

## בעלות מבוזרת, שליטה ושיתופי פעולה בין גופים מוסדיים במינוי דירקטורים

פרופ' אסף חמדני וד"ר קובי קסטיאל\*

בשנים האחרונות אנו עדים להתפתחות חדשה וייחודית לשוק ההון הישראלי: שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים לצורך מינוי דירקטורים בחברות ציבוריות ללא בעל שליטה. מגמה זו מחדדת את החשיבות בסימון קו הגבול שבין אקטיביזם של גופים מוסדיים לבין שליטה. אקטיביזם של גופים מוסדיים חיוני להגנת המשקיעים בחברות ציבוריות ולפיתוח שוק ההון, אך בישראל ובעולם מקובל לאסור על גופים מוסדיים לשלוט בחברות. הגברת מעורבות גופים מוסדיים במינוי דירקטורים מעוררת כמה שאלות: האם די בתיאום בין גופים מוסדיים למינוי דירקטורים כדי להפוך אותם לבעלי שליטה בחברה? האם הנימוקים ביסוד האיסור על גופים מוסדיים לשלוט בחברות ציבוריות חלים גם במקרה של תיאום עמדות לצורך מינוי דירקטורים? האם ראוי להחריג שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים למינוי דירקטורים מהגדרת שליטה? אם כן, כיצד יש לעשות זאת? מאמר זה מציב את התשתית לבחינת שאלות אלה. בין היתר, אנו מסבירים מדוע בחברות עם מבנה בעלות מבוזר אין לראות במוסדיים המשתפים פעולה באופן נקודתי או לצורך מינוי מיעוט מקרב הדירקטורים, כבעלי שליטה, מנתחים את היתרונות והחששות הנובעים משיתוף פעולה זה, לרבות במישור הריכוזיות הכלל־משקית, ומציעים להסדיר את מעורבות הגופים המוסדיים במינוי דירקטורים באמצעות הגנת נמל מבטחים, וזאת כדי למנוע חשש כי מעורבות זו תעלה כדי שליטה.

**א. מבוא.** **ב. שיתוף פעולה בין מוסדיים לצורך מינוי דירקטורים;** 1. שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים: רקע ויתרונות; 2. מינוי דירקטורים על ידי משקיעים מוסדיים; 2.1. החשש מפני הטיה מבנית במינוי דירקטורים; 2.2. היתרונות ביכולת להציע מועמדים לדירקטוריון; 3. שיתוף פעולה בין מוסדיים לצורך הנקודתי של מינוי דירקטורים; 3.1. יתרונות; 3.2. שיתוף פעולה ומבנה בעלות. **ג. מבט השוואתי;** 1. בריטניה; 2. ארצות הברית. **ד. שיתוף פעולה וסוגיית ה"שליטה";** 1. הפן המוסדי: איסור השליטה שחל על גופים מוסדיים; 2. הפן התאגידי: מתי שיתוף פעולה בהצעת מועמדים מהווה החזקה יחד העולה לכדי שליטה; 2.1. הגדרת שליטה והחזקה משותפת; 2.2. שיתוף פעולה בהצעת מועמדים כהחזקה יחד העולה כדי שליטה; 3. הגישה המוצעת; 3.1. הצורך בהגנת נמל מבטחים; 3.2. מאפיינים ייחודיים של גופים מוסדיים; 3.3. טיב האינטרס המוגן: המשקיעים בחברה; 3.4. עיצוב הגנת "נמל מבטחים"; 3.5. חשש מריכוזיות כלל־משקית. **ה. סיכום.**

---

\* פרופסור מן המניין, הפקולטה למשפטים ובית הספר לניהול, אוניברסיטת תל אביב, ועמית מחקר, European Corporate Governance Institute; מרצה, הפקולטה למשפטים של אוניברסיטת תל אביב ועמית מחקר, המרכז לממשל תאגידי ורגולציה פיננסית בבית הספר למשפטים של הרווארד. אנו מודים לגיורא ארדינסט, עידו באום, אברהם ביגר, שיראל גוטמן עמירה, רונן הירש, תום וולטר, בני לאוטרבך, עמיר ליכט, גת מגידו, אהוד סול ואהוד קמר על הערות מועילות, למאיה אשכנזי, הילה גולדשמיד ומעין ויסמן על עזרה מצוינת במחקר ולחברי מערכת כתב העת "המשפט" על הערות מפורטות ומעמיקות שזכינו לקבל מהם.

