המאוחד – ניהול נכסי השקעה" (4.3.2018)  
[www.mof.gov.il/hon/documents/%D7%94%D7%A1%D7%93%D7%A8%D7%94-%D7%95%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94/mosdiym/memos/h\\_2018-9-7.pdf](http://www.mof.gov.il/hon/documents/%D7%94%D7%A1%D7%93%D7%A8%D7%94-%D7%95%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94/mosdiym/memos/h_2018-9-7.pdf)  
<sup>106</sup> קודקס הרגולציה, לעיל ה"ש 100.  
<sup>107</sup> שם, בעמ' 66, סי' 11(ב).

שלישית, גוף מוסדי נדרש לדווח לוועדת ההשקעות על הצבעתו בפועל. ככל שהתקיימה סטייה מהמלצת הגוף המייעץ להצבעה בפועל של הגוף המוסדי, נדרש לפרט באשר לסיבות שהביאו לסטייה. אין חובה לפרסם לציבור מידע זה.

כדי להעניק ללקוחות תמונה רחבה ומלאה של התנהלות הגוף המוסדי על פני תקופת זמן ממושכת, קובע חוזר גופים מוסדיים 2015-9-11, ועמו גם קודקס הרגולציה,<sup>108</sup> הוראות כלליות באשר למידע שגוף מוסדי נדרש להעמיד באתר האינטרנט.<sup>109</sup> בסעיף 2(ה) לחוזר זה נקבעה החובה כי גוף מוסדי יפרסם את הצבעותיו בפועל ב-24 החודשים האחרונים.<sup>110</sup> סעיף 5 לחוזר מחייב כי המידע המוצג באתר האינטרנט "ינוסח באופן פשוט ובהיר".<sup>111</sup>

## ו. המחקר

לנוכח החשיבות של שקיפות המידע על אודות מדיניות ההצבעה ואופן ההצבעה של הגופים המוסדיים, שם לעצמו מחקר זה למטרה לבחון מהי מידת הציות של הגופים המוסדיים לחובה האמורה ומהי רמת ההנגשה של המידע ללקוחות.

המתודולוגיה שבה השתמשנו כדי למדוד את מידת השקיפות של הגופים המוסדיים מבוססת על בחינה של מידת הנגישות של המידע לציבור באתר האינטרנט של הגוף המוסדי. מתודולוגיה דומה משמשת את עמותת "שקיפות בינלאומית ישראל" (שב"ל), אשר מפרסמת מדי שנה את "מדד שקיפות האתרים ברשויות המקומיות". מדד זה בוחן את "מידת השיקוף והבהירות של מידע ותהליכים פנים-ארגוניים ואת העמקת ההנגשה של מידע זה לציבור ברשויות המקומיות".<sup>112</sup> במדד שב"ל מתבצע הליך איתור המידע באתר האינטרנט בהתאם לאמת המידה של "האדם הסביר".<sup>113</sup> בין היתר בוחן הדו"ח, ביחס לתקציב השנתי של הרשויות המקומיות, פרמטרים הנוגעים לשקיפות ולנגישות של המידע על אודות התקציב. למשל, רשות מקומית אשר מפרסמת את הדיווח בקובץ Excel זוכה לניקוד גבוה יותר מאשר רשות מקומית אשר מפרסמת את הדיווח בקובץ PDF. פרמטר נוסף מתייחס לפרסום דיווחים היסטוריים מעבר לתקופה של 12 חודשים, שהיא התקופה המרבית המחויבת על פי חוק.<sup>114</sup> המדד בוחן את דירוג הרשויות המקומיות הגדולות מול שאר הרשויות המקומיות כדי לעמוד על השפעת גודל הרשות המקומית על דירוגה במדד השקיפות. השערת המחקר לפיה הרשויות המקומיות הגדולות יגלו רמת שקיפות גבוהה יותר בהשוואה ליתר הרשויות המקומיות, זוכה לאישוש במחקר.<sup>115</sup>

במסגרת מחקרנו נבדק מספר ה"הקלקות" אשר נדרשות כדי להגיע למדיניות ההצבעה ולאופן ההצבעה באתרי האינטרנט של הגופים המוסדיים, כאשר נקודת ההתחלה היא אתר הבית של הגוף

<sup>108</sup> שם.

<sup>109</sup> חוזר גופים מוסדיים 2015-9-11 "מידע נדרש באתר אינטרנט של גוף מוסדי" (4.3.2015) [www.mof.gov.il/hon/documents/%D7%94%D7%A1%D7%93%D7%A8%D7%94-%D7%95%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94/mosdiym/memos/h\\_2015-9-11.pdf](http://www.mof.gov.il/hon/documents/%D7%94%D7%A1%D7%93%D7%A8%D7%94-%D7%95%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94/mosdiym/memos/h_2015-9-11.pdf) (להלן: מידע נדרש באתר אינטרנט).

<sup>110</sup> שם, בעמ' 2, ס' 2(ה).

<sup>111</sup> שם, בעמ' 4, ס' 5.

<sup>112</sup> "מדד שקיפות האתרים ברשויות המקומיות – ישראל 2017" שקיפות בינ"ל-ישראל 8 (2017) [www.ti-israel.org/wp-content/uploads/2017/11/TI-MUNI-2017s.pdf](http://www.ti-israel.org/wp-content/uploads/2017/11/TI-MUNI-2017s.pdf) (להלן: מדד השקיפות).

<sup>113</sup> שם, בעמ' 10.

<sup>114</sup> שם, בעמ' 38.

<sup>115</sup> שם, בעמ' 24–25.

המוסדי. מטבע הדברים, ככל שמספר ה"הקלקות" הנדרש גדול יותר, כך גדל הסיכוי שהלקוח המחפש את המידע יתקשה באיתורו או שיחווה חוויית התשה ויותר על המשך החיפוש.<sup>116</sup>

מידת הציות של הגופים המוסדיים לחובת הדיווח נבחנה בשני מישורים: במישור אחד, נבדק עצם הפרסום של מדיניות הצבעה ושל אופן ההצבעה באספות. במישור השני, נבדק אם הגופים המוסדיים עומדים בחובה החוקית המוטלת עליהם לפרסם את נתוני ההצבעה שבעה ימים לאחר מועד קיום האספה.

## 1. השערות המחקר

הדין אינו מכיל הוראה מפורטת ביחס לאופן יישומה של חובת הדיווח המוטלת על גופים מוסדיים לגבי אופן הצבעותיהם. קיימת בעניין זה הנחיה אחת כללית ועמומה למדי ביחס לאופן פרסום המידע שביקשנו לבדוק.<sup>117</sup> השערת המחקר הראשונה היא אפוא כי יישום החובה יהיה בלתי אחיד.

