

חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים

דב סולומון* ואופיר ויצמן**

“וְלֹא יִחְשְׁבוּ אֶת הָאֲנָשִׁים אֲשֶׁר יִתְּנוּ אֶת הַכֶּסֶף עַל יָדָם לְתֵת לְעֹשֵׂי הַמְּלָאכָה, כִּי בְאֲמֵנָה הֵם עֹשִׂים.”¹

מהו המשטר המשפטי האופטימלי לאחריות הגופים המוסדיים כלפי החוסכים בכל הנוגע לניהול כושל של השקעות? המאמר קורא להחיל על נושאי משרה בגופים פנסיוניים את כלל “שיקול הדעת העסקי”, שמפחית את החשיפה לאחריות בשל הפרת חובת זהירות, משני טעמים: ראשית, ניהול מוצרים פנסיוניים כרוך בנטילת סיכונים עסקיים לצורך השגת תשואות עודפות על כספי החוסכים והבטחת גמלה נאותה בעת פרישתם ואף לאחריה. על מנת שלא לצנן את הנכונות ליטול סיכונים יעילים, יש להגן על שיקול הדעת העסקי של נושאי המשרה. שנית, מרחב הפעולה המוגבל של מנהלי ההשקעות, שמתוחם על ידי הרגולציה הפנסיונית היוצרת מסגרת מפורטת של כללים שנועדו, בין השאר, להבטיח כי הם נוהגים בזהירות בכספי החוסכים, אמור לשיטתנו לגרור הפחתה של החשיפה לאחריות משפטית. כל עוד הם פועלים בגדרי הרגולציה הפנסיונית, בהיעדר ניגוד עניינים, בתום לב ובאופן מיודע, החלטות ההשקעה שלהם נהנות מחזקת תקינות. בנסיבות אלה, על בית המשפט לרכך את עוצמת הביקורת השיפוטית, להגבילה לבחינה פרוצדורלית של נאותות הליך קבלת ההחלטה ולהימנע מבחינה מהותית של תוכנה.

א. מבוא. ב. הגופים המוסדיים בישראל. ג. בעיית הנציג. ד. חובות אמונים וחובות זהירות; 1. חובות אמונים וחובות זהירות בדיני החברות; 2. חובות אמונים וחובות זהירות בגופים מוסדיים. ה. סטנדרט הביקורת השיפוטית; 1. ביקורת שיפוטית בדיני החברות; 2. שיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים. ו. סיכום.

* מרצה בכיר לדיני תאגידיים, ראש החטיבה למשפט מסחרי וראש התוכנית לתואר שני במשפטים, המרכז האקדמי למשפט ולעסקים ברמת גן.

** יועץ פנסיוני, בעל תואר בוגר בכלכלה ובמשפטים ותואר מוסמך במנהל עסקים. המחברים מודים על הערות מועילות למשתתפי הסדנה למשפט מסחרי במרכז האקדמי למשפט ולעסקים.

1 מלכים ב, יב 16.

א. מבוא

הגופים המוסדיים – חברות ביטוח, חברות המנהלות קופות גמל, קרנות פנסיה וקרנות השתלמות וחברות המנהלות קרנות נאמנות – ממלאים תפקיד מרכזי בשוקי ההון המפותחים בעולם. חשיבות הגופים המוסדיים נובעת הן מהיותם מנהלים של כספי ציבור בהיקף עצום והן בשל העובדה כי גופים אלה מרכזים את עיקר הפעילות בשוקי ההון.² על גופים מוסדיים ועל אלה הפועלים מטעמם מוטלות חובות התנהגות שונות כלפי החוסכים. עיקרן הוא חובת האמונים, דהיינו איסור להעדיף כל עניין ושיקול על פני טובת החוסכים, והחובה לפעול בזהירות ובמיזמנות ולנקוט צעדים סבירים לשם שמירה על נכסי החוסכים.³ מפתיע אם כן שעל אף מרכזיותם של הגופים המוסדיים, שבידיהם מפקיד הציבור את עיקר נכסיו, טיבן של החובות החלות עליהם והיקף אחריותם טרם זכו לדיון מחקרי הולם.⁴ לאחרונה הגיעה סוגיה זו לפתחו של בית המשפט העליון, אשר הדגיש כי מדובר "בסוגיה נכבדת שביום מן הימים נדרש יהיה לצקת בה תוכן".⁵ מאמר זה בא למלא את החסר ולבחון מהו המשטר המשפטי האופטימלי לאחריות הגופים המוסדיים כלפי החוסכים באמצעותם ככל הנוגע לניהול כושל של השקעות.

לדעתנו, יש להחיל על נושאי משרה בגופים פנסיוניים את כלל "שיקול הדעת העסקי", שמפחית במידה משמעותית את החשיפה לאחריות בשל הפרת חובת זהירות,⁶ משני טעמים: ראשית, בדומה לנושאי משרה בכל חברה, גם פעילותם של נושאי משרה בחברה המנהלת מוצרים פנסיוניים כרוכה בנטילת סיכונים עסקיים, וזאת לצורך השגת תשואות עודפות על כספי החוסכים והבטחת גמלה נאותה לעת פרישתם ואף לאחריה. על מנת שלא לצנן את הנכונות ליטול סיכונים יעילים, יש להגן על שיקול הדעת העסקי של נושאי המשרה. שנית, מרחב הפעולה המוגבל של נושאי משרה בגופים מוסדיים, שמתוחם ומגודר היטב על ידי הרגולציה הפנסיונית היוצרת מסגרת מפורטת של כללים שנועדו, בין השאר, להבטיח כי הם

- 2 החל מראשית המילניום הנוכחי הגופים המוסדיים מפנים חלק משמעותי מכספי הציבור בישראל לשוק ההון. תהליך זה הושפע הן מהשינוי שנעשה בשנים 2001–2002 בכללי ההשקעה של חלק מהגופים המוסדיים, שבמסגרתו הוסרו רוב המגבלות הכמותיות שהוטלו על השקעה במניות ובאיגרות חוב קונצרניות, והן מהרפורמה בשנת 2003 שצמצמה את המעורבות הממשלתית בחיסכון הפנסיוני על ידי הפחתת הדרגתית בשיעור ההשקעה של קרנות הפנסיה באיגרות חוב מיועדות וניתוב יתרת ההשקעה לשוק ההון. ראו משרד האוצר דו"ח הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל 41–42 (2008).
- 3 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה–2005 (להלן: חוק הגמל); ס' 75 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד–1994 (להלן: חוק קרנות הנאמנות).
- 4 ראו אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים" משפטים מ' 309, 324–325 (2011) (להלן: חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל").
- 5 ע"א 6187/15 פסגות קופות גמל ופנסיה בע"מ במעמדה כנאמן לעמיתי "קרן הפנסיה של הסתדרות העובדים הלאומית בע"מ" נ' צולר, פס' 34 ו-42 לפסק דינה של השופטת ברוך (פורסם בנבו, 28.5.2018).
- 6 ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ, פס' 67–90 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 28.12.2016).

חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים

נוהגים בזהירות בכספי החוסכים,⁷ אמור לשיטתנו לגרור הפחתה של החשיפה לאחריות משפטית. כל עוד הם פועלים בגדרי הרגולציה הפנסיונית, בהיעדר ניגוד עניינים, בתום לב ובאופן מידע, החלטות ההשקעה שלהם נהנות מחזקת תקינות. בנסיבות אלה, על בית המשפט לרכך את עוצמת הביקורת השיפוטית, להגבילה לבחינה פרוצדורלית של נאותות הליך קבלת ההחלטה ולהימנע מבחינה מהותית של תוכנה.

מבנה המאמר הוא כדלקמן: לאחר מבוא קצר זה נעמוד, בפרק ב, על מקומם המרכזי של הגופים המוסדיים בישראל ועל המסגרת המשפטית לפעילותם. בפרק ג נתאר את המישורים השונים של בעיית הנציג, ננתח את בעיית הנציג שמאפיינת את מערכת היחסים שבין גופים מוסדיים לבין החוסכים באמצעותם ונצביע על קונפליקטים שנוצרים בין טובת הגוף המוסדי לזו של החוסכים. בפרק ד נדון בחובות האמונים והזהירות שנועדו לתת מענה לבעיית הנציג, הן אלה המוטלות על כל נושא משרה בחברה והן אלה שחלות באופן ספציפי על גופים מוסדיים ועל הפועלים מטעמם. בפרק ה נסקור את הסטנדרטים השונים של ביקורת שיפוטית על פעילותם של נושאי משרה בחברה ונברר מהו הסטנדרט הראוי שבו תיבחנה החלטות השקעה של נושאי משרה המנהלים מוצרים פנסיוניים. פרק ו יסכם בקצרה את הדיון.

ב. הגופים המוסדיים בישראל

הגופים המוסדיים בישראל מנהלים כספי ציבור בהיקף עצום. היקף תיק הנכסים של הגופים המוסדיים גדל בשני העשורים האחרונים בשיעור ניכר עקב רפורמות כלכליות משמעותיות שניתבו אליהם את כספי הציבור.⁸ יישום ההמלצות של ועדת בכר במסגרת החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה–2005 הביא להסטת קרנות הנאמנות וקופות הגמל של הציבור מהמערכת הבנקאית לידי הגופים המוסדיים.⁹ יתרה מזו, הרפורמה של פנסיית החובה, משנת 2008, הגבירה את קצב זרימת הכספים לגופים המוסדיים.¹⁰ כפועל יוצא מרפורמות אלה, שיעור הנכסים של הגופים המוסדיים בתיק הנכסים של הציבור בישראל עלה מ-31% בשנת 2000 ל-43% בשנת 2018.¹¹

7 רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון "קודקס הרגולציה" (26.8.2020) www.gov.il/he/departments/guides/information-entities-codex (להלן: קודקס הרגולציה).

8 לצורך השוואה, בשנת 2000 עמדו סך הנכסים בקרנות פנסיה, קופות גמל וביטוחי חיים על כ-340 מיליארד ש"ח. ראו אנף שוק ההון במשרד האוצר דוח שנתי 2000 פרק א, לוח א-2 (2001). זאת, לעומת כ-1.6 טריליון ש"ח בשנת 2018. ראו רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון דוח שנתי 2018 פרק ב, לוח ב-2 (2019) (להלן: דו"ח שנתי 2018). לתיאור צמיחתם של הגופים המוסדיים בישראל, ראו בכרך זה: עידו באום ועדי ארן "מה עשה הכסף שלנו היום?" (חוסר) שקיפות בהצבעות הגופים המוסדיים באספות כלליות של בעלי מניות" המשפט כו 111 פרק ב (2020).

9 משרד האוצר דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון (2004) <https://bit.ly/2IqK7mB> (להלן: דו"ח ועדת בכר).

10 צו הרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק לפי חוק הסכמים קיבוציים, התשי"ז-1957, י"פ 1736.

11 בנק ישראל דין וחשבון 2018 104 (2019) (להלן: דו"ח בנק ישראל).

מגמת העלייה בהיקף הנכסים הפיננסיים שמונהלים על ידי הגופים המוסדיים מאפיינת גם את רוב המדינות החברות בארגון לשיתוף פעולה ולפיתוח כלכלי (OECD).¹² בקרב הגופים המוסדיים בישראל פועלות חמש קבוצות פיננסיות עיקריות: מגדל, כלל, הראל, מנורה מבטחים והפניקס.¹³ הן מחזיקות מגוון חברות הפועלות בשוק ההון: חברות ביטוח, חברות המנהלות קופות גמל, קרנות פנסיה וקרנות השתלמות וחברות המנהלות קרנות נאמנות.

הגדרת "גוף מוסדי" בחקיקה הישראלית משתנה בין החוקים הפיננסיים השונים.¹⁴ אנו בחרנו לילך בדרכו של חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, אשר כורך בהגדרת "גוף מוסדי" הן חברות ביטוח וחברות המנהלות קופות תגמולים למיניהן (להלן: גופים פנסיוניים) והן חברות המנהלות קרנות נאמנות (להלן: קרנות נאמנות).¹⁵ שתי סיבות לכך. האחת, כל הגופים האלה עוסקים בניהול חסכונות הציבור, שברובו אינו מיומן בביצוע השקעות בשוק ההון ולכן הוא סומך את ידיו על גופים אלה. מטרת הגופים הפנסיוניים היא להבטיח את כלכלת החוסכים לעת זקנה, ואילו קרנות הנאמנות נועדו להשקעת ההכנסה הפנויה.¹⁶ השנייה, הן בגופים הפנסיוניים והן בקרנות הנאמנות חלות חובות אמונים וחובות זהירות בשני מישורים: ראשית, חובות של נושאי משרה בחברה מכוח חוק החברות, התשנ"ט–1999;¹⁷ שנית, חובות כלפי החוסכים שמוטלות על גופים מוסדיים ועל אלה הפועלים מטעמם, בין אם הם נושאי משרה בגוף המוסדי ובין אם הם עובדיו המשווקים את המוצרים הפנסיוניים או הפיננסיים ללקוחות הקצה ומעניקים להם שירות.¹⁸

- 12 ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, INSTITUTIONAL INVESTORS' ASSETS – ANNUAL AND QUARTERLY (2014), https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=7IA_A_Q (טבלאות עם נתונים על נכסי הגופים המוסדיים בשנים 2008–2013 בכל אחת ממדינות ה-OECD).
- 13 דו"ח שנתי 2018, לעיל ה"ש 8, פרק ב, תרשים ב-4.
- 14 ראו למשל ס' 1 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א–1981 (להלן: חוק הביטוח) המגדיר "גוף מוסדי" כמבטח וחברה מנהלת של מוצרים פנסיוניים לעומת ס' 17 לחוק המשכון, התשכ"ז–1967, שכולל בהגדרת "גוף מוסדי" גם בנק, חבר בורסה וגופים נוספים.
- 15 ראו הגדרת "גוף מוסדי" בס' 1 לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות, ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה–1995 (להלן: חוק הסדרת הייעוץ), הכוללת "חברה מנהלת, מנהל קרן ומבטח".
- 16 יצוין כי החלוקה האמורה בין הגופים הפנסיוניים לקרנות הנאמנות אינה דיכוטומית. בשנים האחרונות הציבור הפקיד כספים בפוליסות חיסכון, בקופות גמל להשקעה ובקופות גמל בהתאם להטבות המס של החוק לתיקון פקודת מס הכנסה (מס' 190 והוראת שעה), התשע"ב–2012, ה"ח 661. מוצרים אלה מאפשרים השקעה של הכנסה פנויה ומהווים למעשה מוצרים תחליפיים לקרנות הנאמנות. מאידך, גופים פנסיוניים רבים עושים שימוש בקרנות נאמנות כחלק מהשקעותיהם, כך שלעיתים קרנות הנאמנות משרתות את החיסכון לעת זקנה.
- 17 חובת אמונים לפי ס' 254 לחוק החברות, התשנ"ט–1999; חובת זהירות לפי ס' 252 לחוק החברות.
- 18 ס' 3(ב) לחוק הגמל המחייב את העוסקים בניהול נכסי קופת הגמל לפעול באמונה ובשקידה; ס' 75(א) לחוק קרנות הנאמנות המחייב את מנהל קרן הנאמנות והנאמן לפעול בזהירות, באמונה ובשקידה; ס' 15(א) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ייעוץ, שיווק ומערכת סליקה

חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים

פעילותם ומעמדם של גופים פנסיוניים, מוצרים פנסיוניים וכן מקצועות הייעוץ והשיווק הוסדרו בחקיקה לאחר פרסום המלצות ועדת בכר בדבר הצורך בשינוי מבני בשוק ההון.¹⁹ חוק הגמל הגדיר בצורה ברורה את אופן פעילותם וניהולם של מוצרים פנסיוניים. הוא חל על חברות המנהלות קופות גמל, כמו קופות גמל לחיסכון, קרנות פנסיה וקרנות השתלמות (להלן: קופות גמל), ובהיבטים מסוימים גם על חברות ביטוח המנהלות קופות ביטוח, הידועות יותר בכינוי הפופולרי "ביטוחי מנהלים".²⁰ ודוק, בניגוד לקופות הגמל עצמן, שלהן תכליות סוציאליות,²¹ החברות המנהלות אותן וחברות הביטוח הן חברות למטרות רווח.²² נציין בקצרה את הדברים שנקבעו בחוק הגמל שרלוונטיים לענייננו: החברות המנהלות תנהלנה קופות גמל בהתאם לרישיון שניתן להן על ידי רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון (להלן: רשות שוק ההון) ועל פי תקנון שיחול באופן שווה על כלל העמיתים;²³ בתמורה לניהול נכסי העמיתים, החברה המנהלת זכאית לגבות דמי ניהול וכן הוצאות בשל ביצוע עסקאות ועלויות ביטוח;²⁴ והשקעות נכסי העמיתים תיעשנה בהתאם לכללי ההשקעות שנקבעו בתקנות, כאשר נכסי המוצרים הפנסיוניים מוחזקים בנפרד מנכסי החברה המנהלת.²⁵ נוסף על כך נקבעו

פנסיוניים), התשס"ה–2005 (להלן: חוק הייעוץ הפנסיוני) המחייב את בעל הרישיון הפנסיוני לפעול באמונה ובשקיפה, ובדומה לו ס' 11(א) לחוק הסדרת הייעוץ.

19 דרו"ח ועדת בכר, לעיל ה"ש 9, בעמ' 41–51.

20 ביטוח מנהלים הוא שם כללי לפוליסות ביטוח הכוללות מרכיב חיסכון לגיל פרישה ומרכיב ביטוחי. בעבר המרכיב הביטוחי היה אינהרנטי, אך הוא הפך להיות אופציונלי בפוליסות שהופקו החל משנת 2004. ביטוחי המנהלים אומנם אינם מתנהלים באמצעות חברה מנהלת, אולם בשל היות קופת הביטוח מוצר פנסיוני, ס' 56 לחוק הגמל מחיל עליה רבים מן הכללים התקפים לניהול קופות גמל. יתר הוראות החוק המתייחסות לביטוח מצויות בחוק הביטוח.

21 יש לציין כי תכליתה הסוציאלית של קרן ההשתלמות פחות מובהקת מזו של קופות הגמל האחרות שמנינו לעיל. במקור היא נועדה למימון השתלמות מקצועית לאחר צבירת ותק של שלוש שנים בעבודה, אך למעשה היא משמשת ככלי לחיסכון הוגי המורכב מהפקדות המעסיק והעובד, הכולל הטבות מס וניתן לפדיון לאחר שש שנים. ראו ס' 9(א16)(א) לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש]. עם זאת, עובדים רבים אינם פודים את קרנות ההשתלמות שלהם בתום שש שנות ותק, ואלה מהוות נדבך הוגי משלים לחיסכון לעת זקנה.

22 המוצרים הפנסיוניים מתחלקים למוצרים הפועלים תחת תקנון – דוגמת קופות גמל לחיסכון, קרנות פנסיה וקרנות השתלמות ומוצרים הפועלים תחת חוזה התקשרות בין המבוטח לחברת הביטוח – דוגמת ביטוחי מנהלים וביטוחי אובדן כושר עבודה וחיים הנמכרים אגב ביטוחי המנהלים. על המוצרים בקבוצה הראשונה להתנהל בהתאם לתקנון החל עליהם ולתכלית האמורה בו, אולם ניהול המוצר נעשה באמצעות חברה מנהלת, שהיא חברה שמטרתה להשיא רווחיה באמצעות דמי הניהול (למעט חברות מנהלות של קופות גמל ענפיות, כהגדרתן בחוק הגמל, שגוברת את דמי הניהול בהתאם להוצאותיהן), כפי שיפורט להלן.

23 ס' 2 לחוק הגמל.

24 ס' 32 לחוק הגמל.

25 כללי ההשקעה היו מוסדרים בעבר באמצעות תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד–1964 (להלן: תקנות מס הכנסה), וכיום הם מוסדרים באמצעות תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), התשע"ב–2012 (להלן: תקנות ההשקעה) וכן באמצעות חוזרים של רשות שוק ההון.

בתקנות אופני ניווד הכספים בין המוצרים הפנסיוניים השונים ובין החברות המנהלות בכדי להגביר את התחרות בענף.²⁶

פעילותן של קרנות הנאמנות בישראל מוסדרת באמצעות חוק קרנות הנאמנות. ההשקעה המשותפת נעשית באמצעות יחידות השקעה שוות ערך שהציבור רוכש ממנהל קרן הנאמנות. כל קרן נאמנות פועלת באמצעות שתי חברות: חברה מנהלת, שאחראית על ניהול ההשקעות של קרן הנאמנות, הוצאת התשקיף והנפקת היחידות לציבור, וחברה שאינה קשורה לה שאושרה על ידי רשות ניירות ערך כנאמן, ולה מוקנים נכסי קרן הנאמנות.²⁷

ג. בעיית הנציג

הורתן ולירתן של חובות האמונים וחובות הזהירות, שבהן נדון בפרק הבא של המאמר, בבעיה המפורסמת שמכונה "בעיית הנציג" או "בעיית הסוכן".²⁸ בעיה זו מתעוררת כל אימת שפרט אחד (הנציג) מנהל את ענייניו של פרט אחר (המיוצג) באופן שהתוצאות של פעולות הנציג משפיעות על רכושו של המיוצג. היא מתאפיינת בפער מידע בין הנציג לבין המיוצג ובניגוד עניינים מובנה ביניהם, המעוררים את החשש שהנציג לא ינהג ברכושו של המיוצג כפי שהיה נוהג ברכושו שלו. ההתמודדות המקובלת עם פער המידע היא על ידי שימוש באמצעי פיקוח על הנציג, ואילו ההתמודדות עם ניגוד העניינים היא באמצעות מנגנוני תמרוץ, שתכליתם לגרום לנציג לזהות את האינטרס שלו עם האינטרס של המיוצג.²⁹

בעיית הנציג מצויה אומנם בתחומים רבים, אך בשל מבנה התאגיד המודרני היא מופיעה במלוא כוחה בדיני החברות. מקובל לתאר שלושה מישורים שבהם בעיית הנציג בחברה צפה ועולה: בין בעלי המניות לבין מנהלי החברה; בין בעלי מניות הרוב לבין המיעוט; ובין בעלי מניות החברה לבין נושיה.³⁰ במישור הראשון מקנים בעלי המניות כוח למנהלים לנהל את ענייני החברה, תוך שהם מוותרים על ניהולה ועל האינפורמציה העסקית שהייתה בידם לו ניהלו את החברה בעצמם. במצב זה קיים בידו של המנהל כוח רב, והוא עלול לעשות בו שימוש כדי לפגוע בבעלי המניות בשני אופנים. הראשון, לנצל את משאבי החברה לטובתו

26 תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (העברת כספים בין קופות גמל), התשס"ח-2008 (להלן: תקנות הניוד).

27 ס' 4 לחוק קרנות הנאמנות.

28 העבודה החלוצית בנושא בעיית הנציג היא: Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).

29 זוהר גושן "בעיית-הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקצ'יה – חיבורי משפט 239, 243 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ'יה ומרדכי א' ראבילו עורכים, 1996).

30 John Armour et al., *Agency Problems and Legal Strategies*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW – A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 35 (Reinier Kraakman et al. eds., 2nd ed. 2009); גושן, לעיל ה"ש 29.

חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים

האישית.³¹ השני, להתרשל בתפקידו, וכתוצאה מכך ייפגע שווי החברה.³² בעיית נציג זו, שקיימת בכל חברה, מאפיינת גם את מערכת היחסים שבין בעלי המניות בגוף מוסדי לנושאי המשרה בו.

אולם גופים מוסדיים מאופיינים בבעיית נציג נוספת, המתקיימת במערכת היחסים שבינם לבין מי שמפקידים את כספם בידיהם.³³ בעיות הנציג לא זו בלבד שלא פסחו על נושאי משרה בגופים מוסדיים, אלא התעצמו בכך שהמתח הטבוע בנציג אינו רק בינו לבין בעלי המניות, כפי שמתקיים בכל חברה, אלא גם, אולי בעיקר, בינו לבין החוסכים. ניגודי עניינים של גופים מוסדיים עשויים להימצא בשני מישורים שונים.³⁴ הראשון, ניגוד עניינים בין האינטרס של הגוף המוסדי חב-האמון לאינטרס של החוסכים (Duty-Interest Conflict). ניגוד עניינים זה הוא ביטוי קלסי לבעיית הנציג, ובו נעסוק בהרחבה להלן. השני, ניגוד עניינים בין טובתם של הנהלים שונים, שלהם חב הגוף המוסדי חובות אמון (Duty-Duty Conflict), ובו נדון לקראת סוף פרק זה.

הנציג מקבל תגמול מהגוף המוסדי, שמעוניין להשיא את רווחיו, ואילו החוסכים מעוניינים להשיא את שווי השקעותיהם או זכויותיהם. לעיתים יהיו האינטרסים של הגוף המוסדי והחוסכים משותפים. לדוגמה, אם דמי הניהול שמקבל הגוף המוסדי נגזרים מהיקף הנכסים של החוסכים, הרווחים שיניבו ההשקעות עבור החוסכים יגדילו את היקף הנכסים, וכפועל יוצא מכך גם ההכנסה של הגוף המוסדי תגדל. לעומת זאת, הפסדים על ההשקעות יקטינו את היקף הנכסים של החוסכים, וכתוצאה מכך גם הכנסתו של הגוף המוסדי תקטן. אולם לעיתים יהיו האינטרסים של הגוף המוסדי והחוסכים מנוגדים. לדוגמה, כשבניגוד לציפייה של החוסכים כי שיקולי ההשקעה יביאו בחשבון את טובתם בלבד, הגוף המוסדי מבצע השקעה בגוף שאומנם אינו קשור אליו, אך ההשקעה נעשית כחלק ממארג עסקי וענייניו של בעל השליטה בגוף המוסדי. יתרה מזו, ניגודי עניינים עלולים להטות את הצבעתם של גופים מוסדיים באספות של החברות שהם משקיעים בהן.³⁵ החשש הוא שאופן ההצבעה לא ייקבע על פי השיקול של טובת החוסכים כמשקיעים בחברות הציבוריות באמצעות הגוף המוסדי, אלא יושפע מאינטרסים אחרים של הגוף המוסדי או בעל השליטה בו.³⁶

חשוב לציין שאף מנגנון דמי הניהול, שלכאורה אמור ליצור זהות אינטרסים בין הגוף המוסדי לחוסכים, עלול להוביל לניגודי עניינים. כדי להמחיש זאת, נציג בקצרה את מבנה

31 התנהגות זו נחשבת להפרת חובת האמונים של נושא משרה בחברה. ראו דיון להלן בפרק ד.1.
32 התנהגות זו נחשבת להפרת חובת הזהירות של נושא משרה בחברה. ראו דיון להלן בפרק ד.1.
33 Edward B. Rock, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, 79 GEO. L.J. 445, 469–478 (1991); Paul G. Mahoney, *Manager-Investor Conflict in Mutual Funds*, 18 J. ECON. PERSP. 161 (2004).
34 עמיר ליכט דיני אמונות – חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי 53–54 (2013).
35 דב סולומון "אקטיביזם מוסדי" שוק, משפט ופוליטיקה: על אחריות חברתית של תאגידיים 113, 127–125 (עופר סיטבון ורונית דוניץ-קידר עורכים, 2017).
36 Gerald F. Davis & E. Han Kim, *Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds*, 85 J. FIN. ECON. 552 (2007) (מציגים ממצאים אמפיריים המבססים את החשש להטיית ההצבעה של גופים מוסדיים כאשר קיימים קשרים עסקיים בינם לבין התאגידיים שהם משקיעים בהם).

הרווחיות הקיים ברוב הגופים המוסדיים. רווחי הגופים המוסדיים מבוססים על הכנסות מדמי ניהול שמשולמים להם על ידי החוסכים, בניכוי הוצאות. דמי הניהול במוצרים פנסיוניים ובקרנות נאמנות מורכבים מדמי ניהול שנתיים הנגבים מדי חודש באופן יחסי מתיק הנכסים הצבורים, וברוב המוצרים הפנסיוניים גם מדמי ניהול הנגבים מההפקדה החודשית השוטפת של החוסכים. גידול בהכנסות מדמי הניהול במוצרים פנסיוניים יגיע אפוא בעיקר מניוד חסכונות של עמיתים אל הגוף המוסדי, גיוס עמיתים פעילים חדשים, גידול בשכרם של העמיתים הקיימים, גידול אקסוגני בשיעור ההפקדות³⁷ ועלייה בשיעורי דמי הניהול הנגבים מהעמיתים.³⁸ בקרנות נאמנות, שבהן דמי הניהול משתנים בין קרן נאמנות אחת לשנייה, אך קבועים ביחס למשקיעים באותה הקרן, גידול בדמי הניהול יבוא בעיקר מגיוס משקיעים חדשים וגידול בסכום הכסף המושקע על ידי משקיעים קיימים. כנגד ההכנסות מדמי הניהול קיימות הוצאות שונות: הוצאות תפעול של הגוף המוסדי, הוצאות לניהול ההשקעות, שכר ועמלות למשווקים ועוד.