## א. מבוא

באוגוסט 2017, בעיצומה של חקירת רשות ניירות ערך כנגד חברת בזק, נדרשו בעלי המניות של החברה להצביע על הארכת כהונתו של אחד מהדירקטורים החיצוניים. שני גופים מוסדיים, בית ההשקעות פסגות וחברת הביטוח כלל, הציעו כל אחד מועמד מטעמו לדירקטוריון. לשיטתם, החזרת אמון המשקיעים במניה חייבה מינוי מועמד חיצוני, שאינו קשור לפעילות החברה בגינה נפתחה חקירה פלילית. בסופו של דבר, כ־ 90% מבין בעלי המניות ללא עניין אישי אשר השתתפו בהצבעה תמכו במועמד של פסגות.<sup>1</sup>

כמה חודשים לאחר מכן התקיימו בחירות נוספות לדירקטוריון בזק. הפעם, כמה גופים מוסדיים חברו יחדיו והציעו רשימת מועמדים מטעמם לדירקטוריון.<sup>2</sup> אחד הגופים המוסדיים פנה לגורמי הפיקוח במטרה שיאשרו לגופים המוסדיים לתאם עמדות בהצבעה על מינוי דירקטורים. החשש שהעלה אותו משקיע היה שבהיעדר תיאום, הגופים המוסדיים עשויים להצביע למועמדים שונים, ובכך להקשות על השגת הרוב הנדרש לבחירה במועמדים חדשים חלף שני הדירקטורים החיצוניים המכהנים.<sup>3</sup> על פי פרסומים בעיתונות הכלכלית, הרגולטורים "היססו להעניק אישור כזה כתוב, מחשש כי תיאום הצבעות יחשב "שליטה יחד" שאסורה על הגופים המוסדיים."<sup>4</sup> עם זאת, הממונה על רשות התחרות העניקה אישור לתיאום עמדות נקודתי בלבד, תוך הבהרה כי האישור הוא חד־פעמי.<sup>5</sup> בסופו של דבר, נבחר רק אחד מבין הנציגים שהומלצו על ידי המשקיעים המוסדיים.<sup>6</sup>

דוגמה אחרת היא זו של חברת פז, אשר מתנהלת ללא גרעין שליטה. הגופים המוסדיים, אשר מחזיקים במצטבר יותר מ־60% ממניות החברה, הודיעו בספטמבר 2018 שבכוונתם להציע באספת בעלי המניות מועמדים חדשים לדירקטוריון. בדירקטוריון פז היו באותה עת שלושה מקומות פנויים, וכל אחד משלושה גופים מוסדיים שונים – מיטב דש, מנורה וילין לפידות – הציע דירקטור אחר מטעמו.<sup>7</sup> בכל המקרים נבחר המועמד שהציעו המשקיעים המוסדיים, ולא זה שהציעה החברה.<sup>8</sup> גם במקרה זה נעשתה פנייה כדי לקבל

<sup>1</sup> שלי אפלברג "דירקטור חיצוני חדש לבזק: המוסדיים בחרו במועמד של פסגות" *The Marker* – שוק ההון 16.8.2017. [www.themarker.com/markets/1.4358105](http://www.themarker.com/markets/1.4358105)

<sup>2</sup> אמיתי זיו "צעד נדיר: גופים מוסדיים דורשים להחליף את הדירקטורים" *The Marker* – TechNation 26.1.2018. [www.themarker.com/technation/1.5767349](http://www.themarker.com/technation/1.5767349)

<sup>3</sup> רחלי בינדמן "מיטב דש לרשות ההגבלים: אפשרו לנו לתאם הצבעה על הדח"צים בבזק" *כלכליסט* – שוק ההון 16.4.2018. [www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3736184,00.html](http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3736184,00.html)

<sup>4</sup> רחלי בינדמן "מיטב דש מתערב שוב: ביקש מהרגולטורים לתאם עמדות כדי שביגר ייבחר ליו"ר פז" *כלכליסט* – שוק ההון 15.10.2018. [www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3747658,00.html](http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3747658,00.html) (להלן: בינדמן "מיטב דש מתערב שוב").

<sup>5</sup> רחלי בינדמן "רשות ההגבלים מאפשרת למוסדיים לתאם עמדות בהצבעה בבזק" *כלכליסט* – שוק ההון 17.4.2018. [www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3736314,00.html](http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3736314,00.html)

<sup>6</sup> גולן חזני "הדירקטורים שינהלו את בזק, בינתיים" *כלכליסט* – שוק ההון 29.4.2018. [www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3736935,00.html](http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3736935,00.html)

<sup>7</sup> רחלי בינדמן ויניב רחימי "המוסדיים רוצים לעשות מהפך בדירקטוריון פז" *כלכליסט* – שוק ההון 25.9.2018. [www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3746420,00.html](http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3746420,00.html) (להלן: בינדמן ורחימי "המוסדיים רוצים לעשות מהפך בדירקטוריון פז").