השערה שנייה מתייחסת לקשר בין מידת הציות להוראות לגודלו של הגוף המוסדי. העמידה בדרישות השקיפות היא בעיקרה הוצאה קבועה שאינה משתנה ביחס לגודלו של הגוף המוסדי, אלא לכל היותר משתנה בהתאם למספר החברות שבהן הוא משקיע. ככל שהגוף המוסדי גדול יותר, כך העלות של עמידה בדרישות הרגולציה נמוכה יותר ביחס לגודלו. לפיכך, השערת המחקר היא כי הנגישות למידע ורמת הציות של הגוף הנבדק יגדלו ככל שהגוף המוסדי גדול יותר. גודלו של הגוף המוסדי נקבע בהתאם להיקף הכספים המנוהלים על ידו.

מידת הציות של הגופים המוסדיים לחובת הדיווח נבחנה כאמור בהתייחס לחובה לדווח על תוצאות ההצבעה באספת בעלי מניות 7 ימים לאחר מועד האספה. גם בהקשר זה השערת המחקר היא כי רמת הציות בקרב גופים מוסדיים גדולים יותר תהיה גבוהה יותר.

## 2. בסיס הנתונים

לצורך המחקר אותרה רשימה של 115 גופים מוסדיים שמפורסמת באתר משרד האוצר – רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון.<sup>118</sup> מתוך רשימת הגופים שאותרו הושמטו 28 גופים שלא ניתן היה לאתר עבורם נתונים עקיבים. למשל, חברת "אליהו חברה לביטוח בע"מ" נמכרה לחברת "הראל",<sup>119</sup> דבר שגרר שינויים במידע הזמין באתר האינטרנט של החברה; או חברת "גלעד גמלאות לעובדים דתיים בע"מ", אשר אתר האינטרנט שלה לא היה פעיל במועד הבדיקה.<sup>120</sup> בסך הכול הקיף בסיס הנתונים 87 גופים מוסדיים שאתרי האינטרנט שלהם היו זמינים ונגישים. הבדיקה בוצעה בחודש מאי 2018.

<sup>116</sup> לטענה דומה ביחס למספר ההקשות הנדרש מהצרכן כדי להגיע לנציג אנושי במוקדי שירות טלפוניים ראו, למשל: מירב קריסטל "מלחמת התשה: דרך ארוכה לנציג שירות" **Ynet** (6.9.2014) [www.ynet.co.il/articles/0,7340,L-4568017,00.html](http://www.ynet.co.il/articles/0,7340,L-4568017,00.html). הטענה העיקרית בבדיקה היא שמערכות ניתוב השיחות "...מוכוונות לרוב להתשת הצרכן המתקשר. לעיתים קרובות נראה שמטרתן אחת היא: שלא תגיעו לנציג שירות או נציג טכני".

<sup>117</sup> מידע נדרש באתר אינטרנט, לעיל ה"ש 109, בעמ' 4, ס' 5.

<sup>118</sup> "פרטי אתרי גופים מוסדיים" [www.mof.gov.il/hon/Pages/Mosdi-contact.aspx](http://www.mof.gov.il/hon/Pages/Mosdi-contact.aspx).

<sup>119</sup> "אודות החברה" [www.eliahu.co.il/index433a.html?CategoryID=158](http://www.eliahu.co.il/index433a.html?CategoryID=158).

<sup>120</sup> קיים אתר אינטרנט, אולם באתר לא ניכרה כל פעילות או עדכון בחצי השנה האחרונה שקדמה למועד הבדיקה.

"גילעד – גמלאות לעובדים דתיים בע"מ" [www.gilad-pension.co.il/GiladPension](http://www.gilad-pension.co.il/GiladPension).

לנוכח ההנחה לפיה גודלו של הגוף מוסדי הוא משתנה בעל חשיבות ביחס ליכולתו לעמוד בחובות הדיווח, אותרו גם עשרת הגופים המחזיקים את הנתח הגדול בשוק ההון,<sup>121</sup> בהתאם לדו"ח הממונה על שוק ההון בשנת 2016.<sup>122</sup> ברשימה זו נכללו: מגדל, כלל, הראל, הפניקס, מנורה, פסגות, אלטשולר שחם, מיטב דש, הלמן אלדובי וילין לפידות (להלן: "הגופים הגדולים"). שאר הגופים יקראו לצורך הדיון "יתר הגופים".

בכל אחד מאתרי האינטרנט של הגופים בבסיס הנתונים נבחנו נגישות המידע, השימוש בחברת ייעוץ, אופן הדיווח, עצם העמידה בחובת הדיווח ומשך הזמן שחלף ממועד האספה ועד פרסום מידע על אופן ההצבעה.

בכל אחד מהגופים נספר מספר ה"הקלקות" שנדרשו לצורך הגעה למידע החל מעמוד הבית של האתר. לא הובאו בחשבון מספר ה"הקלקות" שנדרשו לצורך פתיחה או הורדה של הדיווח עצמו. כמו כן לא הובאו במניין ה"הקלקות" מצבים בהם הזזת העכבר מעל תפריט באתר מביאה לפתיחת תפריט נוסף. כדי לשמור על המאפיינים האובייקטיביים של הבדיקה, לא הובאו בחשבון מצבים בהם איתור תפריטי הגישה למידע דרש משך זמן ארוך במיוחד. טכניקה זו נועדה לנטרל את האפשרות שתירכש מיומנות באיתור המידע.

רמת הציות של הגופים המוסדיים למועד הדיווח על הצבעות נבדקה באופן הבא: מבין הגופים המוסדיים נלקח מדגם שכלל 30 גופים, תוך בחירה של גופים בעלי גודל שונה. הגופים נדגמו בשלושה מועדים שונים. בכל מועד נדגמו עשרה גופים מוסדיים, כאשר בכל דגימה נבחנו חמישה גופים מוסדיים שמשתייכים לעשרת גופים הגדולים וחמישה גופים מתוך יתר הגופים. נעיר כי דגימה זו אינה מתיימרת להיות מדגם מייצג של עמידה בחובת הדיווח על הצבעות, שכן מדי שנה נדרשים הגופים המוסדיים לדווח על אלפי הצבעות כאלה. הבדיקה שערכנו מתמקדת אפוא רק בקצה קצהו של מנגנון דיווח זה. עם זאת, בהתבסס על האקראיות של הגופים הנבדקים ונקודות הזמן השונות, ניתן לטעמנו להסיק מהבדיקה מסקנות זהירות באשר לציות של הגופים המוסדיים לדרישות הדין.