המבנה המתואר של דמי הניהול מחליש את התמריץ של הגוף המוסדי להשקיע משאבים נאותים לצורך השאת התשואות של החוסכים. אומנם חלק מדמי הניהול נגבים כשיעור מסוים מתיק הנכסים הצבורים, ולכן עלייה בשווי הנכסים מובילה לעלייה מסוימת בהיקף הגבייה של דמי הניהול. אולם, קביעת דמי הניהול כשיעור נמוך יחסית משווי הנכסים מובילה לכך שהחוסך, ולא הגוף המוסדי, הוא הנהנה העיקרי מעלייה בשווי תיק הנכסים. יוצא אפוא שדמי הניהול תלויים במידה פחותה בביצועים של הגוף המוסדי, דהיינו, הם כמעט שאינם מושפעים מהצלחה או מכישלון של הגוף המוסדי בניהול תיק הנכסים, ולכן לא יוצרים די תמריץ להשקעת המשאבים הכרוכים בניהול תיק הנכסים של החוסכים.³⁹ דרך אפשרית לעודד את הגופים המוסדיים להשקיע משאבים נאותים בניהול השקעות, שבכוחם להשיא את התשואה על תיק הנכסים של החוסכים, היא לאמץ מודל דמי ניהול

37 שינוי כזה נעשה בהתאם להוראות צו ההרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק לפי חוק הסכמים קיבוציים, התשי"ז-1957, בין השנים 2008–2014 ושוב במסגרת צו הרחבה בדבר הגדלת ההפרשות לביטוח פנסיוני במשק 2016 לפי חוק הסכמים קיבוציים. פעולות להגדלת ההפרשות לפנסיה מעבר לסטנדרט במשק נעשות גם על ידי ההסתדרות וועדי עובדים במסגרת הסכמים קיבוציים.

38 שיעור דמי הניהול המרבי בקרנות פנסיה, בקופות גמל לחיסכון ובביטוחי מנהלים נקבע בתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (דמי ניהול), התשע"ב-2012. דמי הניהול המרביים בקרנות פנסיה חדשות מקיפות הם 6% מההפקדות החודשיות ו-0.5% מהצבירה. דמי הניהול המרביים בקרנות פנסיה חדשות כלליות, בקופות גמל לחיסכון ובביטוחי מנהלים (שהונפקו לאחר שנת 2012) הם 4% מההפקדות החודשיות ו-1.05% מהצבירה. התחרות בין הגופים המוסדיים וכוח המיקוח של קבוצות חזקות של עמיתים, כגון ועדי עובדים גדולים או מעסיקים גדולים, מובילים לכך שעל פי רוב הגופים המוסדיים אינם גובים את דמי הניהול המרביים המותרים בחוק, ובפועל דמי הניהול הנגבים נמוכים במידה ניכרת מהשיעור המרבי המותר. ואכן, בשנת 2018 עמד שיעור דמי הניהול הממוצע בקרנות פנסיה חדשות מקיפות על 2.33% מההפקדות החודשיות ו-0.22% מהצבירה. ראו דו"ח שנתי 2018, לעיל ה"ש 8, פרק ב, תרשימים ב-1 וב-2.

39 Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. PA. L. REV. 1021, 1050–1054 (2007).

חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים

המבוסס על התשואה שהניב תיק הנכסים.⁴⁰ עם זאת, מודל היוצר זיקה בין דמי הניהול לבין ביצועיו של תיק הנכסים עלול לעודד נטילת סיכונים מופרזים במטרה להגדיל את דמי הניהול. גוף מוסדי מפזר את סיכוניו בצורה נרחבת, ולכן מסוגל להגדיל את התשואה לעצמו במונחי תוחלת, תוך שהוא פוגע בלקוחותיו עקב הגדלת הסיכון.⁴¹ כמו כן, מודל דמי ניהול המבוסס על שיתוף הגוף המוסדי ברווחים של החוסכים מחייב בדרך כלל הטלת הגבלות על יכולת העמיתים למשוך את חסכונותיהם.⁴² לפיכך, קיים קושי ליישם מודל מעין זה בישראל לאחר רפורמת הניוד, שהושלמה בשנת 2009, המאפשרת לעמיתים בגופי הפנסיה להעביר את כספם בכל עת מגוף מוסדי אחד לאחר.⁴³

עם זאת, שיקולים של מוניטין ותחרות בשוק המוסדי עשויים להניע גופים פנסיוניים לפעול להשאת התשואות על תיק הנכסים חרף המבנה הנוכחי של דמי הניהול, אשר אינו יוצר תמריץ מספק להשקעת המשאבים הכרוכים בכך. ואכן, משרד האוצר פעל לעידוד התחרות בין גופים מוסדיים ומוצרים פנסיוניים הן באמצעות רפורמת הניוד והן על ידי חיוב הגופים המוסדיים לפרסם נתונים בדבר התשואות שהניבו ההשקעות שלהם.⁴⁴

החלטות השקעה של גופים מוסדיים עלולות להיות מושפעות מניגודי עניינים בינם לחוסכים. המבנה הריכוזי במשק הישראלי,⁴⁵ שבו גופים פיננסיים ותאגידיים ריאליים ציבוריים מצויים באותה קבוצה עסקית, יוצר מצבים של השקעה של גוף מוסדי בצד קשור.⁴⁶ בנסיבות אלה של בעלות צולבת, קיים חשש ששיקולי ההשקעה של הגוף המוסדי אינם טובת החוסכים,

40 מודל זה קיים בפוליסות ביטוחי מנהלים שהופקו בין השנים 1991–2003, שבהן חברת הביטוח זכאית ל-15% מהרווחים הריאליים נוסף על 0.6% מצבירת הנכסים ולסכום שקלי קבוע ("גורם פוליסה").

41 רן שורר ואשר בן-שטרית "שרידי העבר ומשברי ההווה בשוק ההון הישראלי: הרגולציה הפיננסית בישראל והמציאות אחרי רפורמת בכר" משפטים מ 643, 681–682 (2011). אולם, שורר ובן-שטרית טוענים כי גם המודל הנוכחי של דמי הניהול, שאינו תלוי-ביצועים באופן מובהק, יוצר תמריצים להגדלת הסיכון בתיקי הנכסים המנוהלים על ידי הגוף המוסדי. שם, בעמ' 683–689.

42 חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל", לעיל ה"ש 4, בעמ' 350.

43 תקנות הניוד.

44 רשות שוק ההון מפעילה באתר האינטרנט שלה מערכות המתעדכנות מדי חודש ומאפשרות לחוסכים להשוות בין התשואות שהניבו ההשקעות של הגופים המוסדיים שפועלים בשוק: מערכת "גמל נט" עבור קופות גמל וקרנות השתלמות, מערכת "ביטוח נט" עבור פוליסות ביטוחי מנהלים ומערכת "פנסיה נט" עבור קרנות פנסיה חדשות.

45 אסף חמדני ריכוזיות השליטה בישראל – היבטים משפטיים (2009). יתר על כן, השוק הפנסיוני כשלעצמו, מוקד מאמר זה, הוא שוק ריכוזי. בהתאם למדד CR5, המודד את חלקם של חמשת הגופים המוסדיים הגדולים, הריכוזיות בשוק הפנסיה עומדת על 0.89 ובשוק ביטוחי המנהלים על 0.93 (כאשר 1 מצייין מונופול). בשוק קופות הגמל ישנו פיזור גדול יותר (0.53), וזאת בשל קיומם של בתי השקעות נוספים וקופות ענפיות רבות. ראו דו"ח שנתי 2018, לעיל ה"ש 8, פרק ב' תרשים ב-8. ייתכן כי ההליך התחרותי לבחירת קרנות פנסיה כברירת מחדל לפי ס' 20(ב) לחוק הגמל, שבוצע בשנת 2018, יוביל לשינוי בריכוזיות בשוק הפנסיוני.

46 תק' 23 לתקנות ההשקעה קובע כי השקעה של גוף מוסדי בצדדים קשורים מותרת אם היא נעשית באותם תנאים שהיו חלים באותן נסיבות על צד שאינו קשור ובאותו מחיר שהיה משולם על ידיו, ובלבד שמתקיימים התנאים והשיעורים שעליהם יורה הממונה על שוק ההון, ביטוח ותיכונן.

אלא טובתו של בעל השליטה בקונצרן. עם זאת, החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות אוסר על בעל השליטה להחזיק הן בגוף פיננסי משמעותי והן בתאגיד ריאלי משמעותי.⁴⁷ האיסור על החזקה צולבת משמעותית, שנכנס לאחרונה לתוקף, אמור למתן במידה מסוימת את החשש לניגודי עניינים של גופים מוסדיים.

זאת ועוד, פעילות עסקית נלווית של הגוף המוסדי עלולה להשפיע על החלטות ההשקעה שלו. לדוגמה, ניגודי עניינים מתעוררים כשגוף מוסדי רוכש ניירות ערך לתיק הנכסים של החוסכים בהנפקות שבהן הוא, או צד קשור לו, משמש כחתם. האינטרס של הגוף המוסדי כחתם הוא למכור מספר גדול של ניירות ערך במחיר הגבוה ביותר האפשרי, ואילו האינטרס של החוסכים הוא לרכוש את ניירות הערך במחיר הנמוך ביותר. החשש הוא שהאינטרס של הגוף המוסדי בהצלחת ההנפקה יוביל אותו לבצע רכישות של ניירות ערך מכספי החוסכים גם כשניירות הערך מתומחרים באופן שאינו מצדיק את רכישתם.⁴⁸

כאמור, ניגודי עניינים עשויים להימצא גם בין טובתם של נהנים שונים שלהם חב הגוף המוסדי חובות אמון (Duty-Duty Conflict).⁴⁹ ואכן, אינטרסים מנוגדים עלולים להשפיע לרעה לא רק על היחס של הגוף המוסדי לחוסכים באופן כללי, אלא גם ליצור הפליה בין קבוצות שונות של חוסכים. לדוגמה, כדי להגדיל את הכנסותיה מדמי ניהול, חברה מנהלת של מוצרים פנסיוניים עשויה להסיט משאבים לניהול השקעות ממסלולים מתמחים מעוטי חוסכים ומעוטי צבירות, למסלולי השקעה עתירי צבירות, כמו מסלולים כלליים או מסלולים תלויי גיל.⁵⁰ באופן דומה, פגיעה במשקיעים בקרן נאמנות מתרחשת כשמנהלי הקרן פותחים קרן נאמנות חדשה, שמיעוט נכסיה מאפשר לה לפעול באופן דינמי ולהניב תשואות גבוהות יחסית, והם מסיטים אליה משאבים משמעותיים מקרן הנאמנות הישנה לצורך ניהול ההשקעות בקרן הנאמנות החדשה.⁵¹

47 ראו פרק ד לחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד–2013 (להלן: חוק לקידום התחרות). לפי ס' 29 לחוק לקידום התחרות, גוף מוסדי ששווי כלל נכסיו עולה על 40 מיליארד ש"ח נחשב גוף פיננסי משמעותי. תאגיד ריאלי משמעותי מוגדר בס' 30 לחוק לקידום התחרות כתאגיד שאינו גוף פיננסי ואשר מחזור המכירות הקובע שלו עולה על 6 מיליארד ש"ח או על 2 מיליארד ש"ח בשוקי מונופולין, או שהאשראי הקובע של התאגיד הריאלי עולה על 6 מיליארד ש"ח.

48 חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל", לעיל ה"ש 4, בעמ' 332.
49 Matthew Conaglen, *Fiduciary Regulation of Conflicts between Duties*, 125 L.Q.R 111 (2009); Steven L. Schwarcz, *Fiduciaries with Conflicting Obligations*, 94 MINN. L. REV. 1867 (2010).

50 כספי עמיתים בקרן פנסיה חדשה, שלא בחרו במסלול אחר, יושקעו במסלולי ברירת המחדל. מסלולי ברירת המחדל עד שנת 2015 היו מסלולים "כלליים", ואילו משנת 2016 והלאה מסלולי ברירת המחדל הם מסלולים תלויי גיל. ראו חוזר גופים מוסדיים 2015-9-29 "מסלולי השקעה בקופות גמל" (2015) <https://bit.ly/3qDmE2U>. לפי נתוני מערכת "פנסיה נט" לחודש אוקטובר 2019, כ-90% מכספי קרנות פנסיה היו במסלולים אלה. נתונים אלה נדלו מן האתר על ידי המחברים באופן עצמאי, פנסיה נט pensyanet.cma.gov.il.

51 פתיחת קרן נאמנות חדשה וקטנה לצורך השגת תשואות גבוהות ומשיכת משקיעים חדשים היא דרך שיווקית נפוצה בקרב מנהלים של קרנות נאמנות.

חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים

לסיכום, מערכת היחסים שבין גופים מוסדיים לבין החוסכים באמצעותם מאופיינת בבעיית נציג הנובעת מניגודי אינטרסים שקיימים בין הגוף המוסדי, הנציג, לבין החוסכים שמפקידים בידיו את כספם. חובות האמונים וחובות הזהירות, שבהן נדון בפרק הבא של המאמר, נועדו לתת מענה לניגוד העניינים המובנה בפעילות הנציג.

ד. חובות אמונים וחובות זהירות

1. חובות אמונים וחובות זהירות בדיני החברות

התאגיד המודרני מאופיין בהפרדה בין בעלות לשליטה.⁵² מנהלים מקצועיים הם השולטים למעשה באופן ניהולו של הרכוש שבעלי המניות השקיעו בתאגיד. הפרדה זו מעוררת חשש שמנהלי התאגיד ינצלו את הכוח המוקנה להם ויפעלו באופן הפוגע בבעלי המניות בשתי דרכים: ראשית, נושאי משרה בחברה עשויים להעדיף את האינטרס האישי שלהם על פני האינטרס של החברה ובעלי מניותיה. על מנת לרסן התנהגות אופורטוניסטית של מנהלים, דיני החברות מכפיפים אותם לחובת אמונים.⁵³ מקורה הוא בדיני הנאמנות, המסדירים יחסי כוח-כפיפות שנוצרים בין הנאמן, בעל הכוח, לצד הפגיע, הנהנה. חובת האמון נועדה לרסן את הכוח שמצוי בידי המנהל, משום ש"כוח ללא אחריות משול להפקרות".⁵⁴ שנית, נושאי משרה עלולים להתרשל בניהול משאבי החברה. כדי לחייב את המנהלים לפעול ברמת מיומנות ולנקוט אמצעי זהירות סבירים, דיני החברות מטילים עליהם חובת זהירות.⁵⁵ חובה זו היא יישום של עוולת הרשלנות הנזיקית בהקשר התאגידי.⁵⁶

חובות האמון בתאגידי נדונו ונקבעו לראשונה במשפט הישראלי בשנות החמישים בעניין אגיון, שבו נקבע כי מנהלי החברה הם נאמניה, "וכמנהלים עליהם לכוון את מעשיהם לטובת החברה, ורק לטובתה".⁵⁷ הפגיעות שמאפיינת את מצבו של המיוצג ביחס לכווחו של הנציג נקבעה כיסוד להיווצרות חובות אמון בעניין קוסוי, שבו השופט ברק (כתוארו אז) ביסס את יסוד היווצרות חובות האמון בכוח המצוי בידו של נושא המשרה ובהיותו "המוח" ו"מרכז העצבים" של החברה.⁵⁸ נושא המשרה הוא המביא והוא המוציא בחברה. במקום בו האחד (בעל מניות) נותן לשני (נושא משרה) שליטה וכוח על נכסיו, שם תקום חובת האמון. בשלב מאוחר יותר נוצקו חובות האמון לתוך סעיפים 254 ו-106 לחוק החברות והטילו על נושא משרה בתאגיד חובות שעיקרן הימנעות מניגוד עניינים בין תפקידו של נושא המשרה

52 ראו את חיבורם המונומנטלי של Berle ו-Means על הפרדה בין בעלות לבין שליטה בחברות ציבוריות: ADOLF A. BERLE JR. & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (1932).