<sup>8</sup> יורם גבזון "הקרב על דירקטוריון פז: ניצחון לאליעזר שקדי ואריק שטיינברג – ולמוסדיים" *The Marker* – שוק ההון 16.10.2018. [www.themarker.com/markets/1.6568937](http://www.themarker.com/markets/1.6568937)

אישור לתאם עמדות לקראת האספה,<sup>9</sup> וגם במקרה זה רשות התחרות ורשות ניירות ערך העניקו הסכמה שבעל פה לתיאום עמדות בין המוסדיים.<sup>10</sup>

בזק ופז הן דוגמאות למגמה חדשה של הצעת מועמדים לדירקטוריון על ידי גופים מוסדיים בישראל. בשנים 2016–2017 הובילו גופים מוסדיים מהלכים שהסתיימו במינוי 14 דירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות.<sup>11</sup> מינוי דירקטורים שלא הוצעו על ידי החברה מפחית את התלות של הדירקטורים בהנהלת החברה או בבעלי שליטה.<sup>12</sup> כפי שדוגמאות אלה ממחישות, מינוי דירקטורים מטעם קבוצה של בעלי מניות מצריך תיאום מוקדם ביניהם. אולם, ככל שמדובר בחברות בבעלות מבוזרת, מתעוררת השאלה האם תיאום מוקדם בין מוסדיים לעניין מינוי דירקטורים ייחשב כ"החזקה משותפת" העולה כדי "שליטה", ובכך יפרו המוסדיים את האיסור המוטל עליהם לשלוט בחברות.<sup>13</sup> תיאום כאמור גם יכול לעלות לכדי הסדר כובל אסור לפי חוק התחרות הכלכלית.<sup>14</sup>

סוגיית שיתופי הפעולה בין גופים מוסדיים מקבלת משנה חשיבות לנוכח שתי מגמות עדכניות בשוק הישראלי: הראשונה, עליית כוחם של גופי החיסכון הפנסיוני. השנייה, מגמה לביזור השליטה בחברות ציבוריות הנסחרות בבורסה בתל אביב. הגופים המוסדיים מנהלים כיום קרוב למחצית מתיק הנכסים של הציבור.<sup>15</sup> רפורמות כלכליות בשני העשורים האחרונים – בהן יישום המלצותיה של ועדת בכר,<sup>16</sup> החלת פנסיית חובה לשכירים החל משנת 2008<sup>17</sup> ועלייה מתמשכת בשיעורי ההפרשות בהם מחויבים העובדים והמעסיקים, לצד עלייה בשכר הנומינלי – הביאו לעלייה בהיקף החסכוניות של הציבור שמופקדים בידי הגופים המוסדיים. לצד זאת, לנוכח צמצום החובה של הגופים המוסדיים להשקיע באיגרות חוב מיועדות,<sup>18</sup>

<sup>9</sup> בינדמן "מיטב דש מתערב שוב", לעיל ה"ש 4.

<sup>10</sup> רחלי בינדמן "המוסדיים יוכלו להיפגש לתאם עמדות ביחס לחברות ציבוריות" **כלכליסט** – שוק ההון 13.2.2019. [www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3756289,00.html](http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3756289,00.html)

<sup>11</sup> עו"ד אמיר שחר "אקטיביזם של בעלי מניות – 2017 השחיה את החרב וקצת כיוונים לשנת 2018" **ניוזלטר שבולת** 22.1.2018. <http://shibolet.a-prods.com/wp-מהפכה> "The Marker – שוק ההון 6.6.2017. דוגמה נוספת היא ניסיון הפניקס ופסגות למנות נציגים מטעמן לדירקטוריון של כלכלית ירושלים, שהסתיימו במינוי הנציג שהוצע על ידי הפניקס; קובי ישעיהו "המירוץ לדירקטוריון כלכלית: אלה המועמדים שיעלו באסיפה" **גלובס** – כלכלית ירושלים 15.5.2016.

<sup>12</sup> עידו באום "מגמה חדשה בבורסה: המוסדיים מציעים דח"צים" **The Marker** – שוק ההון 21.1.2017. [www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001124271](http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001124271). מעורבות המוסדיים גם הביאה למינוי דירקטורים חיצוניים בחברות נוספות, דוגמת דלק אנרגיה, קרדן נדל"ן ווילי פוד. עמיר קורץ "מעורבות המוסדיים עשויה להחזיר את האמון בדח"צים" **כלכליסט** – שוק ההון 26.12.2016. [www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3704529,00.html](http://www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3704529,00.html); ניר טל "הצלחה למוסדיים: יובל רכלבסקי מונה לדח"צ בדלק אנרגיה" **כלכליסט** – שוק ההון 16.8.2017. [www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3719306,00.html](http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3719306,00.html)

<sup>13</sup> להגדרת המונחים "החזקה משותפת" ו"שליטה", ראו פרק ד. 1.2; לאיסור השליטה החל על מוסדיים, ראו להלן ה"ש 111.

<sup>14</sup> סי' 2(א) לחוק התחרות הכלכלית, התשמ"ח-1998; תק' 12(א) לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), התשע"ב-2012 (להלן: תקנות כללי השקעה).