### 3. ממצאים

#### נגישות המידע על מדיניות ההצבעה

##### לוח 2.1 – נגישות מדיניות ההצבעה

שיעור מסך הגופים המוסדיים	מספר הגופים המוסדיים	מספר "הקלקות" שנדרשו לאיתור מדיניות ההצבעה
38%	29	1
29%	22	2
12%	9	3
11%	8	4

<sup>121</sup> בדו"ח הממונה לשנת 2016, לעיל הי"ש 18, קיימת הבחנה בין קופות גמל, קרנות פנסיה וביטוח חיים. רוב מוחלט של הגופים שנדגמו שנכללו במחקר הם קופות הגמל וקרנות פנסיה.

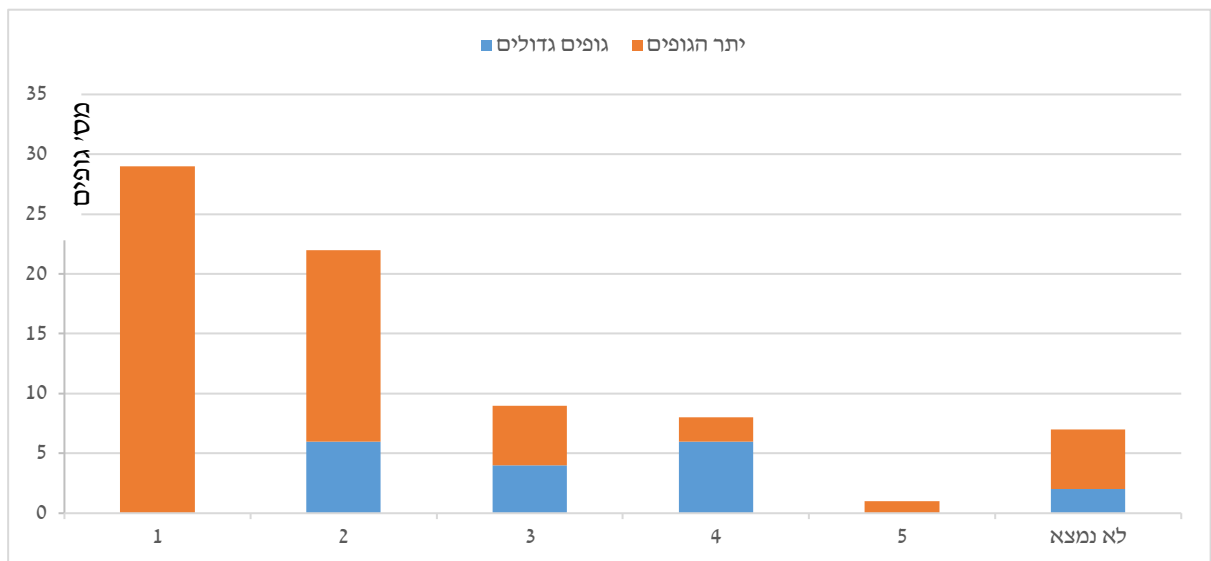
<sup>122</sup> שם, תרשים ב-26 בעמ' 33, תרשים ב-29 בעמ' 34.



1%	1	5
9%	7	לא אותר

הנתונים שעולים מלוח 2.1 מתייחסים למספר ה"הקלקות" שנדרשו כדי לאתר את מדיניות ההצבעה של הגופים המוסדיים בתוך אתרי האינטרנט שלהם. ברוב הגופים המוסדיים נדרש מספר "הקלקות" קטן יחסית. ב-38% מהמקרים נדרשה רק "הקלקה" אחת, וב-29% מהמקרים נדרשו שתי "הקלקות". נעיר כי מבין הגופים שבהם נדרשה הקלקה אחת בלבד, נמצאו שלושה גופים מוסדיים שמדיניות ההצבעה שהוצגה בהם לא הייתה מדיניות הצבעה מקורית, אלא מדיניות הצבעה של חברת הייעוץ לגופים מוסדיים. ב-9% מהגופים המוסדיים לא אותרה כלל מדיניות ההצבעה. טבלה זו אינה כוללת 11 גופים מוסדיים שבהם מנוהלים הכספים על ידי גוף מוסדי אחר, ולכן אתר האינטרנט של הגופים הללו מפנה למדיניות ההצבעה של הגוף המוסדי המפעיל.<sup>123</sup>

#### לוח 2.2 – השוואה בין הגופים הגדולים ליתר הגופים ביחס לנגישות מדיניות ההצבעה



הפער בין הגופים הגדולים ליתר הגופים מומחש בלוח 2.2. בגופים הגדולים נדרשו לרוב 3-4 "הקלקות" כדי לאתר את מדיניות ההצבעה. ביתר הגופים הייתה מדיניות ההצבעה נגישה יותר באופן יחסי והצריכה "הקלקה" אחת, ולכל היותר שתי "הקלקות", ברוב המקרים.

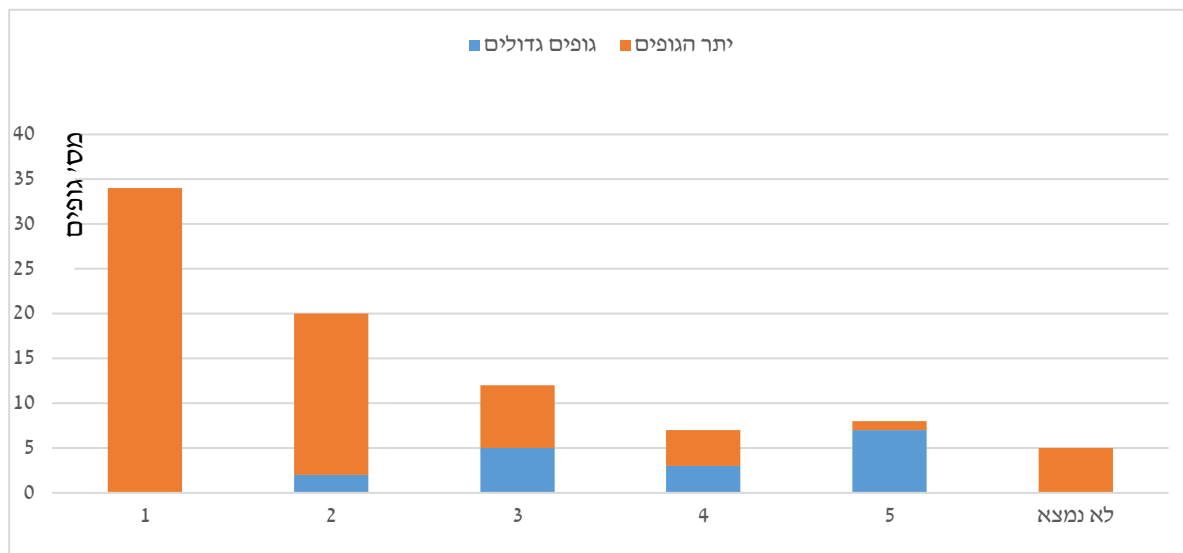
<sup>123</sup> למשל, ארגון עובדי צה"ל, אשר קופת הגמל שלו מנוהלת על ידי בית ההשקעות פסגות.