53 ראו ס' 254 לחוק החברות.

54 אוריאל פרוקציה "פירוק חברה לפי בקשת מיעוט בעלי המניות" משפטים ח 13, 17 (1977).

55 ס' 252-253 לחוק החברות.

56 ס' 35-36 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש], התשכ"ח-1968.

57 ה"מ 100/52 חברה ירושלמית לתעשייה בע"מ נ' אגיון, פ"ד ו 887, 889 (1952).

58 ע"א 817/79 קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח(3) 253, 277 (1984).

לענייניו האישיים.⁵⁹ אומנם, סעיפים 254 ו-106 מפרטים גם את החובה להימנע מתחרות עם עסקי החברה, הימנעות מניצול הזדמנות עסקית של החברה במטרה להשיג טובת הנאה, וכן חובת גילוי מידע לחברה וחובת הפעלת שיקול דעת עצמאי, אולם רואים אנו את דבריו של סעיף 254(א)(1) על אודות הימנעות מפעולה שיש בה ניגוד עניינים בין מילוי תפקידו של נושא המשרה לבין ענייניו האישיים מדברי יתר הסעיפים שבכלל דבריו דבריהם. כל החובות האלה נובעות מחובת הנאמנות, לפיה נושא המשרה מצווה לשים לנגד עיניו את טובת החברה על פני טובתו האישית.⁶⁰ הימנעות מניגוד עניינים כוללת הן הימנעות מפעולה העומדת בניגוד לטובת החברה והן איסור על הימצאות במצב שבו עלול להיות ניגוד בין האינטרס של החברה לאינטרס אישי.⁶¹ ברם, לא כל עניין אישי שיש לנושא המשרה הופך אוטומטית להפרה של חובת אמון. בעניין ערד נקבע כי על ניגוד העניינים לכלול רכיב של זיקה עודפת בעלת משקל, שאינה הזיקה הסטנדרטית לעניין.⁶²

חובת הזהירות של נושא משרה, שנקבעה בסעיפים 252 ו-253 לחוק החברות, היא חובה משלימה לחובת האמון. אם חובת האמון היא חובה הנוגעת להתנהלות החיצונית לחברה, חובת הזהירות נוגעת להתנהלות הפנימית של נושא המשרה כלפי החברה. מטרתה להבטיח כי נושא המשרה לא יתרשל במילוי תפקידו.⁶³ חובה זו מקיפה את פעילותו של נושא המשרה בניהול עסקי התאגיד וענייניו וקובעת כי עליו לפעול ברמת מיומנות שבה היה פועל נושא משרה סביר.⁶⁴ כדי לצאת ידי חובתו, על נושא המשרה לנקוט אמצעים סבירים לקבלת כל מידע שיש לו חשיבות לעניין פעילותו בחברה.⁶⁵

חובת הזהירות של נושאי משרה נדונה לראשונה בפסיקת בית המשפט העליון בעניין רוטלוי.⁶⁶ בפרשה זו בחן בית המשפט את אחריותם של מנהלי חברה על פי עוולת הרשלנות הנזיקית ומצא כי התרשלו בנוגע לטיפול בכספי החברה ולפיקוח על השקעותיה, ובכך הפרו את חובת הזהירות שמוטלת עליהם.⁶⁷ עניין בוכבינדר הוא ציון דרך חשוב בעיצוב מבחן "הדירקטור הסביר" ובהתוויית קווי פעולה מנחים לדירקטור לצורך מילוי תפקידו.⁶⁸ בעקבות מעילות כספיות של מנהלים בבנק צפון אמריקה, שהובילו לקריסת הבנק, הוגשה תביעה נגד

59 המקור של ס' 254 לחוק החברות הוא בס' 96 לכוז לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983, שקדמה לחוק החברות.
60 ס' 13(א) לחוק הנאמנות, התשל"ט-1979.
61 אהרן ברק "ניגוד אינטרסים במילוי תפקיד" משפטים י' 11, 11 (1980).
62 ע"פ 3891/04 ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל, פ"ד ס(1) 294, פס' 49 לפסק דינו של השופט ריבלין (2005). לדוגמה, עניין בהצלחת עסקה שתתגמל את נושא המשרה אינו זיקה עודפת, אלא עניינית.
63 חובת הזהירות שנקבעה בס' 252(א) לחוק החברות מפנה לעוולת הרשלנות שנקבעה בס' 35-36 לפקודת הנזיקין.
64 ראו ס' 253 לחוק החברות.
65 שם.
66 ע"א 333/59 רוטלוי נ' ברשאי, פ"ד יד 1156 (1960).
67 שם, בעמ' 1159-1161.
68 ע"א 610/94 בוכבינדר נ' כונס הנכסים הרשמי בתפקידו כמפרק בנק צפון אמריקה, פ"ד נז(4) 289 (2003).

חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים

דירקטורים בבנק בטענה שהתרשלו במילוי תפקידם. הנשיא ברק קבע כי כהונה כדירקטור אינה "רק עניין של כבוד או כיבוד", אלא מחייבת נקיטת כל אמצעי הזהירות שדירקטור סביר היה נוקט אותם להגשמת תפקידו בחברה.⁶⁹ הוא מצא כי במקרה זה הדירקטורים לא נהגו כמצופה מדירקטור סביר בכך שלא השתתפו בישיבות הדירקטוריון, לא פיקחו על הנעשה בבנק, ובעיקר על תפקוד ההנהלה, ולמעשה הם לא התעניינו כלל בענייני הבנק ואף לא הכירו את מצבו.⁷⁰ במחדליהם החמורים ורחבי ההיקף הפרו הדירקטורים את חובת הזהירות שלהם כלפי הבנק. קן פרשת המיס ביחס לאחריות של נושאי משרה בחברה בגין הפרה של חובת הזהירות הוא פסק הדין בעניין *Smith v. Van Gorkom*.⁷¹ בית המשפט העליון במדינת דלוור שבארצות הברית דן בעסקה למכירת מניות חברה בדרך של מיזוג ומצא כי אישור העסקה בדירקטוריון, מבלי שהוצגה לדירקטורים חוות דעת על השווי הפנימי של החברה, עלה כדי התרשלות רבתי.⁷² נפסק כי הדירקטורים הפרו את חובת הזהירות שלהם והם חויבו לשלם פיצוי כספי בסכום עתק. החשש כי פסיקה זו תייקר משמעותית את פוליסות הביטוח של אחריות דירקטורים ותרתיע אנשים ראויים מאיזו משרה של דירקטור הוביל לתיקון חקיקתי בדיני החברות של דלוור, ובעקבותיו גם במדינות רבות נוספות, המאפשר להוסיף לתקנון חברה סעיף הפוטר את נושאי המשרה בה מחבות כספית בשל הפרת חובת הזהירות.⁷³ בדומה, חוק החברות הישראלי אימץ הסדרים המאפשרים לחברה לקבוע בתקנונה הוראות בנוגע לפטור, שיפוי וביטוח של נושאי משרה בגין הפרה של חובת הזהירות: סעיף 259(א) לחוק החברות מאפשר לפטור מראש נושא משרה מאחריותו בשל נזק עקב הפרת חובת הזהירות כלפי החברה;⁷⁴ סעיף 260 לחוק החברות מאפשר לחברה לשפות נושא משרה בשל חבות כספית שהוטלה עליו או הוצאות התדיינות סבירות; וסעיף 261(1) לחוק החברות מאפשר לחברה לבטח את אחריותו של נושא משרה בגין הפרת חובת הזהירות. אולם, סעיף 263(2) לחוק החברות קובע כי לא יהיה תוקף להוראות בתקנון החברה בדבר פטור, ביטוח או שיפוי אם הפרת חובת הזהירות נעשתה בכוונה או בפזיזות.⁷⁵

- 69 שם, בעמ' 310.
- 70 שם, בעמ' 321.
- 71 *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).
- 72 שם, בעמ' 874.
- 73 DEL. CODE ANN. tit. 8, § 102(b)(7) (2020). לתיאור המשבר בשוק הביטוח של דירקטורים ונושאי משרה שהוביל לתיקון החקיקה ראו Roberta Romano, *Corporate Governance in the Aftermath of the Insurance Crisis*, 39 EMORY L.J. 1155, 1157–1159 (1990); Thomas C. Lee, *Limiting Corporate Directors' Liability: Delaware's Section 102(b)(7) and The Erosion of the Directors' Duty of Care*, 136 U. PA. L. REV. 239, 252–256 (1988).
- 74 אולם, חברה אינה רשאית לפטור מראש דירקטור מאחריותו כלפיה עקב הפרת חובת הזהירות בחלוקה. ראו ס' 259(ב) לחוק החברות.
- 75 בניגוד לאפשרות להעניק פטור, שיפוי וביטוח בנוגע להפרת חובת הזהירות, ס' 258(א) לחוק החברות שולל את האפשרות לפטור נושא משרה מאחריות בשל הפרת חובת האמונים כלפי החברה. כמו כן, ס' 263(1) ו-264(ב) לחוק החברות קובעים כי אין תוקף להתחייבות לשיפוי או לביטוח נושא משרה עקב הפרת חובת אמונים כלפי החברה, למעט אם הפרת חובת האמונים

2. חובות אמונים וחובות זהירות בגופים מוסדיים

לצד חובות האמונים והזהירות של נושאי משרה מכוח חוק החברות, שחלות כבכל חברה גם על נושאי משרה בגוף מוסדי, גופים מוסדיים ואלה הפועלים מטעמם כפופים גם לחובות אמונים וזהירות כלפי החוסכים בשני מישורים: חובות בניהול נכסי החוסכים הרלוונטיות להנהלת הגוף המוסדי ולמנהלי ההשקעות;⁷⁶ וחובות של שלוחי הגוף המוסדי, שמצויים בממשק ישיר מול החוסך, יהיה זה המשווק הפנסיוני, סוכן הביטוח או משווק ההשקעות.⁷⁷ ההבחנה ביניהם חשובה: המישור הראשון מאופיין בכך שניהול הנכסים נעשה על ידי נושאי המשרה ומנהלי ההשקעות באופן קולקטיבי ביחס לכלל החוסכים, ולכן לרוב קיים מסך בין הצד הפוגע והפגיע. לעומת זאת, המישור השני נעשה בממשק ישיר עם החוסך הפרטני, על ידי שלוחי החברה שאינם נושאי משרה או מנהלי השקעות, וחובות האמונים והזהירות נוצרות בקשר בו הצד בעל הכוח מקבל ישירות מהצד הפגיע את הסמכות להתאים עבורו את המוצרים הפנסיוניים או הפיננסיים. על אף שמאמר זה מתמקד בחובות אמונים וזהירות מהסוג הראשון – אלה המוטלות על נושאי משרה ומנהלי השקעות ביחס לניהול נכסי החוסכים, נציין כי תיתכן הפרת חובות של נושאי משרה כלפי החוסכים גם באמצעות מתן הנחיות לעובדי הגוף המוסדי בעלי רישיון פנסיוני או השקעות כיצד לפעול מול הפרט, בין בהנחיה ישירה ובין באמצעות מבנה התגמול לבעלי הרישיון, כאשר לאלה השפעה מכרעת על אופן קבלת ההחלטות של החוסך.⁷⁸

חובות האמונים והזהירות של גופים פנסיוניים נקבעו בסעיף 3 לחוק הגמל.⁷⁹ סעיף 3(א) לחוק הגמל קובע כי החברה המנהלת משמשת נאמן על נכסי העמיתים, לטובתם. כנאמן חלות עליה החובות שנקבעו בחוק הנאמנות,⁸⁰ ביניהן החובה לפעול באמונה ושקידה כפי שאדם

נעשתה כשנושא המשרה פעל בתום לב והיה לו יסוד סביר להניח שהפעולה לא תפגע בטובת החברה.

76 חוק הביטוח כולל בהגדרת נושא משרה אף מי שחבר בוועדת ההשקעות, וזאת גם אם אינו חבר דירקטוריון.

77 חובת האמון של המשווק הפנסיוני, שהוא עובד הגוף המוסדי, נקבעה בס' 15 לחוק הייעוץ הפנסיוני וכוללת את החובה לפעול לטובת לקוחותיו באמונה ובשקידה, את החובה שלא להעדיף את ענייניו האישיים או ענייניו של אחר על פני טובת לקוחותיו וכן איסור על העדפת ענייניו של לקוח אחד על פני אחר. אף סוכן הביטוח הפנסיוני, ככל בעל רישיון פנסיוני, נכלל בחובה זו, כשס' 33(א) לחוק חוזה הביטוח, התשמ"א-1981 מגדיר כברירת מחדל את סוכן הביטוח כשלוח של המבטח. משווק ההשקעות חב בחובת אמון מכוח ס' 11(א) לחוק הסדרת הייעוץ.

78 דויד לייזר, אביה ספיבק ואייל כרמל "בוחרים היום למען המחר: השפעתו של סוכן הביטוח על בחירת מסלול לחיסכון פנסיוני" הרבעון לכלכלה 60, 59 (2013) (בחנית ההשפעה של סוכן הביטוח הפנסיוני, שמצוי בניגוד אינטרסים, על בחירה בביטוח מנהלים מקום בו הלקוח עשוי היה לבחור בקרן פנסיה חדשה לולא נחשף לסוכן זה).

79 קדמו לכך החובות שנקבעו בתק' 41(א) ר-41 כג לתקנות מס הכנסה בתיקונים מהשנים 1986 ו-1987 בהתאמה.

80 חוק הנאמנות מהווה בסיס לכלל הפעולות הכוללות חובות אמון. עם זאת, יש להבחין בין חובת נאמנות לחובת אמון. נאמנות היא זיקה לנכס כלשהו, וחובת הנאמנות היא ביצוע פעולותיו של חב הנאמנות כנאמן ביחס לנכס. ראו ס' 1 ו-10(א) לחוק הנאמנות. לעומת זאת, חובת האמון

חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים

- סביר היה נוהג באותן נסיבות;⁸¹ והימנעות ממעשה שיש בו סתירה בין טובת הנאמנות לבין טובתו שלו או של קרובו.⁸² חוק הגמל החרה החזיק אחרי חוק הנאמנות וקבע בסעיפים 3(ב) ו-3(ג) חובות מוגדרות שחלות על גופים פנסיוניים בניהול נכסי קופות הגמל,⁸³ במתן השירות לעמיתים ובאופן כללי על כל תפקיד המנוי בחוק הגמל.⁸⁴ החובות שנקבעו הן כדלקמן:
- (1) חובה לפעול באמונה ובשקיפה לטובת כל אחד מהעמיתים.⁸⁵ לכאורה, הוראה זו מיותרת לאור האמור בסעיף 3(א) לחוק הגמל, שמחיל על החברה המנהלת את חובות הנאמנות. אולם ההוראה מרחיבה את תחולת חובות האמון על הגוף הפנסיוני לא רק אגב ניהול הנכסים כפי שנובע מחוק הנאמנות, אלא גם על יתר הפעולות המנויות בחוק הגמל, כמו מתן השירות לעמיתים.
- (2) איסור הפליה בין הזכויות המוקנות לעמיתים.⁸⁶ זו חובת אמון מסוג Duty-Duty Conflict, האוסרת על העדפת טובתו של עמית אחד על משנהו.⁸⁷ קיומו של האיסור חיוני משום שהיתר הפליה בין עמיתים, לפיו עמית אחד נהנה מחובת אמון על חשבון עמית אחר, משמעו ביטול למעשה של חובת האמון והפיכתה לחובה חלשה יותר של תום לב כתקן נאותות בסיסי הנדרש מכל אדם.⁸⁸ בנוסף, איסור ההפליה בין עמיתים משמש ככלי לצמצום אי-השוויון החברתי.⁸⁹

מהווה תשתית או מסגרת לאופן בו צריך לנהוג – באמונה ובשקיפה כפי שאדם סביר צריך לנהוג, ולכן היא חלה גם במקום בו אין זיקה לנכס.