<sup>15</sup> בנק ישראל **דו"ח מצב הכלכלה והשוק הכספי 2018**, עמ' 91–123 (2019). [www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/DocLib3/BankIsraelAnnualReport/%D7%93%D7%95%D7%97%D7%99%D7%A9%D7%A8%D7%90%D7%9C%202018/%D7%A7%D7%95%D7%91%D7%A6%20%D7%9E%D7%9C%D7%90.pdf](http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/DocLib3/BankIsraelAnnualReport/%D7%93%D7%95%D7%97%D7%99%D7%A9%D7%A8%D7%90%D7%9C%202018/%D7%A7%D7%95%D7%91%D7%A6%20%D7%9E%D7%9C%D7%90.pdf)

<sup>16</sup> משרד האוצר **דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון (2004)**.

<sup>17</sup> צו הרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק לפי חוק הסכמים קיבוציים, התשי"ז-1957.

<sup>18</sup> איגרות חוב ממשלתיות שאינן סחירות שהמדינה הנפיקה לגופים המוסדיים בתשואה קבועה לצורך מימון החוב הממשלתי.

עלה גם היקף הכספים שמשקיעים הגופים המוסדיים בשוק ההון.<sup>19</sup> בשנת 2018 ניהלו הגופים המוסדיים נכסים בהיקף של כ-1.6 טריליון ש"ח.<sup>20</sup> על פי ההערכות, הרכיב המנייתי מהווה כחמישית מן הסכום דלעיל (קרי, כ-320 מיליארד ש"ח), וחלקו היחסי בסל הנכסים המנוהלים של הגופים המוסדיים צפוי להמשיך ולגדול עם השנים.<sup>21</sup>

במקביל, חלה בשנים האחרונות מגמה לביזור השליטה בחברות ציבוריות הנסחרות בבורסה בתל אביב. בין הגורמים לכך ניתן למנות את איסור המבנה הפירמידלי וההפרדה בין בעלות בתאגידים ריאליים ופיננסיים הקבועים בחוק הריכוזיות וכן ההגבלות על מימון לצורך רכישת אמצעי שליטה.<sup>22</sup> בין השנים 2017 ל-2019 גדל מספרן של החברות נעדרות השליטה הנסחרות בבורסה באופן משמעותי – מ-42 ל-72.<sup>23</sup> ממחקר שנעשה ברשות לניירות ערך עולה כי בסוף שנת 2010, בכ-11% מהחברות הציבוריות (כולל חברות דואליות) לא היה בעל שליטה, לעומת כ-20% בסוף שנת 2018, ומשקלן של חברות אלה מתוך שווי השוק הכולל הוערך בכ-41% בסוף שנת 2017.<sup>24</sup>

שתי מגמות אלה יוצרות מציאות תאגידית השונה בתכלית מזו שהתקיימה בשוק ההון בשנות התשעים של המאה הקודמת, התקופה שבה התגבש חוק החברות. ככל שתימשך המגמה של פיזור גרעיני השליטה, יש לצפות כי הגופים המוסדיים בישראל, בדומה למצב בארצות הברית ובריטניה, יחזיקו במצטבר ברוב המניות של החברות הציבוריות במשק. בחברת פז, למשל, מחזיקים הגופים המוסדיים במצטבר בכ-60% ממניות החברה. העלייה בכוחם של הגופים המוסדיים הישראליים ומעורבותם במינוי דירקטורים מחדדות את הצורך בקביעת קו הגבול שבין אקטיביזם מוסדי לשליטה. מחד גיסא, אקטיביזם של גופים מוסדיים חיוני להגנת המשקיעים בחברות ציבוריות, זכויות החוסכים לפנסיה ופיתוח שוק ההון. מאידך גיסא, בישראל, כמו במדינות רבות אחרות, מקובלת גישה עקרונית לפיה הגופים המוסדיים מוגבלים למעמד של משקיעים פסיביים, ונאסר עליהם לשלוט בחברות. על רקע זה עולה השאלה האם די בפעילות משותפת למינוי דירקטורים כדי להפוך גופים מוסדיים, אשר מחזיקים במצטבר בנתח משמעותי ממניות חברה, לבעלי שליטה? נוכח איסור השליטה על גופים מוסדיים, יש חשיבות מיוחדת להבהרת הגבול בין תיאום חיוני לצורך הגנת זכויות בעלי המניות לבין שליטה, שכן חוסר הוודאות יוצר אפקט מצנן שמרתיע גופים מוסדיים מפעולה משותפת למימוש זכויותיהם.

<sup>19</sup> בעוד שבשנת 2000 שיעור הנכסים של הגופים המוסדיים בתיק הנכסים של הציבור עמד על 31%, בשנת 2018 הוא עמד על 43%.

<sup>20</sup> מרדכי אילן **תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור** (החטיבה למידע ולסטטיסטיקה, 2019) [www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/Documents/MabatStat2018/pereka.pdf](http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/Documents/MabatStat2018/pereka.pdf).

<sup>21</sup> רון שטיין "איפה משקיעים המוסדיים את הר השקלים של הציבור?" **גלובס** – שוק ההון 15.2.2017 [www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001177156](http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001177156).

<sup>22</sup> חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013.