לוח 3.1 – נגישות הדיווח על אופן ההצבעה בפועל

שיעור מסך כל הגופים המוסדיים	סך הגופים המוסדיים	מספר "הקלקות"
39%	34	1
23%	20	2
14%	12	3
8%	7	4
9%	8	5
1%	1	אותר באמצעות שימוש באפשרות החיפוש באתר
6%	5	לא אותר דיווח על אופן הצבעה

לוח 3.1 מציג את מספר ה"הקלקות" שנדרשו כדי לאתר את הדיווח על אופן ההצבעה בפועל של הגופים המוסדיים באתרי האינטרנט. ברוב הגופים המוסדיים נדרש מספר קטן יחסית של "הקלקות", אחת עד שלוש. ב-39% מהמקרים נדרשה רק "הקלקה" אחת, ב-23% מהמקרים נדרשו שתי "הקלקות". לעומת זאת, ב-6% מהגופים המוסדיים לא אותר כלל דיווח על אופן ההצבעה בפועל, דבר המהווה הפרה של הוראות הדין.

לוח 3.2 השוואה בין הגופים הגדולים ליתר הגופים ביחס לנגישות הדיווח על אופן ההצבעה

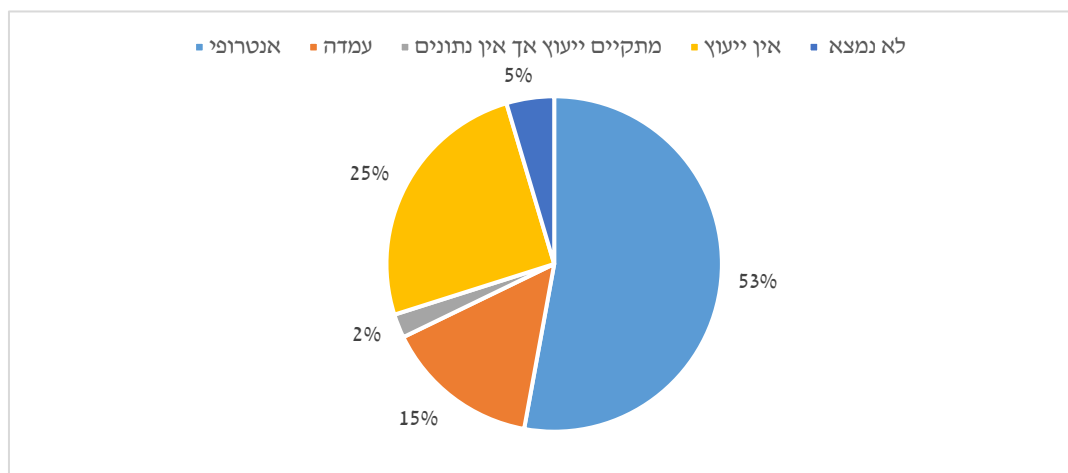


גם בסוגיה זו נמצא פער בין עשרת הגופים הגדולים ליתר הגופים. לוח 3.2 ממחיש כי בגופים הגדולים נדרשו 3 עד 5 "הקלקות" לאיתור המידע, ואילו ביתר הגופים נדרש מספר נמוך יותר של "הקלקות". לעומת זאת, כל המקרים בהם לא אותר דיווח על אופן ההצבעה כלל היו בגופים קטנים יחסית.

ככלל, בקרב הגופים הגדולים נדרשו 2–4 "הקלקות" כדי להגיע למדיניות ההצבעה, ואילו כדי להגיע לדיווח על אופן ההצבעה נדרשו 2–5 "הקלקות". דהיינו, הדיווח על אופן ההצבעה ממוקם במיקום עמוק יותר באתר האינטרנט בהשוואה לדיווח על מדיניות ההצבעה.

### הסתמכות על חברות ייעוץ

#### לוח 4



לוח 4 מציג את שיעור ההסתייעות בחברות ייעוץ להצבעות בקרב הגופים שנבדקו. 70% מהגופים המוסדיים בבסיס הנתונים דיווחו כי הסתייעו בשירותיה של חברת ייעוץ לפני ההצבעה, לעומת 25% מהגופים שלא התייעצו עם חברת ייעוץ. הגופים שאינם נעזרים בחברת ייעוץ חיצונית הם בית ההשקעות "פסגות" והגופים המוסדיים שמנוהלים על ידיו. בית ההשקעות "פסגות" מציין באתר האינטרנט שלו כי הוא דוגל בביצוע "ניתוח עצמאי, מקצועי, פנימי ובלתי תלוי המבוצע בפסגות" וכי הצבעותיו "אינן נסמכות על ניתוחים או עבודות של גורם חיצוני".<sup>124</sup> ממצא מעניין נוסף הוא כי יותר ממחצית (53%) מכלל כל הגופים שנעזרו בשירותי ייעוץ פנו לחברת הייעוץ "אנטרופי", ורק 15% התייעצו עם חברת הייעוץ "עמדה".

### הדיווח על הצבעות בפועל

אופן הדיווח על הצבעות נבחן בכמה פרמטרים.

ראשית כול, נבחן סוג הקובץ שבו נעשה שימוש לצורך הדיווח. קובץ מסוג PDF הוא קובץ שאינו מאפשר דלייה נוחה של הנתונים המופיעים בו ומקשה על ניתוח המידע. לעומת זאת, קובץ מסוג Excel מאפשר לנתח את הנתונים בצורה קלה ונגישה למשתמש הממוצע. הממצאים נבחנו ביחס לדיווחים על פני תקופה של 12 חודשים מחודש יוני עד חודש מאי 2018.<sup>125</sup>

כמו כן, ביחס להיקף המידע שנכלל בדיווחים על ההצבעות נבחנו הפרמטרים הבאים: ראשית, האם קיים דיווח לכל חודש ו/או לכל שנה בקובץ נפרד. שנית, דיווח מצטבר – האם קיים דיווח בקובץ

<sup>124</sup> "מדיניות ממשל תאגידי פסגות" סי' 3  
[www.psagot.co.il/heb/PensionSavings/GeneralInformation/Documents/2020ממשל20תאגידי.pdf](http://www.psagot.co.il/heb/PensionSavings/GeneralInformation/Documents/2020ממשל20תאגידי.pdf)  
<sup>125</sup> ישנם מקרים בהם סוג הקובץ השתנה במהלך השנים.