- 81 ס' 10(ב) לחוק הנאמנות.
- 82 שם, בס' 13(א).
- 83 השופטת ברון מציינת כי הצורך בהדגשה של חובות אמונים וזהירות מסוימות, בנוסף אלאה שמנויות בחוק הנאמנות, נובע מן המאפיינים הייחודיים של פעילות קרנות הפנסיה. בהקשר לכך, ראו עניין צולר, לעיל ה"ש 5, פס' 32 לפסק דינה של השופטת ברון.
- 84 התחולה הרחבה של חובות אלה נקבעה בס' 3(ד) לחוק הגמל. ס' 56(א) לחוק הגמל מחיל את החובות המפורטות בס' 3(ב) ו-3(ג) לחוק הגמל גם על קופות ביטוח, קרי, ביטוחי המנהלים.
- 85 ס' 3(ב) לחוק הגמל.
- 86 שם.
- 87 המוצר הפנסיוני שבו באה חובה זו לידי ביטוי באופן המשמעותי ביותר הוא קרן פנסיה. קרנות הפנסיה מתנהלות כביטוח שיתופי שבו קיימת ערבות הדדית, כך שתשלום גבוה יותר לעמית מסוים יבוא על חשבון התשלומים לשאר העמיתים. הערבות ההדדית בין העמיתים בקרן הפנסיה מחייבת כי תקנון קרן הפנסיה, שבו נקבעות זכויות העמיתים לגמלה, יהיה אחיד ושוויוני כדי למנוע הפליה בין העמיתים, וכי תשלומי קרן הפנסיה ייעשו אך ורק לפיו. ראו בג"ץ 2010/90 התאחדות חברות לביטוח חיים בע"מ נ' ממשלת ישראל, פ"ד מה(1) 405, 413 (1990); בג"ץ 6460/02 אליאב נ' בית הדין הארצי לעבודה, פ"ד ס(4) 411, 432 (2006).
- 88 עמיר ליכט "ייחסי אמונאות בתאגיד – חובת האמון" משפט ועסקים יח 237, 263 (2014).
- 89 קרן פנסיה, בניגוד לחברת ביטוח, אינה יכולה לשלם גמלה לפנים משורת הדין או כתמורה עסקית ואינה יכולה לתת כל הטבה אחרת זולת מה שיכול לבוא על חשבון החברה המנהלת, כלומר הטבה בדמי הניהול. מאידך, קרן פנסיה מתנהלת כביטוח הדדי, והתשלום במקרה תביעה הוא מכספם של העמיתים, כך שההתייחסות שלה לתביעה צפויה להיות עניינית יותר מזו של חברת ביטוח, שעשויה לרשום הפסדים בגין התביעה.

(3) איסור להעדיף כל עניין וכל שיקול על פני טובת העמיתים.⁹⁰ זו חובת אמון קלסית של הימנעות מניגוד עניינים (Duty-Interest Conflict), שנועדה להתמודד עם מצבים של סתירה בין טובת העמיתים לבין טובת הגוף הפנסיוני. חשיבותה נובעת מפערי הכוחות שקיימים בין מנהלי הנכסים הפנסיוניים, שמנהלים מיליארדי שקלים של חסכונות הציבור לטווח ארוך, לבין העמיתים הפגיעים. לכאורה, גם הוראה זו מיותרת לאור ההחלה של חובת הנאמנות על חברה מנהלת מכוח סעיף 3(א) לחוק הגמל, אולם, כאמור, ההוראה מרחיבה את תחולת חובת האמון על הגוף הפנסיוני לא רק אגב ניהול הנכסים כפי שנובע מחוק הנאמנות, אלא על כלל הפעולות המנויות בחוק הגמל.

(4) חובה לנהוג בזהירות וברמת מיומנות של "נאמן מיומן".⁹¹ זו החלה של חובת הזהירות על גופים פנסיוניים. החברה המנהלת מחויבת לנקוט את כל האמצעים הסבירים לשם שמירה על הנכסים שבניהולה ועל הזכויות הנובעות מנכסים אלה.

הפסיקה אומנם התייחסה לדרישת המיומנות מגופים פנסיוניים, אך טרם יצקה בה תוכן ממשי.⁹² הדרישה לפעול כנאמן מיומן דומה, לפחות סמנטית, לסטנדרט הנאמן הזהיר (prudent) שנקבע בארצות הברית ביחס לחובות הזהירות שמוטלות על מנהלי תוכניות פרישה בהתאם לחקיקה הפדרלית של ה-1974 Employee Retirement Income Security Act (להלן: ERISA).⁹³ על פי סטנדרט זה, גוף מוסדי יהיה פטור מאחריות אם פעל באופן בלעדי להטיב עם המשתתפים בתוכנית ומוטביהם ולהפחתת ההוצאות. כמו כן, הגוף המוסדי מחויב לפעול ברמת המיומנות, הזהירות והשקידה שנאמן זהיר היה פועל בהן בנסיבות דומות, לגוון את ההשקעות ולעמוד בתנאי התוכנית. בעניין *Donovan v. Bierwirth* פירש בית המשפט האמריקאי את חובת הזהירות של נאמן זהיר כנאמנות מהסוג המחמיר ביותר שקיים בדין.⁹⁴ הואיל וסטנדרט האדם הזהיר ביחס לנאמנים נוצר לפני קרוב למאתיים שנים,⁹⁵ נדרשה התאמתו לעולם ההשקעות המודרני, שבו אופני ההשקעה, מהירות התגובה והמכשירים הפיננסיים השתנו. לפיכך, רוב המדינות בארצות הברית אימצו את ה-Uniform Prudent Investor Act (UPIA), שמגדיר כללים מנחים לנאמנים ביחס לביצוע השקעות.⁹⁶ הכללים

90 ס' 3(ב) לחוק הגמל.

91 ס' 3(ג) לחוק הגמל.

92 ראו עניין צולר, לעיל ה"ש 5, פס' 32 לפסק דינה של השופטת ברון; ת"צ (מחוזי ת"א) 36604-02-10 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ, 48 (פורסם בנבו, 21.12.2015). אך ראו ת"צ (מחוזי ת"א) 1934-09 גולדברג נ' אקסלנס נשואה גמל ופנסיה בע"מ, פס' 29-30 לפסק הדין (פורסם בנבו, 29.4.2012) (פעולתה של קרן הפנסיה כנאמן מיומן נבחנת לפי סבירות ההשקעה בעת ביצועה).

93 29 U.S.C. § 1104(a) (2020).

94 *Donovan v. Bierwirth*, 680 F.2d 263, 272 n.8 (2d Cir. 1982).

95 פסק הדין המכונן הוא *Harvard College v. Amory*, שעסק בכספי ירושה שהושקעו ברשלנות, וכתוצאה מכך כספי הקרן קטנו. בית המשפט קבע את סטנדרט ההתנהגות של הנאמן הזהיר, שמחויב לפעול בכספם של אחרים בזהירות ובמיומנות כאילו מדובר בכספו הוא. ראו *Harvard College v. Amory*, 26 Mass. 446, 9 Pick (1830).

96 UNIF. PRUDENT INV. ACT § 2(b), 2(e), 3 & 9 (UNIF. LAW COMM'N 1994). יש לציין כי החקיקה אינה זהה לחלוטין בין המדינות, ויש מדינות שאימצו רק חלקים ממנה.

חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים

מעניקים פטור מאחריות לנאמן אם גיוון את ההשקעות וההשקעות מתאימות ליעדים שהוגדרו עם הנהנים. הכללים בוחנים את האיזון של כלל התיק, ולא של השקעה ספציפית, תוך שקילת יחסי סיכון-תשואה. הואיל ומדובר בדין כללי החל על נאמנים, ומטבע הדברים צורכי הנהנים משתנים מנאמנות אחת לאחרת, החקיקה אינה מגבילה את הנאמן להשקעה במכשיר פיננסי מסוים, אלא מחייבת להתאים את ההשקעה למטרות הנאמנות ולצורכי הנהנים.

גם על קרנות נאמנות חלות חובות אמונים וזהירות, אך הן נבדלות בכמה עניינים מהחובות של גופים פנסיוניים. ראשית, סעיף 74 לחוק קרנות הנאמנות מגדיר כי פעולתם של נאמן ומנהל קרן נאמנות היא "לטובת בעלי היחידות בלבד" (ההדגשה הוספה – ד"ס וא"ו). זאת לעומת הנוסח של סעיף 3(ב) לחוק הגמל, הקובע כי חברה מנהלת תפעל לטובת העמיתים "ולא תעדיף כל ענין וכל שיקול על פני טובתם". הבדל זה באופן הניסוח של חובות האמון אף כי נראה על פניו סמנטי בלבד, הוא משמעותי. חובת הנאמן ומנהל קרן הנאמנות לבעלי היחידות היא בלעדית, בדומה לחובת הנאמנות המוטלת על פי ה-ERISA האמריקאי בנוגע לניהול תוכניות פרישה, שמחייבת נאמנות באופן בלעדי ובלתי ניתן לחלוקה לחוסכים (duty of undivided loyalty).⁹⁷ לעומת זאת, חובת הגוף הפנסיוני היא לפעול לטובת העמיתים ולא להעדיף שיקול או עניין כלשהו על פני טובתם, אך ללא בלעדיות.⁹⁸

איסור ההפליה נוכח אף הוא בחובות המוטלות על מנהלי קרנות נאמנות, אך גם בעניין זה דומה כי חוק קרנות הנאמנות מיטיב יותר עם בעלי היחידות מאשר חוק הגמל עם החוסכים הפנסיוניים. איסור ההפליה בקרנות נאמנות קיים גם בין קרנות נאמנות שונות שמנהלות על ידי אותו גוף מוסדי,⁹⁹ ואילו איסור ההפליה בין עמיתים בגופים פנסיוניים מתייחס לזכויות במוצר עצמו.¹⁰⁰ לשם ההמחשה, למנהלי קרן פנסיה אסור להפלות בין שני עמיתים זהים בנתונייהם ביחס לקצבת הזקנה, השאירים או הנכות, אולם אין הגבלה ביחס להפליה במשאבים הנדרשים לניתוח טיב ההשקעות בין עמיתים בקרן השתלמות לבין עמיתים בקופת גמל לחיסכון של אותה חברה מנהלת.

זאת ועוד, החובה הקלסית לפעול "באמונה ובשקידה", שנקבעה הן בחוק הנאמנות והן בחוק הגמל, מופיעה גם בסעיף 75(א) לחוק קרנות הנאמנות. חובת אמון זו כרוכה יחד עם חובת הזהירות, לרבות הדרישה מהנאמן ומנהל קרן הנאמנות לנקוט צעדים סבירים לשם שמירת נכסי הקרן וכל הזכויות הנובעות מנכסים אלה.¹⁰¹

בהתאם להוראת סעיף 120 א לחוק קרנות הנאמנות, רשות ניירות ערך, שמפקחת על קרנות הנאמנות, פרסמה רשימה של מעשים ומחדלים המעידים על הפרה של חובות אמון וזהירות, הן

97 29 U.S.C § 1104(a)(1). חובה זו מכונה גם "The Exclusive Benefit Rule", כינוי המדגיש את ממד הבלעדיות בנאמנות לטובת החוסכים.

98 חובה זו של הגופים הפנסיוניים הייתה מצויה בבלעדיות בתק' 41 לתקנות מס הכנסה, אולם עם חקיקתו של חוק הגמל וקביעת החובה בס' 3(ב) לחוק, הושמטה דרישת הבלעדיות.

99 ראו ס' 74 לחוק קרנות הנאמנות הקובע כי "מנהל קרן לא יפלה בין בעלי היחידות בקרן אחת שבניהולו לבין בעלי היחידות בקרן אחרת שבניהולו".

100 ראו ס' 3(ב) לחוק הגמל הקובע כי החברה המנהלת "לא תפלה בין הזכויות המוקנות" לעמיתים.

101 ראו ס' 75(ב) לחוק קרנות הנאמנות.