<sup>23</sup> אורי גלאור "מי מפקח על המנהלים? ריבוי החברות ללא גרעין שליטה דורש התאמות" **כלכליסט** – שוק ההון 26.12.2019 [www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3776535,00.html](http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3776535,00.html); ראו גם אנטרופי ממשל תאגידי "נייר עמדה: ממשל תאגידי מאוזן בחברות ללא גרעין שליטה" (2019) [www.entropy.co.il/wp-content/uploads/2019/04](http://www.entropy.co.il/wp-content/uploads/2019/04) נייר-בנושא-חברות-ללא-גרעין-שליטה\_מרץ-2019.pdf; משרד המשפטים ורשות ניירות ערך **קול קורא להתייחסות הציבור לצורך בהתאמות בכללי הממשל התאגידי ביחס לחברות ללא גרעין שליטה** (2019) <https://www.gov.il/BlobFolder/rfp/call-for-bids-150919/he/call-of-bids-final.pdf>.

<sup>24</sup> רשות ניירות ערך **התפתחויות במבנה האחזקות בשוק ההון הישראלי בשנים 2010–2018** (2019) [http://rne.isa.gov.il/GeneralResearch/179/Documents/Holding\\_structure\\_developments\\_in\\_the\\_Israeli\\_capital\\_mar](http://rne.isa.gov.il/GeneralResearch/179/Documents/Holding_structure_developments_in_the_Israeli_capital_market.pdf)

הצורך בבחינת שאלות אלו מתחדד בישראל משתי סיבות. ראשית, בשווקים מפותחים אחרים הגופים המוסדיים אינם נוקטים בגישה כה אקטיבית למינוי דירקטורים בחברות.<sup>25</sup> בארצות הברית ובריטניה, מדינות עם בעלות מבוזרת במרבית החברות הציבוריות ופעילות בולטת של גופים מוסדיים, גופים מוסדיים אינם יוזמים מינוי דירקטורים מטעמם ואינם משתפים פעולה לצורך הצעת מועמדים לדירקטוריון. לפיכך, האפשרות ללמוד באופן ישיר מן ההסדרה המשפטית במדינות אלה היא מוגבלת. שנית, הפרשנות שניתנה בפסיקה הישראלית להגדרת "שליטה" התגבשה בעידן בו לא היה קיים אקטיביזם מוסדי ואינה מתייחסת לחברות ללא גרעין שליטה.

במאמר נעלה כמה טענות מרכזיות. ראשית, לשיתוף פעולה בין גופים מוסדיים לצורך מינוי דירקטורים יש תרומה חשובה לממשל התאגידי והוא מאפשר להם להשתמש באופן אפקטיבי בזכויות המוקנות להם כבעלי מניות. מעורבות של גופים מוסדיים במינוי דירקטורים אף צפויה לתרום להגנת המשקיעים בלי להעביר את מושכות הניהול של החברה לבעלי המניות. תיאום בין גופים מוסדיים יאפשר להם להציג חזית אחידה וכך לחזק את מעמדם מול נושאי משרה ובעלי שליטה. למען הסר ספק, אין בכוונתנו לטעון כי בעלי המניות מהציבור מצופים ליזום, כעניין שבשגרה, מועמדות של נציגים מטעמם לדירקטוריון. אם החברה מציעה מועמדים ראויים ואם הגופים המוסדיים מרוצים מתפקוד החברה, יש להניח כי יתמכו במועמדי החברה לכהונת דירקטור. אולם, שלילת יכולתם של הגופים המוסדיים להציע מועמדים לדירקטוריון תחליש משמעותית את שוק הדירקטורים, בפרט לאור העובדה שהפעילות של קרנות גידור אקטיביסטיות מצומצמת בישראל.

שנית, גם בחברות עם מבנה בעלות מבוזר אין לראות את המוסדיים המשתפים פעולה באופן נקודתי לצורך הצעת דירקטורים כבעלי שליטה. הטעמים לכך הם המאפיינים הייחודיים של גופים מוסדיים ומגבלות האסדרה החלות עליהם, חוסר הצורך להגדירם כבעלי שליטה כדי להגן על החברה או על בעלי מניות מהציבור והבקרה שגופים מוסדיים המשתפים פעולה מחילים זה על זה.<sup>26</sup> לצורך רשימה זו, אנו מגדירים שיתוף פעולה כנקודתי אם יש לו שני מאפיינים. ראשית, שיתוף הפעולה הוא חד-פעמי, כך שהוא מוגבל למינוי דירקטורים בנקודת זמן מסוימת, ואינו חוזר ונשנה. שנית, שיתוף הפעולה מתמקד במינוי דירקטורים, ואינו חורג לתיאום הצבעות בנושאים נוספים.