שכולל כמה שנים במצטבר.<sup>126</sup> שלישית, סטנדרטיזציה – האם קיימת סטנדרטיזציה בדיווחים הנגישים לאורך התקופה. לדוגמה: האם טווח החודשים בכל דיווח זהה, או משתנה, האם קיימת תבנית קבועה וכדומה.<sup>127</sup> רביעית, דיווח נפרד לכל הצבעה – האם כל הצבעה באספה כללית מתפרסמת בקובץ דיווח נפרד גם כאשר, למשל, מתקיימות כמה אספות כלליות בתאגידים שונים באותו יום. פרסום נפרד מקשה על היכולת להסיק על מגמה. חמישית, האם כאשר גוף מוסדי מפרסם דיווח נפרד לכל הצבעה, מתפרסם בנוסף קובץ מאחד מדי חודש.

## לוח 5

אקסל		PDF		סה"כ גופים מוסדיים		
שיעור	מספר גופים	שיעור	מספר גופים	שיעור	מספר גופים	
57%	4	43%	3	8%	7	פרסום חודשי
50%	9	50%	9	21%	18	פרסום שנתי
23%	7	77%	23	34%	30	פרסום מצטבר
8%	2	92%	23	29%	25	אין סטנדרטיזציה בטווח הזמן
0%	0	100%	1	1%	1	דיווח מדי הצבעה
100%	1	0%	0	1%	1	דיווח מדי הצבעה וגם אגרגציה חודשית
-	-	-	-	6%	5	לא נמצא
26%	23	68%	59	100%	87	סה"כ

הממצאים מפורטים בלוח 5. רוב (68%) הגופים המוסדיים מפרסמים את הדיווח על אופן הצבעתם באספות הכללית באמצעות קובץ PDF, לעומת כרבע (26%) מהגופים המוסדיים שמפרסמים את הדיווח בקובץ נגיש יותר לניתוח מסוג Excel. ב-6% מהגופים המוסדיים לא נמצא דיווח כלל.

אופן הדיווח השכיח ביותר (34%) הוא דיווח בהיקף מצטבר. לעומת זאת, 29% מהגופים המוסדיים מפרסמים את הדיווחים על אופן הצבעתם על פני טווחי זמן משתנים ולא סטנדרטיים. שוני זה עלול להקשות מאוד על היכולת להשוות את יישום מדיניות ההצבעה בין גופים מתחרים. עוד נמצא כי השימוש בקובץ מסוג PDF מאפיין במיוחד היקף דיווח מצטבר (77%) או לא סטנדרטי (92%).

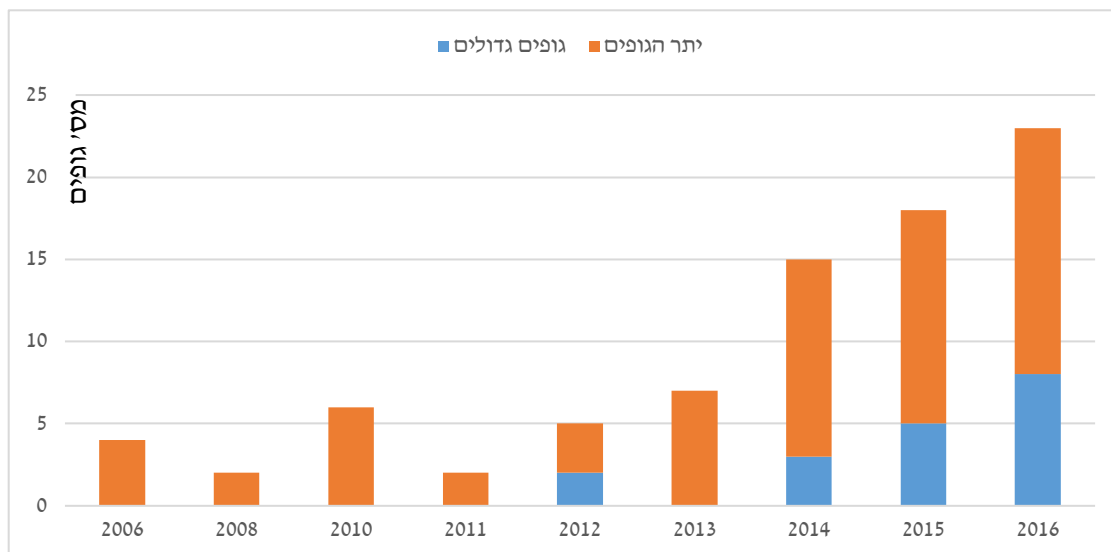
<sup>126</sup> לרוב הקבצים כוללים מאות עמודים, ובחלק מהמקרים אף מעל 500 עמודים לקובץ.  
<sup>127</sup> קיימים מקרים בהם ניתן למצוא כמה קבצים שונים שקיימת בהם חפיפה מבחינת תקופת הזמן.

כאשר מדובר בדיווח חודשי, רוב (57%) הגופים המוסדיים מפרסמים את הדיווח בקובץ מסוג Excel.

#### דיווחים היסטוריים: 128

הגופים המוסדיים נדרשים לפרסם את היסטוריית הצבעות על פני טווח זמן של 24 חודשים.<sup>129</sup> כל הגופים המוסדיים שנבדקו עמדו בחובה זו. בדקנו אפוא אם קיימת היסטוריית דיווחים ארוכה יותר, מעבר לרף המינימלי הנדרש.<sup>130</sup>

### לוח 6



מלוח 6 עולה כי רוב (64%) הגופים המוסדיים מפרסמים היסטוריית הצבעות לתקופה של עד ארבע שנים.<sup>131</sup> מספרם של הגופים המוסדיים המפרסמים נתוני הצבעות מהשנים שלפני 2014 פוחת בצורה משמעותית. עם זאת, בחלק מהגופים המוסדיים ניתן למצוא דיווח היסטורי גם עשר שנים לאחור. בהשוואה בין הגופים הגדולים ליתר הגופים נמצא כי היסטוריית הדיווחים מצומצמת יותר בגופים הגדולים לעומת יתר הגופים.

#### ציות ביחס למועד הדיווח

### לוח 7.1 – סך כל הגופים

עמידה במועד	אי-עמידה במועד	
5	5	<b>מדגם 1</b>
7	3	<b>מדגם 2</b>
6	4	<b>מדגם 3</b>
18	12	סה"כ

<sup>128</sup> הנתונים נבדקו ביום 30.5.18.

<sup>129</sup> מידע נדרש באתר אינטרנט, לעיל ה"ש 109, בעמ' 2, ס' 2(ה).

<sup>130</sup> אם גוף פלוני פרסם משנת 2006 עד 2010 ולאחר מכן המשיך לפרסם שוב משנת 2012 עד היום, התאריך הקובע הוא 2012 לאור קטיעת רצף הזמן.

<sup>131</sup> הובאו בחשבון הנתונים של פרסום הדיווחים עד לשנת 2014.