של בעלי רישיון בתחום הייעוץ ושיווק ההשקעות והן של מנהלי קרן נאמנות.¹⁰² לעומתה, רשות שוק ההון, שמפקחת על הגופים הפנסיוניים, טרם הביעה את עמדתה לגבי המעשים והמחדלים שייחשבו להפרה של חובות אמון וזהירות של מנהלי הגופים הפנסיוניים, אלא רק במישור של בעלי הרישיון.¹⁰³ אף בית המשפט העליון בעניין צולר נמנע מלקבוע מסמרות בשאלה מה ייחשב להפרה של חובות אמון בגוף פנסיוני, אלא הסתפק בקביעה כי בנסיבות העניין הסטייה ממדיניות ההשקעה אינה מהווה הפרה של חובות האמון.¹⁰⁴

הנחיתות של החוסכים לפנסיה לעומת החוסכים בקרנות נאמנות באה לידי ביטוי גם ביכולת המוגבלת לנייד את חסכוניהם כאשר הם אינם מרוצים מהאופן שבו הגוף המוסדי מנהל את כספם. האפשרות לפדות את הכספים ולניידם לאפיק חיסכון חלופי מאפשרת לחוסכים לאותת להנהלת הגוף המוסדי כי הם אינם שבעי רצון מהתנהלותה. דרך פעולה זו מוכרת בספרות האקדמית כאפשרות היציאה (Exit) ומעבר לחלופה טובה יותר.¹⁰⁵ יתרה מזו, מחקרים אמפיריים מלמדים כי די באיום היציאה כדי להשפיע לטובה על התנהגות ההנהלה.¹⁰⁶

בעלי יחידות השקעה בקרנות נאמנות חופשיים בכל עת לנקוט את דרך הפעולה של Exit ולפדות את היחידות שהונפקו להם על ידי מנהל קרן הנאמנות.¹⁰⁷ לעומתם, החוסכים לפנסיה אינם עשויים מקשה אחת, ויכולת היציאה שלהם משתנה בין מוצרי החיסכון הפנסיוני השונים. נקדים ונאמר, אומנם בכל מוצרי החיסכון הפנסיוני ניתן לבצע פדיון, אולם פדיון זה עשוי לגרור אובדן זכויות, אובדן כיסוי ביטוחי, מיסוי גבוה וקנסות יציאה. לפיכך, יכולת היציאה

- 102 החלטת מליאה של הרשות לניירות ערך "רשימת מעשים ומחדלים המעידים על הפרת חובות אמון וזהירות" (5.8.2013) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7822.pdf.
- 103 עמדת הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון 2015-12508 "עמדת ממונה: תשלום גוף מוסדי לבעל רישיון – הבהרה" (30.3.2015) www.anet.co.il/anetfiles/files/6972.pdf. עמדה זו בדבר הזיקה בין דמי הניהול שמשלם החוסך לעמלת הסוכן הפכה לימים לתיקון מס' 20 לחוק הגמל. עניין צולר, לעיל ה"ש 5, פס' 34 ו-44 לפסק דינה של השופטת ברון.
- 104 Hirschman היה הראשון שהגדיר שתי דרכי פעולה עיקריות במצבים של היעדר שביעות רצון מתפקוד ההנהלה: exit, קרי "הצבעה ברגליים", או voice, דהיינו ניסיון להשמיע קול במטרה להשפיע על ההתנהלות ולשנות את אופן הפעולה של ההנהלה. ראו ALBERT O. HIRSCHMAN, EXIT, VOICE, AND LOYALTY: RESPONSES TO DECLINE IN FIRMS, ORGANIZATIONS, AND STATES (1970) 4. על הצבעה ברגליים של בעלי מניות בחברה ציבורית כפתרון מקובל להיעדר שביעות רצונם מהתנהלות החברה ראו ה"פ (מחוזי ת"א) 275/84 ברקי פטה המפריס (ישראל) בע"מ נ' טמפו תעשיות בירה בע"מ, פ"מ התשמ"ז(1) 84, 87 (1986).
- 106 ראו, לדוגמה, Anat R. Admati & Paul Pfleiderer, *The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, 22 REV. FIN. STUD. 2445, 2446 (2009); Alex Edmans, *Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia*, 64 J. FIN. 2481, 2484 (2009); Joseph A. McCahery, Zacharias Sautner & Laura T. Starks, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, 71 J. FIN. 2905 (2016) (מוצאים כי 42% מהמשקיעים המוסדיים סבורים שאיום בדבר יציאה מההשקעה בחברה משפיע על פעולותיה של הנהלת החברה).
- 107 John C. Coates IV & R. Glenn Hubbard, *Competition in the Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy*, 33 J. CROP L. 151 (2007) (טוענים כי האפשרות לפדות את כספי ההשקעה בקרנות הנאמנות בכל עת והתחרות בין הקרנות יוצרות מנגנוני שוק יעילים להגנה על המשקיעים).

חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים

מחיסכון במוצר פנסיוני מסוים לא תיבחן בפדיון כמו בקרן נאמנות, אלא ביכולת הניוד המעשית בין מוצר פנסיוני אחד למוצר פנסיוני אחר או לגוף פנסיוני אחר. החוסכים בקרנות הפנסיה החדשות אומנם יכולים לנייד את כספם מקרן פנסיה אחת לשנייה,¹⁰⁸ אולם לעיתים קיימות מגבלות על מעבר בין קרנות, הנובעות מבעיות חיתום רפואי של עמיתים,¹⁰⁹ וכן אובדן היכולת להמשיך להיות מבוטח במסלולי ביטוח שהיו קיימים טרם המעבר לתקנונים תקינים.¹¹⁰ החוסכים בקרנות הפנסיה הוותיקות שייכים לקבוצה סגורה שאינה יכולה לנייד את כספה.¹¹¹ החוסכים בפוליסות ביטוחי מנהלים שהופקו לפני שנת 2013, שבהן יש מקדם המרה לקצבה מובטח, אינם יכולים לנייד את כספם לפוליסה אחרת מבלי לאבד את מקדם הקצבה, ובכך הם למעשה הפכו ללקוחות שבויים.¹¹² לבסוף, הפנסיונרים, מקבלי הקצבה, תלויים בתשואות המוצר הפנסיוני ואינם יכולים לעשות דבר אם הם אינם מרוצים מדרך הניהול של חסכונותיהם.¹¹³ הינה כי כן, על אף רפורמת הניוד,¹¹⁴ שקודמה על ידי משרד האוצר, חלק משמעותי מהשוק הפנסיוני בישראל נותר ללא יכולת ניידות מעשית בין גופים מוסדיים ומוצרי פנסיה.

ההבחנה בין החוסכים בקרנות הנאמנות לחוסכים לפנסיה באה לידי ביטוי גם בכך שהראשונים משקיעים באופן וולונטרי את כספם ביחידות השקעה, ואילו על החוסכים הפנסיוניים נכפה החיסכון באמצעות צווי הרחבה והסכמים קיבוציים.¹¹⁵ אין ספק כי מטרת החיסכון הפנסיוני היא להיטיב עם העובד. הוא מבטח את העובד בשנות עבודתו, מפרנסו

- 108 תהליך הניוד אף מתבצע אוטומטית במקרה של פתיחת חשבון עמית בקרן פנסיה חדשה. ראו ס' 24 לחוק הגמל.
- 109 הדבר נכון גם לגבי ביטוחי מנהלים הכוללים כיסוי ביטוחי לאובדן כושר עבודה או למקרה פטירה.
- 110 חוזר פנסיה 3-4-2016 "הוראות לעניין זכויות וחובות עמיתים בתקנון קרן פנסיה מקיפה חדשה" <https://bit.ly/36Sw5TZ> (29.9.2016).
- 111 ראו ס' 2(א) לתקנות הניוד, שאינן חל על קרן פנסיה ותיקה.
- 112 אומנם רשות שוק ההון ניסתה להחיות את שוק הפוליסות של ביטוחי מנהלים באמצעות מתן אפשרות למקדם מובטח למניידים על ידי נוסחת המרה. ראו חוזר ביטוח 12-1-2016 "שיווק פוליסות ביטוח חיים הכוללות מקדמי קצבה המגלמים הבטחת תוחלת חיים" (31.8.2016) <https://bit.ly/37Ex4Xe>. אולם, מכיוון שדרישות ריתוק ההון בגין מקדמים מובטחים הן גבוהות, ולמעשה הן הסיבה שמלכתחילה רשות שוק ההון ביטלה את המקדמים המובטחים, אף חברת ביטוח לא הציבה על המדף פוליסה כזו.
- 113 ראו דיון להלן בפרק ה-2 על אודות השפעת התשואות של הגוף המוסדי על גובה הגמלה החודשית של הפנסיונר.
- 114 ראו תקנות הניוד.
- 115 כאמור, חובת ההפרשה הפנסיונית כפנסייט חובה החלה בשנת 2008, עם פרסומו של צו הרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק 2008, שתוקן והורחב בשנת 2011. הפרשות החובה לפנסיה החלו באחוזים זעומים, שהלכו וגדלו מדי שנה, עד לשיעור ניכוי של 6% משכרו של העובד לאחר צו ההרחבה בדבר הגדלת ההפרשות לביטוח פנסיוני במשק משנת 2016.

בשנות זקנתו ומעניק לו הטבות מס שונות, אולם בבסיסו, חיסכון זה, הכולל ניכוי משכרו של העובד, נעשה באופן אובליגטורי.¹¹⁶ כללו של דבר, העובדים בישראל מחויבים להפריש משכרם לפנסיה. בנוסף, חלק נכבד מהשוק הפנסיוני בישראל הוא ללא ניידות מעשית, באופן הפוגע בתחרות. התוצאה היא שלא מעט חוסכים מצויים בעל כורחם בתוכניות פנסיה שיציאה מהן גוררת נזקים בלתי הפיכים לכיסוי הפנסיוני או הביטוחי שלהם, ולכן הם אינם יכולים להצביע ברגליים (Exit). היבטים אלה של השוק הפנסיוני עשויים להיות מובאים בחשבון במסגרת מנגנון קבלת ההחלטות של ההנהלות של חברות הביטוח והחברות המנהלות מוצרים פנסיוניים. הידיעה כי אין לאל ידם של חלק מהחוסכים לפנסיה לעשות דבר מלבד פנייה לרשות שוק ההון עלולה ליצור לגופים המוסדיים הרתעת-חסר מפני הפרות של חובות אמונים וזהירות.

ה. סטנדרט הביקורת השיפוטית

1. ביקורת שיפוטית בדיני החברות

לאחר שסקרנו את החובות שמוטלות על גופים מוסדיים ועל נושאי המשרה שפועלים מטעמם, בפרק זה נדון בסטנדרט הביקורת השיפוטית שעל בית המשפט ליישם כדי לבחון האם הפרו חובות אלה. לצורך זה, נציג תחילה את הסטנדרטים השונים של ביקורת שיפוטית שפותחו על ידי בתי המשפט במדינת דלוור שבארצות הברית לבחינת אחריותם של נושאי משרה בחברה.¹¹⁷

ניהול חברה נעשה כתנאים של משאבים מוגבלים ואי-ודאות והוא כרוך בנטילת סיכונים עסקיים. מטבע הדברים, נושאי משרה עלולים לטעות בשיקול דעתם כשהם מקבלים החלטות

116 יצוין כי החל משנת 2017 גם עצמאים מחויבים להפריש לחיסכון פנסיוני. ראו ס' 3 לחוק ההתייעלות הכלכלית (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב לשנות התקציב 2017 ו-2018), התשע"ז-2016.

117 מקומה המרכזי של דלוור בדיני החברות הוא מן המפורסמות. השילוב של חוק חברות מתקדם עם איכות ויעילות של המערכת השיפוטית הובילו את מרבית החברות הציבוריות בארצות הברית להתאגד בדלוור, חרף ממדיה הצנועים, ולהכפיף עצמן לדיני החברות שלה ולסמכות השיפוט של בתי המשפט בה. ראו Robert Daines, *Does Delaware Law Improve Firm Value?*, 62 J. FIN. ECON. 525, 526 (2001) ("More than 50% of all public firms are incorporated in Delaware, while New York, the state with the second highest share, attracts fewer than 5% of public firms"); Lucian Arye Bebchuk & Assaf Hamdani, *Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Competition over Corporate Charters*, 112 YALE L.J. 553, 553-554 (2002) ("Although Delaware is home to less than one-third of a percent of the U.S. population, it is the incorporation jurisdiction of half of the publicly traded companies in the United States and of an even greater fraction of the larger publicly traded companies"); Anne Tucker Nees, *Making a Case for Business Courts: A Survey of and Proposed Framework To Evaluate Business Courts*, 24 GA. ST. U. L. REV. 477, 481 (2007) ("Delaware is the corporate home to 61% of all Fortune 500 companies and more than half of all firms traded on the New York Stock Exchange and NASDAQ").

חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים

עסקיות חדשניות. התפיסה כי כל עוד הם ביצעו הליך תקין של קבלת החלטות, אין בסיס להטלת אחריות משפטית עליהם, הובילה לריכוך של עוצמת הביקורת השיפוטית.¹¹⁸ על פי כלל "שיקול הדעת העסקי" (Business Judgment Rule), שפותח בפסיקה בדלוור, החלטה של נושא משרה שהתקבלה בהיעדר ניגוד עניינים, בתום לב (סובייקטיבי) ובאופן מיודע, דהיינו, בהתבסס על איסוף המידע הרלוונטי לקבלת ההחלטה, נהנית מחזקת תקינות ואינה חשופה להתערבות מהותית של בית המשפט בתוכן ההחלטה.¹¹⁹ הינה כי כן, התנאים לתחולת כלל שיקול הדעת העסקי מבטאים את שתי החובות העיקריות שדיני החברות מטילים על נושאי משרה: חובת אמונים וחובת זהירות.¹²⁰ חובת האמונים באה לידי ביטוי בדרישה להיעדר ניגוד עניינים. חובת הזהירות, שבמסגרתה נושאי המשרה נדרשים לנקוט אמצעי זהירות סבירים בעת קבלת החלטותיהם, באה לידי ביטוי בדרישה לקבל החלטה מיודעת.

תחילה נקלט בישראל כלל שיקול הדעת העסקי בהחלטות של בתי המשפט המחוזיים.¹²¹ בסוף שנת 2016 עיגן בית המשפט העליון את תחולת הכלל בעניין אלוביץ.¹²² השופט עמית הדגיש כי הוא אינו מעוניין להמיר את שיקול הדעת העסקי של נושאי המשרה בשיקול דעתו שלו וכי כל עוד התקיימו התנאים לתחולת הכלל, בית המשפט יגביל את הביקורת שלו לבחינה פרוצדורלית של הליך קבלת ההחלטה, ולא לבחינה מהותית של תוכן ההחלטה. בהמשך אומץ כלל שיקול הדעת העסקי גם על ידי השופט דנציגר בעניין מנשה,¹²³ שדן בהחלטה של

118 ראו שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" עיוני משפט לא 313 (2009); יורם דנציגר ועמרי רחום-טוויג "עלייתו של שיקול הדעת העסקי ונפילתה של חובת הזהירות של דירקטורים" ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס 23 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015).

119 Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812–813 (Del. 1984).

120 ראו דיון לעיל בפרק ד.1.

121 ה"פ (מחוזי מ"ר) 7250-05-11 אדלר נ' לבנת, פס' 83 לפסק הדין (פורסם בנבו, 25.11.2012); תנ"ג (כלכלית ת"א) 48081-11-11 רוזנפלד נ' בן דב, פס' 140 לפסק הדין (פורסם בנבו, 17.3.2013); תנ"ג (כלכלית ת"א) 32489-02-12 אלטמן נ' אורמת תעשיות בע"מ, פס' 16 לפסק הדין (פורסם בנבו, 3.10.2013); תנ"ג (כלכלית ת"א) 13663-03-14 נוימן נ' פיננסיטק בע"מ, פס' 47 לפסק הדין (פורסם בנבו, 24.5.2015); תנ"ג (מחוזי מ"ר) 10466-09-12 אוסטרובסקי נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פס' 50 לפסק הדין (פורסם בנבו, 9.8.2015); תנ"ג (כלכלית ת"א) 12839-08-12 בן לביא נ' העמותה לקידום מקצועי חברתי של הפקידים עובדי המינהל והשירותים, פס' 125 לפסק הדין (פורסם בנבו, 20.10.2015); תנ"ג (כלכלית ת"א) 26814-12-14 מנשה נ' יויוזן אייר בע"מ, פס' 24 לפסק הדין (פורסם בנבו, 3.5.2016).

122 עניין אלוביץ, לעיל ה"ש 6, פס' 74 לפסק דינו של השופט עמית ("לא יהא זה בגדר חידוש מרעיש אם נסיר את הלוט מעל צלמו של כלל שיקול הדעת העסקי, ונכריז חגיגית כי עקרונותיו חלחלו אל המשפט הישראלי והם מהווים כיום חלק בלתי נפרד מדיני החברות בישראל"). השופט עמית התלבט בשאלה האם ס' 253 לחוק החברות מחיל למעשה את כלל שיקול הדעת העסקי במשפט הישראלי. שם, פס' 72 לפסק דינו של השופט עמית. בעניין זה ראו בהרחבה עמיר ליכט "שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושא-משרה" משפט ועסקים יט 475 (2016).