שלישית, כדי שלא להרתיע גופים מוסדיים מלפעול ביחד למינוי דירקטורים, אנו ממליצים לקבוע הגנת "נמל מבטחים", שלפיה שיתוף פעולה נקודתי ביניהם למינוי דירקטורים או שיתוף פעולה מתמשך ביניהם למינוי מיעוט מקרב הדירקטורים לא ייחשב "שליטה" כל עוד נשמרים כמה מנגנוני בקרה. מנגנוני הבקרה שאנו מציעים כוללים גילוי דבר שיתוף הפעולה והקשרים בין המועמד לדירקטוריון לבין הגוף המוסדי שמציע למנותו, הכפפת מועמדים מטעם גופים מוסדיים לדרישות כשירות של דירקטורים חיצוניים, אי

<sup>25</sup> ראו פרק ג. ראו גם Assaf Hamdani & Sharon Hannes, *Institutional investors, Activist Funds and Ownership Structure* (forthcoming 2020) בעמ' 13-19.

<sup>26</sup> הניתוח המובא במאמר זה חל רק על גופים מוסדיים, ולא על בעלי מניות יחידים, המשתפים ביניהם פעולה.

שיתוף במידע בין גופים מוסדיים לבין דירקטורים מטעמם ופיקוח על ועדת ההשקעות של הגוף המוסדי, שאחראית על מינוי דירקטורים.

לבסוף, המאמר מצביע על הקשר בין עליית כוחם של הגופים המוסדיים, ביזור השליטה וריכוזיות במשק. העלייה המתמשכת בהיקף הנכסים המנוהלים בידי גופים מוסדיים – ובפרט חמש חברות הביטוח הגדולות שמחזיקות בלמעלה מ-90 אחוזים מנכסי קרנות הפנסיה החדשות – בצירוף המגמה של ביזור השליטה בחברות ציבוריות בישראל מעלות חשש לריכוז כוח בידי מספר מצומצם של גופים מוסדיים. חשש זה עלול להחריף כאשר אותם מוסדיים, שיפעלו בשיתוף פעולה, יכתיבו מינוי דירקטורים במספר גדול של חברות ציבוריות במשק שהן בבעלות מבוזרת.<sup>27</sup> חשש זה, המצריך בחינה מעמיקה של מבנה השוק הפיננסי בישראל, מחזק את הצורך להסדיר את השאלה מתי שיתוף פעולה ייחשב כהפעלת שליטה ועשוי להשליך על רוחב היריעה של הגנת "נמל המבטחים" המוצעת על דינו. לשיטתנו, נכון לעת הזו, אין בחשש זה כדי למנוע שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים, בייחוד אם מדובר בשיתוף פעולה נקודתי, מתוחם בהיקפו וכפוף למגבלות שונות. ככל שהניסיון בעתיד יראה כי שיתופי פעולה בין גופים מוסדיים במינוי דירקטורים יוצרים חשש לריכוז כוח עודף בידי קבוצה מצומצמת של מנהלי גופים מוסדיים, ניתן יהיה לשקול מחדש הטלת הגבלות מחמירות יותר על שיתופי פעולה ביניהם.

מבנה המאמר הוא כלהלן: בפרק הראשון נדון בחשיבות שיתופי פעולה בין מוסדיים לצורך חיזוק הממשל התאגידי והגנת זכויות משקיעים. הפרק השני יתמקד בארצות הברית ובריטניה, שתי מדינות עם שוקי הון מפותחים, בעלות מבוזרת בחברות ציבוריות ופעילות בולטת של מוסדיים. בפרק זה נדון במעורבות המוסדיים בשווקים אלה במינוי דירקטורים ונציג טעמים אפשריים להימנעות שלהם מהצגת מועמדים מטעמם. בפרק השלישי נבחן האם ראוי לראות בתיאום לצורך מינוי דירקטורים בחברות בבעלות מבוזרת – הפעלת שליטה. הניתוח בפרק זה כולל שני היבטים מרכזיים. ההיבט המוסדי, במסגרתו נבחן האם הרציונלים העומדים בבסיס איסור השליטה על גופים מוסדיים רלוונטיים גם לשיתוף פעולה נקודתי לצורך מינוי דירקטורים. ההיבט השני הוא ההיבט התאגידי, במסגרתו נציג את המבחנים המקובלים בנוגע לקיום "שליטה" ו"החזקה ביחד" ונסביר מדוע ראוי להחריג גופים מוסדיים המשתפים ביניהם פעולה לצורך מינוי דירקטורים מהגדרת שליטה באמצעות קביעת הגנת "נמל מבטחים". לבסוף, נסכם את המסקנות העולות ממאמר זה.