6	4	<u>סה"כ ממוצע</u>
60%	40%	<u>שיעור ממוצע סה"כ</u>

בחלק זה ביקשנו לבחון אם הגופים המוסדיים עומדים בחובה לדווח על אופן הצבעתם בתוך שבעה ימי עסקים ממועד קיום האספה שבה הצביעו. מלוח 7 עולה כי בבחינה מדגמית נמצא שיעור של 40% מהגופים המוסדיים שאינם עומדים בחובה הנדרשת לעומת 60% מהגופים המוסדיים שעומדים בחובת הדיווח בתוך שבעה ימי עסקים.

#### לוח 8 - השוואה בין הגופים הגדולים ליתר הגופים

יתר הגופים המוסדיים		גופים מוסדיים גדולים		
עמידה במועד	אי-עמידה במועד	עמידה במועד	אי-עמידה במועד	
2	3	3	2	<b>מדגם 1</b>
2	3	5	0	<b>מדגם 2</b>
3	2	3	2	<b>מדגם 3</b>
7	8	11	4	סה"כ
2.33	2.66	3.66	1.33	<u>סה"כ ממוצע</u>
47%	53%	73%	27%	<u>שיעור ממוצע סה"כ</u>

לוח 8 מציג את פערי הציות בין עשרת הגופים הגדולים בהשוואה ליתר הגופים. בקרב הגופים המוסדיים הגדולים, שיעור אי-העמידה בחובת הדיווח עומד על 27%, לעומת יתר הגופים המוסדיים שאצלם שיעור אי-העמידה בחובת הדיווח הוא כמעט כפול ועומד על 53%. שיעור הציות הגבוה יותר בקרב גופים מוסדיים עולה בקנה אחד עם ההשערה כי עלות הציות מחייבת מנגנון דיווח אשר גודלו קבוע, ולכן ככל שהגוף המוסדי גדול יותר, כך הופכת ההשקעה בציות לעלות קטנה יחסית מבחינה תפעולית, דבר המאפשר רמה גבוהה יותר של ציות בהשוואה לגוף מוסדי קטן יחסית, שעבורו עלות הציות גוזלת חלק יחסי גדול יותר מהכנסותיו.

#### **ז. דיון, מסקנות, המלצות**

הנחיות הרגולציה החלות על גופים מוסדיים קובעות כי "המידע המוצג באתר האינטרנט...ינוסח באופן פשוט ובהיר" – ותו לא.<sup>132</sup> הוראה עמומה זו מותירה שיקול דעת רחב באשר לאופן שבו יוצגו לחוסכים ולעמיתים הנתונים על אודות האופן שבו פועלים הגופים המוסדיים לטיוב הממשל התאגידי בחברות שבהן הושקעו כספי החוסכים. ממצאי המחקר שהוצגו מעידים כי היעדר סטנדרטיזציה של חובת הדיווח ואופן הדיווח וכן היעדרה של אכיפה אפקטיבית הופכים את המידע שהגופים מחויבים לפרסמו לציבור לקוחותיהם למידע שאינו נגיש דיו. יותר מכך, במצב הנוכחי לא ניתן להשיג באמצעות המידע את המטרות ששם לעצמו המחוקק לקדם – שקיפות, הגברת האמון בגופים המוסדיים, אפשרות להשוות את ביצועי הגופים כסוכני ממשל תאגידי יעיל וקידום התחרות בין הגופים המוסדיים.

<sup>132</sup> מדד השקיפות, לעיל ה"ש 112.

ככל שהמידע על אודות מדיניות ההצבעה ואופן הצבעת הגופים המוסדיים טמון "עמוק" יותר באתר האינטרנט של הגוף המוסדי וככל שהוא מוגש למבקשי המידע בפורמט קשה יותר לניתוח, כך פוחתות הנגישות והשקיפות של המידע ללקוחות. ודוק: עצם קיומו של המידע הנדרש באתר האינטרנט של הגופים המוסדיים אומנם עונה על חובת הציות של הגוף המוסדי לחובות הדיווח, אולם אין בכך כדי לממש את רמת השקיפות הראויה. בהקשר זה כתבו עורכי מדד הרשויות המקומיות כי "שקיפות אינה רק קיומו של המידע אלא קיימת חשיבות רבה להיותו של המידע נגיש וזמין... נדרש שהחיפוש של כל מידע יהיה קל ולא ידרוש 'הקלקות' רבות".<sup>133</sup> הדברים אמורים ביתר שאת במקרה שבו המידע נוגע לחסכוניותם ארוכי הטווח של כלל החוסכים לפנסיה בישראל.

נוסיף, כי גם אם ממצאי המחקר מעידים על פער קטן יחסית, לכאורה, במידת הנגישות למידע בין הגופים המוסדיים הגדולים ליתר הגופים, יש חשש כי בפועל פער זה גדול יותר. הגופים הגדולים מתאפיינים בפעילות עסקית מגוונת, ולכן אתרי האינטרנט שלהם עלולים להיות עמוסים במידע רב יותר. בהיעדר כל מגבלה חוקית על כמות המידע שרשאי גוף מוסדי לפרסם באתר האינטרנט שלו, יש חשש כי היקף המידע "יטביע" את החוסך המבקש לאתר מידע קונקרטי.<sup>134</sup>

ככל שמטרת השקיפות היא לעודד תחרות בין הגופים המוסדיים, אופן פרסומו של המידע אינו תורם לכך. הממצאים לפיהם 29% מהגופים המוסדיים מפרסמים את הדיווחים בטווחי זמן שאינם קבועים וכן כי שיעור הדיווח באמצעות קובץ PDF גדול, מעידים כי קיים קושי רב בהשוואת ביצועי הגופים המוסדיים בכל הנוגע לתפקידם כסוכני ממשל תאגידי יעיל.

לטעמנו, יש לקבוע תבנית דיווח סדורה וסטנדרטית אשר תחייב את הגופים המוסדיים. מומלץ כי דיווחי ההצבעות יציגו את אופן ההצבעה באספות בעלי המניות מתחילת השנה במצטבר וכי יתעדכנו מדי שבוע. בסוף השנה מומלץ לפרסם סיכום של הצבעות הגוף המוסדי באספות בעלי המניות לאותה שנה. מומלץ כי הדיווחים יהיו נגישים בתבנית של קובץ Excel. סטנדרטיזציה כזו תעניק לחוסכים ולעמיתים את האפשרות להשוות ו"להצביע ברגליים" לגוף המוסדי שמנהל את השקעותיו בצורה הטובה ביותר בעיניהם.

ממצאי המדגמים שנערכו מראים כי שיעור הציות של הגופים המוסדיים לחובה לפרסם במועד את הדיווח על אודות אופן הצבעתם הוא נמוך.<sup>135</sup> ראשית כול, ממצאים אלה מלמדים על היעדר אכיפה משמעותית של העמידה במועד חובת הדיווח. שנית, אי-הקפדה על הציות לחובת הדיווח במועד עלולה לעודד תרבות של חוסר ציות להוראות הרשות הרגולטורית האחראית על הגופים המוסדיים. בנוסף, אף אם אין נזק של ממש באיחור של יום, או של כמה ימים, בפרסום הדיווח על אודות הצבעה מסוימת, יש בפיגור אינדיקציה באשר ליחס של הגופים המוסדיים לעקרון השקיפות שאמור לחול עליהם.