123 ע"א 4857/16 מנשה נ' יויוזן אייר בע"מ (פורסם בנבו, 24.4.2018).

הדירקטוריון שלא להגיש תביעה נגזרת בשם החברה, והשופט גרוסקופף בעניין בטר פלייס,¹²⁴ שבחן האם נושאי המשרה קיבלו את ההחלטות העסקיות באופן מידע.¹²⁵ שני טעמים עיקריים ניתנו לריכוך של עוצמת הביקורת השיפוטית באמצעות כלל שיקול הדעת העסקי, שמחסן למעשה את נושאי המשרה בחברה מבחינה מהותית של תוכן החלטותיהם. ראשית, הכלל נותן מענה לחשש מהרתעת יתר מקבלת החלטות עסקיות באופן שעלול לשתק את עבודת ההנהלה.¹²⁶ תפקיד של נושא משרה בחברה מחייב קבלת החלטות יצירתיות וחדשניות. היעדר ההגנה על שיקול הדעת העסקי של נושאי המשרה עלול לצנן את הנכונות שלהם לקבל החלטות נועזות וליטול סיכונים עסקיים רצויים.¹²⁷ בחינה מהותית של כל פעולה ופעולה של נושא המשרה אינה יכולה לדור בכפיפה אחת עם חובתו ליטול סיכונים עסקיים לצורך ניהול החברה. בהשקעת כספם בחברה, בציפייה כי ההשקעה תשיא תשואה גבוהה יותר מריבית חסרת סיכון, הן בעלי המניות והן בעלי החוב מביעים את הסכמתם לנטילת סיכונים עסקיים על ידי הנהלת החברה.¹²⁸ שנית, לבתי המשפט אין את המומחיות הנדרשת לבחינת החלטות עסקיות.¹²⁹ בכואו לדון בהפרה של חובת הזהירות, בית המשפט חסר כלים עסקיים על מנת לבחון באופן מהותי את טיב ההחלטות של מנהלי החברה, ולכן לא יחליף את שיקול הדעת העסקי של ההנהלה בשיקול דעתו שלו.¹³⁰ אולם, כשבתי המשפט בדלוור התבקשו לדון בהחלטות עסקיות שנגועות בניגוד עניינים, ובפרט בהחלטות שבהן לבעל השליטה בחברה יש עניין אישי, הם לא היססו להתערב באופן מהותי בתוכן ההחלטה ולברר את טיבה.¹³¹ במקרים אלה הם הפעילו ביקורת שיפוטית מחמירה, שבמסגרתה בחנו הן את הוגנות הליך קבלת החלטות בחברה והן את הוגנות

- 124 ת"א (מחוזי מר') 47302-05-16 בטר פלייס ישראל (ח.ת.) 2009 בע"מ (בפירוק) נ' אגסי (פורסם בנבו, 12.9.2018).
- 125 לדיון בדרישת היידוע במסגרת כלל שיקול הדעת העסקי ראו רות רונן ושיר אשכול "כלל שיקול הדעת העסקי והדרישה לקבל החלטה 'מידעת' משפטים מז 583 (2018).
- 126 הרתעת יתר עשויה לבוא לידי ביטוי גם בהיעדר נכונות של מועמדים ראויים לכהן כדירקטורים בשל החשש כי תוטל עליהם אחריות משפטית בגין החלטות עסקיות שיתבררו כשגויות. ראו רע"א 4024/14 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כהן, פס' 53 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 26.4.2015).
- 127 חנס, לעיל ה"ש 118, בעמ' 333-335; רונן ואשכול, לעיל ה"ש 125, בעמ' 594-595.
- 128 מחיר ההון המשוקלל (Weighted Average Cost of Capital) של החברה משקלל את הריבית על ההון הזר וציפיות המשקיעים לתשואה על השקעתם.
- 129 חנס, לעיל ה"ש 118, בעמ' 337-338; רונן ואשכול, לעיל ה"ש 125, בעמ' 595-596.
- 130 ע"א 667/76 ל. גליקמן בע"מ נ' א. מ. ברקאי חברה להשקעות בע"מ, פ"ד לב(2) 281, 287 (1978) ("בית-המשפט לא יתערב בשיקול-דעת ההנהלה ולא ישים את שיקול-דעתו במקום שיקול-דעת ההנהלה אפילו בעניינים עקרוניים וחשובים, ואפילו אם שיקולי ההנהלה לא היו תואמים את שיקולי בית-המשפט או היו אולי מוטעים, כל עוד היו אלה שיקולים שנשקלו בתום-לב ולטובת החברה לפי הבנת ההנהלה וכל עוד היו הם שיקולים כנים ובתום-לב").
- 131 אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית" משפט ועסקים ט 75 (2008); אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה! עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים" משפטים מז 761 (2018).

חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים

ההחלטה עצמה.¹³² מטרת ביקורת שיפוטית זו, הידועה כמבחן "ההגינות המלאה" (Entire Fairness), היא להבטיח כי למרות ניגוד העניינים, תהא ההחלטה קרובה ככל הניתן לזו שהייתה מתקבלת אלמלא ניגוד העניינים.¹³³ ניצנים לקליטת מבחן ההגינות המלאה בישראל נבטו תחילה בפסיקת בית המשפט המחוזי בעניין מכתשים-אגן,¹³⁴ ובהמשך בפסיקת בית המשפט העליון בעניין גדיש.¹³⁵

להשלמת התמונה נציין כי בתוך שבין כלל שיקול הדעת העסקי למבחן ההגינות המלאה פותח סטנדרט ביניים של ביקורת שיפוטית על החלטות של נושאי משרה בחברה, המכונה "בחינה מוגברת" (Enhanced Scrutiny).¹³⁶ סטנדרט זה נועד להתמודד עם מצבים שבהם הסתפקות בהחלטת כלל שיקול הדעת העסקי עלולה "לפספס" הפרות של חובות אמן, נוכח קיומו של מתח פוטנציאלי בין טובת החברה לבין טובת נושאי המשרה או בעל השליטה. סטנדרט הביניים מטיל על נושאי המשרה בחברה להראות כי החלטתם נופלת ב"מתחם הסבירות". הוא פותח בבתי המשפט בדלור בשנות ה-80 של המאה העשרים כמענה למצבים שבהם דירקטוריון החברה פעל לסיכול ניסיון השתלטות עוינת על החברה.¹³⁷ סטנדרט הבחינה המוגברת נקלט בישראל ויושם לאחרונה על ידי בית המשפט העליון בעניין אלוביץ.¹³⁸

2. שיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים

האם הטעמים להחלטת כלל שיקול הדעת העסקי מתקיימים גם כשבית המשפט נדרש לבחון אם גוף מוסדי עמד בחובת הזהירות שלו לחוסכים? לשון אחר, האם בדומה לנושאי משרה בחברה, גם נושאי משרה בגוף מוסדי ייהנו מחזקת תקינות של החלטות שקיבלו בהיעדר ניגוד עניינים, בתום לב ובאופן מיועד, וכפועל יוצא מכך בית המשפט יצמצם את הביקורת השיפוטית שלו לבחינה פרוצדורלית של נאותות ההליך? או שמא היות הגוף המוסדי נאמן של ציבור החוסכים, ובפרט כשמדובר בחיסכון פנסיוני שהוגדר על ידי בית המשפט העליון כ"יורד

132 ראו ההלכה המנחה בעניין זה: Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983).
133 לביקורת נוקבת על דוקטרינת ההגינות המלאה, שמאפשרת להכשיר בדיעבד עסקאות שברצו בניגוד עניינים וללא הסכמה תקפה של הנהנים, ראו עמיר ליכט "בגנות ההגינות: מקומה הנעדר של הגינות בחובת האמן בדין הישראלי" משפטים מז' 675 (2018).
134 ת"צ (מחוזי ת"א) 26809-01-11 כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ, פס' 4.4 לפסק הדין (פורסם בנבו, 15.5.2011).
135 ע"א 2718/09 "גדיש" קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ פס' 40-44 לפסק דינה של הנשיאה ביניש (פורסם בנבו, 28.5.2012).
136 שרון חנס "ביקורת שיפוטית על החלטות הדירקטוריון: בין שיקול הדעת העסקי להגינות מלאה" ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס 141 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015).
137 עניין אלוביץ, לעיל ה"ש 6, פס' 88 לפסק דינו של השופט עמית.
138 שם, בפס' 95 ו-123 לפסק דינו של השופט עמית.

לשורש קיומו של האדם בישראל לעת זקנה",¹³⁹ מצדיק ביקורת שיפוטית מחמירה יותר, המתערבת גם בתוכן ההחלטה?

השאלה מהו סטנדרט הביקורת השיפוטית שבו תיבחן האחריות של נושאי משרה בגופים מוסדיים טרם הוכרעה בפסיקה ובספרות המשפטית.¹⁴⁰ סוגיה זו עלתה לדיון לאחרונה בנוגע להשקעה שביצעה קרן הפנסיה של הסדרות העובדים הלאומית בשיפוץ מלון "הוד המדבר". בבית המשפט המחוזי החיל השופט פרגו את כלל שיקול הדעת העסקי על החלטת ההשקעה של קרן הפנסיה וקבע כי "אל לו לבית המשפט להתערב בשיקול דעת עסקי ובזכות הדירקטוריון וההנהלה של חברה לנהל את ענייני החברה כל עוד הם נעשים כדין".¹⁴¹ עם זאת, הוא לא נמנע בהמשך פסק הדין מדיון ארוך ומפורט בכדאיות העסקית של ההחלטה להשקיע בשיפוץ המלון.¹⁴² בדיון בערעור לבית המשפט העליון נמנעה השופטת ברון מלהידרש לסוגיית תחולת כלל שיקול הדעת העסקי על החלטות של נושאי משרה המנהלים מוצרים פנסיוניים ולקבוע הלכה בעניין.¹⁴³ לעומת זאת, פרופ' עמיר ליכט טוען כי אין מקומו של כלל שיקול הדעת העסקי במקום שאין בו תכלית של השאת רווחים, אלא נאמנות "משמורנית", כלשונו, לשמירת הנכסים והזכויות של החוסכים. אי לכך, הוא סובר כי שיקול הדעת של מנהלי קרן פנסיה הוא "שיקול דעת משמורני", העומד למבחן גם לגבי תוכנו.¹⁴⁴

לשיטתנו, פעילותם של נושאי משרה המנהלים מוצרים פנסיוניים כרוכה בהפעלת שיקול דעת עסקי לצורך הגשמת התכלית של הגוף המוסדי, קרי, שמירה על נכסי העמיתים ועל הזכויות הנובעות מנכסים אלה.¹⁴⁵ שמירה על זכויות העמיתים אינה משימה בעלת אופי סולידי כלל וכלל, כפי שיבואר להלן, אלא מחייבת יצירתיות ונטילת סיכונים עסקיים. היא כוללת שני מרכיבים: צבירת חיסכון פנסיוני במהלך שנות העבודה והבטחת גובה הגמלה החודשית בשנים שלאחר הפרישה מהעבודה.

החיסכון הפנסיוני אומנם נוצר מהפקדות החוסכים ומעסיקהם, אך גורם ההשפעה העיקרי לשבט או לחסד הוא התשואה שהניבה ההשקעה של הגוף המוסדי, כשמרכיב הריבית דריבית לאורך עשרות שנות העבודה של החוסך הכרחי לצבירת פנסיה ראויה לקיום.¹⁴⁶ הרגולציה

139 בג"ץ 3430/16 התאחדות חברות לביטוח חיים בע"מ נ' הממונה על שוק ההון ביטוח וחסכון, פס' טז לפסק דינו של המשנה לנשיאה רובינשטיין (פורסם בנבו, 30.6.2016).

140 חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל", לעיל ה"ש 4, בעמ' 324–325.

141 ת"א (מחוזי ת"א) 2058/09 פסגות פנסיה בע"מ נ' צולר (פורסם בנבו, 10.6.2015).

142 בכל הכבוד, לאור קביעתו של בית המשפט כי כלל שיקול הדעת העסקי חל במקרה זה, היה עליו להימנע מדיון בכדאיות העסקית של ההחלטה להשקיע בשיפוץ המלון, משום שהוא חורג מביקורת שיפוטית על נאותות הליך קבלת ההחלטה וגולש לביקורת מהותית על תוכנה.

143 עניין צולר, לעיל ה"ש 5, פס' 42 לפסק דינה של השופטת ברון.

144 עמיר ליכט "הפרוטוקולים של גימלאי ציון – חובת זהירות של מנהל קרן פנסיה" נקודה בסוף משפט (29.6.2015) /2015/06/29/14/amirlicht.wordpress.com.

145 ראו ס' 3 (ג) לחוק הגמל.