## **ב. שיתוף פעולה בין מוסדיים לצורך מינוי דירקטורים**

<sup>27</sup> שאלה נפרדת היא האם שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים לצורך הצבעה באספה הכללית של תאגיד מסוים עלול לעלות לכדי הסדר כובל אסור לפי ס' 2(א) לחוק התחרות הכלכלית. לאחרונה פרסמה רשות התחרות גילוי דעת ממנו עולה כי שיתוף פעולה כאמור, שלא בתחום התחרות, לא ייחשב הסדר כובל כל עוד מדובר בשיתוף פעולה נקודתי המתמקד בתאגיד קונקרטי; לא קיימת זיקה תחרותית בין פעילות התאגיד הקונקרטי לפעילות הגוף המוסדי ובין הצדדים; יועבר בין הצדדים אך ורק מידע בקשר לשיתוף הפעולה שעומד על הפרק; ולא ייקח חלק בשיתוף הפעולה מי שהשתתפותו אינה הכרחית לשם הערכת הסוגיות לגביהן מתקיים שיתוף הפעולה או לשם גיבוש הסכמות בין הגופים המוסדיים. ראו: רשות התחרות "גילוי דעת 1/19 שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים שלא בתחום התחרות" (2019) <https://www.gov.il/he/departments/legalInfo/opinion1-19> (להלן: "גילוי דעת בנושא שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים"). ברשימה זו לא נעסוק בהיבטי תחרות, למעט היבט הריכוזיות הכללמשקית.

המאמר כורך יחד שתי סוגיות בתחום הממשל התאגידי: הראשונה, שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים; והשנייה, מינוי דירקטורים בחברות ללא בעל שליטה. נפתח בתיאור היתרונות בשיתוף פעולה בין גופים מוסדיים. לאחר מכן, נדון בחשיבות מינוי דירקטורים על ידי גופים מוסדיים להגנת המשקיעים. נטען כי הצעת מועמדים ספציפיים לדירקטוריון על ידי משקיעים מוסדיים גלומה תועלת מיוחדת בהשוואה לצורות מעורבות אחרות ביחס להרכב הדירקטוריון. לבסוף, נדון בממשק שבין שתי הסוגיות: שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים לצורך הנקודתי של מינוי דירקטורים.

## 1. שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים: רקע ויתרונות

מעורבות פעילה להגנת זכויות המשקיעים מחייבת את בעלי המניות – ובכלל זה גופים מוסדיים – להשקיע משאבים. בהשוואה לבעלי מניות אחרים, לגופים מוסדיים יש יתרון בפקוח על חברות, שכן הם בעלי מומחיות ויכולת גבוהה יותר לאסוף ולנתח מידע.<sup>28</sup> אלא שלגוף מוסדי בודד, ששיעור ההחזקות שלו בכל חברה לרוב אינו גבוה בשל מגבלות החלות על השקעותיו,<sup>29</sup> יש תמריץ מוגבל להשקיע בפקוח על מנהלי החברה. זאת משום שאותו גוף מוסדי ידרש לשאת לבדו במלוא עלויות הפיקוח, בעוד שהתועלת הצפויה מעליית ערך התאגיד תתחלק בין כלל המשקיעים בחברה. לכן גם בעלי מניות מוסדיים אופיינו ב"אדישות רציונלית".<sup>30</sup> בנוסף, כל משקיע מוסדי יעדיף להמתין עד שמשקיע אחר יישא בעלויות, כך שיוכל ליהנות מפירות ההשקעה מבלי להשתתף בה. בעיה זו, המוכרת בספרות כבעיית ה"טרמפיסט", מחריפה ככל שבחברה נתונה ישנם כמה משקיעים מוסדיים שמתחרים זה בזה.<sup>31</sup>

יתר על כן, הגופים המוסדיים מנהלים כספים של אחרים תמורת דמי ניהול, ולכן הם סובלים מבעיית נציג, אשר מפחיתה את התמריץ שלהם להשקיע משאבים (על חשבון החברה המנהלת) לשם מיצוי הזכויות הנובעות מהחזקת מניות. בישראל, ככלל, דמי הניהול הם בגובה אחוז מסוים משווי כלל הנכסים שמנהל הגוף המוסדי, ועל החברה המנהלת נאסר לגבות דמי ניהול בהתאם לתשואה על ההשקעה.<sup>32</sup> כך, חברה מנהלת של גוף מוסדי המשקיעה משאבים כדי להעלות את שווייה של חברה שבה היא משקיעה עבור החוסכים, תהנה רק מאחוז זעום מאותה עליית ערך, המשקף את העלייה בדמי הניהול שנגזרת מעליית שווי הנכסים המנוהלים. לפיכך, לגופים מוסדיים אין תמריץ משמעותי להשקיע משאבים בשיפור הביצועים של חברות.<sup>33</sup>

שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים יאפשר לגופים אלה לחלוק ביניהם את עלויות הפיקוח, תוך חיסכון במשאבים וניצול יתרונות לגודל. זאת ועוד, שיתוף פעולה יאפשר להציג חזית אחידה, וכך לחזק את מעמדם

<sup>28</sup> שם, בעמ' 1–2; רשות ניירות ערך דו"ח הועדה לבחינת קוד ממשל התאגידי (Corporate Governance) בישראל 38–39 (2006) (להלן: ועדת גושן).

<sup>29</sup> לפירוט מגבלות ההשקעה החלות על גופים מוסדיים, ראו: תק' 12(א) לתקנות כללי השקעה.