נדרשת אכיפה משמעותית של חובת הדיווח, שאינה מתקיימת כיום. סעיף 43(א) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים מעניק סמכות לממונה על שוק ההון להטיל עיצומים כספיים על גופים מוסדיים שמפרים את הוראות התוספת הראשונה.<sup>136</sup> בחלק ב' לתוספת הראשונה נקבע שניתן להטיל עיצום כספי על גוף מוסדי שלא השתתף באספה הכללית וכן במקרה של הפרה של הוראות הדיווח על אופן

<sup>133</sup> שם, בעמ' 28.

<sup>134</sup> אמל ג'אברין דיני מסחר אלקטרוני צרכני, 517–519 (2015).

<sup>135</sup> קודקס הרגולציה, לעיל הי"ש 100, בעמ' 66, ס' 11(ב).

<sup>136</sup> ס' 43 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל).

ההשתתפות באספה.<sup>137</sup> בבדיקה שערכנו לא נמצא מידע על פעולות אכיפה ונקיטת סנקציות מצד רשות שוק ההון נגד גופים מוסדיים בגין הפרות ההוראות הקיימות. היעדר האכיפה אינו רק תוצאה של חוסר תשומת לב, אלא נובע גם מחוסר המודעות הציבורית לאי-הציות של הגופים המוסדיים. חובת הפעולה של הרשות במקרה זה חשובה במיוחד לנוכח אדישות הציבור. בקשת חופש המידע הוגשה על ידינו לרשות שוק ההון כדי לעמוד על מידת המעורבות של הציבור בפיקוח ובמעקב אחר הציות לחובות הדיווח ולהוראות רשות שוק ההון בנושא זה. רשות שוק ההון מסרה בתגובה כי "בשנה האחרונה הוגשה לרשות תלונה אחת בגין הפרת הוראות שנקבעו לעניין השתתפות באספות כלליות".<sup>138</sup>

הממצאים מעידים על מעמדה הדומיננטי של חברת הייעוץ "אנטרופי" בשוק הייעוץ לגופים המוסדיים בכל הקשור להצבעות באספות של בעלי מניות. שוק זה סובל אפוא מבעיה של תחרות נמוכה. עם זאת, לקיומה של חברת ייעוץ יש ערך מוסף עבור החוסכים והעמיתים המבקשים לבחון את הצבעת הגופים המוסדיים. הגופים המוסדיים הנעזרים בהמלצה של חברת הייעוץ מחויבים לציין עובדה זאת בדיווח לגבי הצבעתם וכן לציין אם סטו מהמלצות הגורם המייעץ.<sup>139</sup> מידע על אודות סטייה מהמלצת חברת הייעוץ מעניק מידע נוסף ומספק אפוא כלי בקרה נוסף בידי העמיתים לבחון את התנהלות הגופים המוסדיים.

אנו סבורים כי יש להרחיב את חובת הדיווח בהצבעות ולהורות כי במקרים שבהם השתמש גוף מוסדי בחוות דעת של חברת ייעוץ והחליט לסטות מהמלצתה, יפורטו הסיבות לסטייה במסגרת הדיווח לציבור. ככל שמתעורר חשש כי דיווח כזה יצנן את התמריץ של הגוף המוסדי לסטות מהמלצות של חברת הייעוץ אפשר לשקול פרסום של הנמקות באופן עתי, כגון מדי רבעון או פעם בחצי שנה. כיום מחייבות ההנחיות רק דיווח פנימי.<sup>140</sup> בנוסף, ככל שהחליט הגוף המוסדי לסטות ממדיניות הצבעתו שלו, גם במקרה כזה מומלץ לחייב את הגוף המוסדי לנמק את הסיבות להחלטה

<sup>137</sup> ס' 17 לחלק ב' לתוספת הראשונה בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל).

<sup>138</sup> ס' 4 למכתב תשובה לבקשת חופש מידע מטעם הרשות לשוק ההון.

<sup>139</sup> קודקס הרגולציה, לעיל ה"ש 100, בעמ' 66, ס' 11(ב)(2).

<sup>140</sup> שם, ס' 11(ב)(4). העדר חובת הנמקה נובע מהחשש כי חובת ההנמקה תצנן את התמריץ של גופים מוסדיים לסטות מהמלצה של חברת הייעוץ. בדו"ח של ארגון ה-OECD הובע חשש מנטייתם של גופים מוסדיים לקבל באופן גורף את המלצתה של חברת הייעוץ לחמוק מאחריות כלפי העמיתים ביחס לאופן ההצבעה. ראו OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages* 52 (2009), available at <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>.

אכן, חשש כי מניעים פסולים יגרמו לגוף מוסדי לסטות מהמלצת הצבעה של חברת הייעוץ הוא הוביל את הממונה לקבוע חובת הנמקה במקרים של סטייה מהמלצת חברת הייעוץ. ראו: משרד האוצר – אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון, חוזר גופים מוסדיים 2009-9-11 (21.6.09).

<http://mof.gov.il/hon/documents/%D7%94%D7%A1%D7%93%D7%A8%D7%94-4-mosdiym/memos/2009-9-11.pdf>

דא עקא, הוראה זו יוצרת תמריץ לאימוץ גורף של המלצת חברת הייעוץ כדי ליהנות מחזקה של הצבעה בהיעדר ניגוד עניינים ולחסוך את הטורח הכרוך בהנמקה. מחקר אמפירי מצא כי ברוב המקרים אימצו גופים מוסדיים הנעזרים בשירותיה של חברת ייעוץ את המלצת ההצבעה של חברת הייעוץ. ראו: דניס ורשבסקי וגיתית גור גרשגורן *הצבעות באסיפות כלליות של חברות: דפוסי ההצבעות של הגופים המוסדיים אל מול המלצות ייעוץ הפרוקסי* (2011).

[http://www.isa.gov.il/GeneralResearch/179/Documents/IsaFile\\_7991.pdf](http://www.isa.gov.il/GeneralResearch/179/Documents/IsaFile_7991.pdf). על רקע זה, בחודש יוני 2014 פרסמה הממונה על שוק ההון ביטוח וחיסכון חוזר חדש, שמבטל את החוזר מחודש יוני 2009, במטרה למנוע הסתמכות גורפת על המלצות חברת הייעוץ. משרד האוצר – אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל, חוזר גופים מוסדיים 2014-9-6 (10.6.14).