146 חישוב נומינלי גם מראה שבהתאם לשיעורי ההפרשה הפנסיונית הנהוגים בישראל, אדם חוסך במשך כחמש שנות עבודה כספי חיסכון פנסיוני השווים לשכר של שנת עבודה אחת. כלומר, לרשותו של אדם שעבד ארבעים שנים וחסך ללא תשואה וללא עלויות ביטוח ודמי ניהול עומדת

חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים

הפנסיונית קובעת כי לצורך חישוב ההתחייבויות של הגוף המוסדי בגין מוצרים פנסיוניים יש להניח תשואה ריאלית מסוימת.¹⁴⁷ כמו כן, לצורך המחשת סכום החיסכון הכולל והגמלה החודשית העתידיים, שמוצגים בדו"ח השנתי הנשלח לעמית, יש להניח תשואה ריאלית מסוימת (לדוגמה, בביטוחי מנהלים הנחת התשואה היא 4% בשנה).¹⁴⁸ כדי להשיג תשואה שנתי עודפת ולהבטיח גמלה נאותה לחוסך בעת פרישתו, מנהלי ההשקעות חייבים ליטול סיכונים ולגלות יצירתיות עסקית.¹⁴⁹ גם רשות שוק ההון הכירה בכך, ולכן בשנת 2016 היא הורתה על מעבר למסלולי השקעה תלויי גיל, בהם הסיכון גבוה לעמיתים שגילים פחות מחמישים ונמוך עבור בני שישים ומעלה.¹⁵⁰ על מנהלי ההשקעות בגוף המוסדי מוטל אפוא לנהל ביצירתיות את כספי החוסכים ולהשיאם בהתאם למסלול ההשקעות שנבחר על ידי החוסך ולמדיניות ההשקעה שנקבעה.¹⁵¹

יתרה מזו, הגמלה החודשית של פנסיונר נקבעת תחילה על ידי מקדם המרה שמורכב משני גורמים: תוחלת החיים הצפויה והנחת תשואה, אולם גם לאחר קביעתה היא ממשכה להיות מושפעת מהנחת התשואה. יוצא אפוא שלאורך השנים שבהן העמית מקבל את גמלת הפנסיה, נדרשים מנהלי ההשקעות להוסיף ולפעול להשגת תשואה לפחות בגובה הנחת התשואה שעל פיה חושב המקדם כדי שהגמלה לא תפחת.¹⁵² המורכבות של משימה זו מתחדדת בשנים

- צבירה השווה לשכר עבודה של כשמונה שנים, שלאור תוחלת החיים הממוצעת בישראל אין בה די כדי להבטיח את פונסתו לאורך השנים שלאחר הפרישה מהעבודה.
- 147 ראו קודקס הרגולציה, לעיל ה"ש 7, שער 5, חלק 2, פרק 1, סימן ג' (מדידת התחייבויות).
- 148 חוזר גופים מוסדיים 2018-9-26 "דוח שנתי ודוח רבעוני לעמיתים ולמבוטחים בגוף מוסדי – תיקון" (9.7.2018) <https://bit.ly/3qC2TZg> (להלן: דו"ח שנתי ורבעוני לעמיתים ולמבוטחים).
- הגמלה החודשית העתידית מחושבת כצבירת החיסכון במועד הפרישה מחולקת במקדם ההמרה לקצבה. מקדם זה מורכב משני גורמים: ריבית תחשיבית ותוחלת החיים הצפויה. ככל שהמקדם יהיה גבוה יותר, כך הגמלה תהיה נמוכה יותר, ולהפך. מקדם ההמרה "מנבא" את תוחלת החיים הצפויה, כך שבמועד הפרישה, תחת הנחת התשואה העתידית, סכום הכסף הנצבר יספיק לתשלומי הגמלה עד למועד פטירתו הצפוי של המבוטח הממוצע. בניגוד לביטוחי מנהלים משנת 2013 ואילך וקרנות פנסיה, מקדם ההמרה בפוליסות ביטוחי מנהלים עד שנת 2012 מגלם הבטחת תוחלת חיים שאינה ניתנת לשינוי.
- 149 לדוגמה, על פי נתוני מערכת "ביטוח נט" לחודש דצמבר 2019, החשיפה המנייתית של הפוליסות המשתתפות ברווחים שהופקו בשנים 1992–2003 עמדה על כ-40%, ואילו החשיפה של הפוליסות החדשות יותר היא כ-36%.
- 150 חוזר גופים מוסדיים 2016-9-13 "מסלולי השקעה בקופות גמל – תיקון" ס' 4 (31.8.2016) <https://bit.ly/2JVNPoB>.
- 151 אחד המדדים לבחינת יעילות ההשקעה של הגוף המוסדי הוא מדד Sharp, שבוחן את התשואה העודפת על ריבית חסרת סיכון שהושגה ביחס ליחידת סיכון. ככל שהמדד גבוה מ-1, הוא מעיד על יעילות השקעתית ביחס לסיכון, ולהפך.
- 152 לאור אי-העמידה בהנחת התשואה וחשש לפגיעה בגמלאות של הפנסיונרים בקרנות הפנסיה החדשות, תוקנו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (זקיפת תשואה בקרן פנסיה חדשה מקיפה), התשע"ז–2017. תק' 3 משנה את הקצאת איגרות החוב המיועדות בין העמיתים וקובעת כי 60% מנכסי הפנסיונרים יושקעו באיגרות החוב המיועדות המוקצות לקרן הפנסיה החדשה, ואילו יתרת איגרות החוב המיועדות תוקצנה לשאר העמיתים. כיום שיעורם של מקבלי הקצבה בקרנות החדשות שנפתחו לעמיתים בשנת 1995 נמוך, פחות מ-60 אלף מקבלי פנסיה, לרבות נכות ושארים, מתוך למעלה מ-4.2 מיליון עמיתים. ראו דו"ח שנתי 2018, לעיל ה"ש 8,

האחרונות במציאות של סביבת ריבית אפסית.¹⁵³ הנה כי כן, הבטחת גובה הגמלה החודשית של הפנסיונר לאורך זמן כרוכה אף היא בנטילת סיכונים ויצירתיות עסקית. ודוק, מנהלי ההשקעות בגופים פנסיוניים צריכים להשיג את התשואה על השקעותיהם תחת רגולציה קפדנית המגבילה את חופש הפעולה שלהם. אין ספק כי משטר של נאמנות חייב להצר את דרגות החופש של הנאמן ככל שעולה מידת הפגיעות של הנהנה. הן נושא משרה בחברה והן נושא משרה בגוף המוסדי פועלים בכספם של אחרים ולכן הם כפופים לחובות אמונים וזהירות. אולם הראשון מטרתו היא להשיא את רווחי החברה,¹⁵⁴ ואילו האחרון מטרתו היא לשמור על הנכסים והזכויות של החוסכים, שפגיעותם רבה. פגיעות זו מתעצמת כשמדובר בחיסכון פנסיוני, שהחוסך מחויב בו על פי הדין, והוא נועד להבטיח את פרנסתו לעת זקנה. אשר על כן, לצד חובות האמונים והזהירות שחלות על כל נושא משרה מכוח חוק החברות, נושא משרה המנהל מוצרים פנסיוניים כפוף גם לרגולציה ספציפית שנועדה להגן על החוסכים. הרגולציה הנוגעת לפעילותם של גופים פנסיוניים בישראל ענפה ומפורטת. חובת הזהירות הכללית שנקבעה בסעיף 3 לחוק הגמל נפרטה בתקנות ההשקעה לעקרונות מנחים בנוגע לשיקולים שעל הגוף המוסדי לשקול בביצוע השקעותיו, ביניהם: תזרים המזומנים הצפוי במשיקיע המוסדי, ובכלל זה קביעת שיעור מזערי של נכסים נזילים, ובשים לב לכספים המיועדים לתשלום קצבה למקבלי קצבאות; אפשרויות השקעה חלופיות מאותו סוג, בשים לב לתשואות ולסיכונים הצפויים וליחס ביניהם; המהות הכלכלית של הנכס המושקע, לרבות החשיפות הנגזרות ממנו והיכולת לקבוע את אופן שיערוכו; וכדאיות ההשקעה לפי איכות נייר הערך הנמדדת באמות מידה כלכליות מקובלות, וכן בשים לב לאיכות הממשל התאגידי בגוף המוחזק.¹⁵⁵

למעשה, הרגולציה הפנסיונית לא הסתפקה בחובת הזהירות והעקרונות הכלליים ליישומה, אלא יצרה מסגרת שלמה ומפורטת לפעילותם של נושאי משרה המנהלים מוצרים פנסיוניים במסגרת חברה מנהלת או חברת ביטוח. הרגולציה מצמצמת במידה משמעותית את מרחב הפעולה, דרגות החופש ושיקול הדעת של נושאי המשרה. היא קובעת כללים ופרוצדורות מחייבים לגופים המוסדיים, ולהלן נפרט את מקצתם:

נוהלי עבודה וממשל תאגידי – הרכב הדירקטוריון של גוף מוסדי כפוף לדרישות מחמירות בנוגע למספר הדירקטורים הבלתי תלויים.¹⁵⁶ הרגולציה הפנסיונית קובעת את רמת המיומנות הנדרשת מהדירקטורים בתחומי ביטוח ופנסיה, חשבוונאות, פיננסים וניהול סיכונים וכן

פרק ב, לוח ב-11. אולם בעתיד שיעורם של מקבלי הקצבה בקרנות החדשות יגדל, והקומץ לא ישביע את הארי. אתגר נוסף יתעורר בפוליסות ביטוחי המנהלים, שאינן זכאיות להקצאה של איגרות חוב מיועדות ומשתתפות ברווחים, עם הגעת המוני החוסכים בפוליסות אלה לגילאי פרישה והצורך לשמור על גובה הגמלה החודשית שלהם. ההפליה בהקצאת איגרות החוב המיועדות בין מוצרי החיסכון הפנסיוני נדונה בעבר ונדרחה בבג"ץ 6925/14 פורום החוסכים לפנסיה בישראל נ' שר האוצר (פורסם בנבו, 24.12.2017).

153 דו"ח בנק ישראל, לעיל ה"ש 11, פרק א, לוח א-1.

154 ס' 11(א) לחוק החברות.

155 תק' 7 לתקנות ההשקעה.

156 קודקס הרגולציה, לעיל ה"ש 7, שער 5, חלק 1, פרק 2 (דירקטוריון גוף מוסדי).

חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים

קריטריונים מוגדרים ביחס לניסיונם והשכלתם.¹⁵⁷ בנוסף, נקבעו נהלים מחמירים יותר מאלה שחלים על חברות ציבוריות בנוגע לקיום ישיבות דירקטוריון של גוף מוסדי, תדירותן, דרך ניהולן ותיעודן.¹⁵⁸ כמו כן, על מנת להרחיב את מעגל האחריות בגוף המוסדי, הגדרת נושא משרה כוללת גם את חברי ועדת ההשקעות ובעלי תפקידים אחרים בחברה, שמינויים כפוף לאישור הרגולטור.¹⁵⁹

כללי השקעה – מעבר לאמור בתקנות ההשקעה, קודקס הרגולציה קובע כללים מאוד מוגדרים לגבי אופן ההשקעה של כספי החוסכים בנכסים השונים וגיוונם.¹⁶⁰ הכללים מתייחסים לשיעור הנכסים שגוף מוסדי רשאי להשתמש בהם לרכישת נכס מסוג מסוים או תאגיד מסוים ולהיקף הנכסים הנזילים ושאינם נזילים. הכללים קובעים גדרים להשקעות במסלולים מתמחים. קבלת ההחלטות בגוף המוסדי צריכה להיעשות באמצעות אנליזות לנכסי ההשקעות. הגוף המוסדי מחויב לבצע בקרות על ההשקעות, לתעד אותן ולדווח לממונה על שוק ההון על חריגה מכללי ההשקעה. חריגה מכללי ההשקעה עלולה להוביל לסנקצייה של החזר דמי ניהול. כדי להימנע מכך, הגוף המוסדי רשאי להגיש לממונה על שוק ההון בקשה מראש לאישור השקעה החורגת מהכללים.¹⁶¹

שקיפות – הרכבי הנכסים, נזילותם, מידת הסיכון הטמונה בהם וכמובן התשואות בפועל בשוק ההון מוצגים ומדווחים מדי חודש לרשות שוק ההון ולציבור באתרי ההשוואה השונים: "גמל נט", "ביטוח נט" ו"פנסיה נט". כמו כן, הגופים המוסדיים מחויבים לפרסם לציבור דו"חות רבעוניים ושנתיים בהתאם למבנה שנקבע על ידי הרגולטור;¹⁶² לפרסם את תקנוניהם ולפעול על פיהם; ונוסף על כך לשלוח לחוסכים מידע אישי רבעוני ושנתי.¹⁶³

צינות, אכיפה וניהול סיכונים – על הגופים המוסדיים חלה חובת מינוי ממונה ציות ומנהל סיכונים, מתן עצמאות לפעולתם וחובת היוועצות של הדירקטוריון עמם. על ממונה הצינות ומנהל הסיכונים חלות חובות דיווח וסקירה בנושאים שעליהם הם מופקדים להנהלת הגוף המוסדי.¹⁶⁴

הנה כי כן, הסביבה הרגולטורית שבה פועלים נושאי משרה המנהלים מוצרים פנסיוניים מצמצמת במידה משמעותית את דרגות החופש שלהם. לדעתנו, קיימים יחסי גומלין בין עוצמת הרגולציה לבין מידת החשיפה לאחריות משפטית. מרחב הפעולה המוגבל של נושאי משרה בגופים מוסדיים, שמתוחם ומגודר היטב על ידי הרגולציה הפנסיונית היוצרת מסגרת מפורטת

157 ש.ם.

158 ש.ם.

159 ש.ם, בפרק 4.

160 ש.ם, בשער 5, חלק 2, פרק 4 (ניהול נכסי השקעה).

161 תק' 26 לתקנות ההשקעה מאפשרת לממונה לאשר מראש השקעה חורגת "בנסיבות מיוחדות ולשם שמירה על עניינם של המבוטחים או העמיתים".

162 קודקס הרגולציה, לעיל ה"ש 7, שער 5, חלק 4, פרק 1 (דין וחשבון לציבור) והנספחים הנלווים בדבר מבנה הדיווח הנדרש.

163 דו"ח שנתי ורבעוני לעמיתים ולמבוטחים, לעיל ה"ש 148, פרקים 1–2.

164 קודקס הרגולציה, לעיל ה"ש 7, שער 5, חלק 1, פרק 6 (ניהול סיכוני ציות בגופים מוסדיים) ופרק 10 (ניהול סיכונים).

של כללים שנועדו, בין השאר, להבטיח כי הם נוהגים בזהירות בכספי החוסכים, אמור לשיטתנו לגרור הפחתה של החשיפה לאחריות בשל הפרת חובת הזהירות. אם נושאי המשרה ממלאים בדבקות אחר הוראות הרגולציה הקפדנית בנוגע לכללי ההשקעה, ממשל תאגידי, שקיפות ומנגנוני ציות, יש להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי על ההחלטות שהם מקבלים לשמירה על זכויות העמיתים. כאמור לעיל, החלטות אלה כרוכות בנטילת סיכונים ויצירתיות עסקית לצורך השגת תשואה עודפת על ההשקעה של הגוף המוסדי. כל עוד ההחלטות מתקבלות במסגרת הכללים המפורטים שקבע הרגולטור, בהיעדר ניגוד עניינים, בתום לב ובאופן מיועד, על בית המשפט להימנע מבחינה מהותית של תוכן ולהגביל את הביקורת השיפוטית לבחינה פרוצדורלית של נאותות הליך קבלת ההחלטות.

ו. סיכום

מהו המשטר המשפטי האופטימלי לאחריות הגופים המוסדיים כלפי החוסכים באמצעותם בכל הנוגע לניהול כושל של השקעות? שאלה זו, שטרם זכתה לדיון מספק בפסיקה ובספרות האקדמית, ניצבת במוקד מאמר זה. פעילותם של נושאי משרה המנהלים מוצרים פנסיוניים כרוכה בנטילת סיכונים עסקיים לצורך השגת תשואות עודפות על כספי החוסכים והבטחת גמלה נאותה לעת פרישתם, ואף לאחריה. בהינתן הסביבה הרגולטורית שבה הם פועלים, אשר מצירה את דרגות החופש שלהם, החלטת השקעה שהתקבלה תוך הקפדה על הוראות הרגולטור צריכה להיבחן על פי כלל שיקול הדעת העסקי. כלל זה, שפותח בדיני החברות של מדינת דלוור ונקלט לאחרונה גם בישראל, מרכז את עוצמת הביקורת השיפוטית על החלטות שמקבלים נושאי משרה בחברה ומגבילה לבחינה פרוצדורלית של נאותות הליך קבלת ההחלטה. לפי הצעתנו, כל עוד נושאי משרה בגופים מוסדיים פועלים בגדרי הרגולציה הפנסיונית, בהיעדר ניגוד עניינים, בתום לב ובאופן מיועד, יש להחיל גם עליהם את כלל שיקול הדעת העסקי לפיו החלטות ההשקעה שלהם נהנות מחזקת תקינות ואינן חשופות להתערבות מהותית של בית המשפט בתוכן.