<http://mof.gov.il/hon/documents/%D7%94%D7%A1%D7%93%D7%A8%D7%94-4-mosdiym/memos/2014-9-6.pdf>

הושמטה ההוראה לפיה הצבעה בהתאם להמלצת חברת הייעוץ תוך הקפדה על תנאי הסף להתקשרות בין הגוף המוסדי לבין חברת הייעוץ יוצרת חזקה כי הגוף המוסדי עמד בחובת הנאמנות שלו כלפי העמיתים. כמו כן, דרישת ההנמקה הפומבית במקרה של סטייה מהמלצת חברת הייעוץ בוטלה. לטעמנו, התברר ששוק ההון, הנסיון שצברו הגופים המוסדיים והחוסך הפיננסי שלהם, לצד הנסיון שנצבר בתחום חברות הייעוץ, מצדיקים שינוי גישה זו או לכל הפחות בחינה מחודשת שלה. אנו מודים לדב סולומון על חידוד סוגיה זו.



זו. כיום מצאנו גוף מוסדי אחד בלבד המציין את הנימוקים לסטייה מהמלצת חברת הייעוץ שבה  
נועץ.<sup>141</sup>

בשלושה גופים מוסדיים מצאנו כי מדיניות ההצבעה שהגוף המוסדי מציג היא מדיניות של חברת  
הייעוץ שבה מסתייע אותו גוף מוסדי. מצב זה מעורר את השאלה אם אין מדובר בהאצלה אסורה  
של שיקול הדעת של הגוף המוסדי. סעיף 86 לחוק השקעות משותפות קובע את האיסור להאציל  
סמכויות או להעביר חובות שמוטלות על הגוף המוסדי לגורם אחר.<sup>142</sup> סעיף 86 קובע כחריג כי הגוף  
המוסדי רשאי להעסיק אדם (גורם) מבלי שהדבר ייחשב כהאצלת סמכויות או העברת חובות  
אסורה, אך אין בכך פתח לפטור את הגוף המוסדי מאחריות לקיום חובותיו תוך הפעלת שיקול דעת  
עצמאי. חריג זה מתיר לגופים המוסדיים להתייעץ עם חברות הייעוץ, ובכך להפחית עלויות  
בפעילותם למען החוסכים והעמיתים. חברת הייעוץ אמורה להיות גורם מסייע בלבד.

ועדת ההשקעות של הגוף המוסדי היא הגוף בעל הסמכות להתוות מדיניות הצבעה.<sup>143</sup> ניתן להעלות  
על הדעת מצב בו חברי הוועדה בחנו ומצאו כי מדיניות ההצבעה של חברת הייעוץ היא בדיוק זו  
התואמת את מדיניות ההצבעה הרצויה בעיניהם, ללא סייג. לטעמנו, מצב דברים כזה אמור להיות  
נדיר ביותר. במקרה כזה, אולי, אימוץ מדיניות ההצבעה של חברת הייעוץ לא יהיה פסול. אף על פי  
כן, זהו מצב בעייתי. ראשית כול, הסיכוי לקיומה של התאמה מוחלטת בין מדיניות ההצבעה של  
חברת הייעוץ לזו של גוף מוסדי נראה קלוש ביותר. שנית, קיים חשש כי אימוץ מדיניות הצבעה של  
חברת ייעוץ יקטין מאוד את התמריץ של ועדת ההשקעות להשקיע מאמץ בגיבוש החלטת הצבעה  
עצמאית. זאת, שעה שחברת הייעוץ מספקת המלצת הצבעה בהתאם למדיניות זהה לזו של הגוף  
המוסדי שאומצה ממילא על ידו. מציאות בה גוף מוסדי מאמץ ככתבה וכלשונה את מדיניות  
ההצבעה של חברת הייעוץ מחייבת לטעמנו התערבות של הרשות המפקחת על הגוף המוסדי וחיובו  
לגבש מדיניות עצמאית.

## ח. סיכום

הגופים המוסדיים הם שחקנים מרכזיים בשוקי ההון המודרניים. במשק הישראלי יש להם תפקיד  
מרכזי במיוחד בתיעול יעיל של מקורות הון לחברות ובקידום הממשל התאגידי היעיל בחברות  
הללו, לטובת החברות ולטובת יציבותן וצמיחתן של המשק הישראלי בכללותו. האופן שבו ממלאים  
הגופים המוסדיים את התפקיד המרכזי הזה נסמך, בין היתר, על הציפייה כי הגופים הללו יגבשו  
מדיניות הצבעה לגבי החלטות משמעותיות המובאות לאישור אספות בעלי מניות. התקווה היא כי  
מדיניות זו תשרת את האינטרסים ארוכי הטווח של משקיעי הקצה, וכן כי הגופים המוסדיים  
יוציאו לפועל את מדיניות ההצבעה הזו, הלכה למעשה. מחקרנו מציב סימן שאלה מעל האפשרות  
של ציבור החוסכים ושל שחקנים אחרים בשוק להעריך את מדיניות ההצבעה של הגופים המוסדיים  
ואת האופן שבו הם מוציאים אותה לפועל. מחקרנו מראה כי מידת הנגישות של מדיניות ההצבעה,  
ועוד יותר ממנה של נתוני ההצבעות בפועל, היא נמוכה. כפועל יוצא מכך, לא מתקיימת בין הגופים  
המוסדיים בשוק ההון הישראלי תחרות שיש בה כדי לתמרץ את גיבושן ויישומן המעשי של נורמות

<sup>141</sup> נמצא בחברת "ילין לפידות". ראו למשל: ילין לפידות **דיווח על השתתפות באסיפה כללית** (2018) - www.yl-

invest.co.il/\_Uploads/dbsAttachedFiles/sni290418.pdf.

<sup>142</sup> ס' 86 לחוק השקעות משותפות בנאמנות.

<sup>143</sup> קודקס הרגולציה, לעיל ה"ש 100, בעמ' 66, ס' 11(א)(1).

ממשל תאגידי אפקטיביות במישור הפעולה של הגופים המוסדיים כבעלי מניות. אנו קוראים אפוא בראש ובראשונה לגורמי הפיקוח על שוק ההון לחדד באמצעות כללים ברורים ואחידים את אופן הנגשת נתוני ההצבעות באספות בעלי המניות, וכן להגביר את האכיפה על חובת הדיווח של הגופים המוסדיים באשר לאופן הצבעתם באספות בעלי מניות.<sup>144</sup>

---

<sup>144</sup> ככל שהרגולטור הרלוונטי אינו מעוניין לשאת בעלויות אכיפה מסוג זה, ניתן לשקול את האפשרות לשינוי חקיקה שיעניק לציבור החוסכים זכות לתבוע את הגופים המוסדיים שלא יעמדו בחובת הדיווח כנדרש.