<sup>30</sup> ראו למשל: דב סלומון "אדישות רציונלית של בעלי מניות: כיצד לעורר את ציבור המשקיעים מתרדמתו" עיוני משפט 317, 350–339 (2016).

<sup>31</sup> Lucian A. Bebchuk & Scott Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 COLUM. L. REV. 2029, 2051–2052 (2019) (להלן: Bebchuk & Hirst).

<sup>32</sup> Assaf Hamdani et al., *Incentive Fees and Competition in Pension Funds: Evidence from a Regulatory Experiment*, 2 J.L. FIN. & ACCT. 49 (2017).

<sup>33</sup> לניתוח מקיף של בעיה זו, בדגש על קרנות נאמנות: Bebchuk & Hirst, לעיל ה"ש 31.

מול נושאי משרה ובעלי שליטה דומיננטיים. בעוד שההנהלה או בעל השליטה עשויים להתייחס בביטול לעמדתו של משקיע מוסדי יחיד, הם יתקשו לעשות זאת מול קבוצת גופים מוסדיים. כך, לעומת פעולה של משקיע בודד, שיתוף פעולה משפר את הסיכוי להשפעה ממשית על התנהלות החברה.<sup>34</sup> דבר זה יתמרץ את ההנהלה להפנים את טובת המשקיעים, וזאת על אף פיזור ההחזקות המאפיין את מבנה הבעלות בחברות ציבוריות. הדבר כמובן ייטיב עם המשקיעים בכללותם, ולא רק עם הציבור שאת כספו מנהלים הגופים המוסדיים. יתר על כן, שיתוף הפעולה חשוב גם לצורך גיבוש והטמעת אמות מידה של ממשל תאגידי שיתאימו למאפייני השוק בישראל, ואולי אף יפחיתו את הצורך בהתערבות המחוקק.<sup>35</sup>

הסיבות הללו הביאו להכרה חוצת גבולות בחשיבות התיאום בין גופים מוסדיים. דו"ח ה-OECD לממשל תאגידי קבע שגופים מוסדיים רשאים להתייעץ זה עם זה בכל הנוגע לזכויותיהם הבסיסיות כבעלי מניות, למען שיפור הממשל התאגידי, ובכלל זה בחירת חברי הדירקטוריון, כל עוד התייעצות כאמור אינה עולה לכדי שליטה.<sup>36</sup> באופן דומה, קובעי מדיניות בבריטניה הביעו גישה אוהדת לשיתופי פעולה בין בעלי מניות מוסדיים, כפי שנראה בהמשך.<sup>37</sup>

## 2. מינוי דירקטורים על ידי משקיעים מוסדיים

### 2.1 החשש מפני הטיה מבנית במינוי דירקטורים

אחד ממאפייני היסוד של התאגידי המודרני הוא ההפרדה בין בעלות לשליטה. דיני התאגידיים מאזנים בין הסמכויות המוקנות למשקיעים, כגון הזכות לזמן אספה מיוחדת או להצביע, לבין אלה המוקנות לדירקטוריון ולהנהלת התאגידי.<sup>38</sup> הזכות המרכזית של בעלי מניות היא הזכות למנות דירקטורים באמצעות הצבעה באספה הכללית.<sup>39</sup> אם בעלי מניות אינם מרוצים מהאופן שבו החברה מתנהלת, הם יכולים להפעיל את

<sup>34</sup> "גילוי דעת בנושא שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים", לעיל ה"ש 27, בסעיף ב'; משרד האוצר **דוח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל 25–26** (2008) (להלן: ועדת חמדני).  
<sup>35</sup> שם, בעמ' 25–26.

<sup>36</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, 23–24 (2015) <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>. כמו כן, דירקטיבת האיחוד האירופי קובעת שגופים מוסדיים נדרשים לפרסם את מדיניות המעורבות שלהם בחברות בהן הם משקיעים (על בסיס כלל "אמץ או הסבר") וכן לפרט על אודות כוונתם לשתף פעולה עם בעלי מניות אחרים. ראו: Council Directive 2017/828/EU, art. 1. 3g1(a), 2017 O.J. (L132).

<sup>37</sup> ראו פרק ג.1. גם באוסטרליה הרשות לניירות ערך והשקעות (ASIC) סבורה שמעורבות קולקטיבית של בעלי מניות עשויה במקרים מסוימים להיות כלי אפקטיבי ויעיל לשיפור הממשל התאגידי ולשמירה על האינטרסים של המשקיעים. ראו Australian Securities and Investments Commission (ASIC), *Regulatory Guide 128 Collective Action by Investors 14* (2015) <https://download.asic.gov.au/media/3273670/rg128-published-23-june-2015.pdf> (להלן: Regulatory Guide). ראו גם: Tim Bowley & Jennifer G Hill, *Stewardship and Collective Action: The Australian Experience* (European Corporate Governance Institute, Working Paper No. 491/2020) <https://ssrn.com/abstract=3530402>.

<sup>38</sup> תפקיד הדירקטוריון הוא להתוות את מדיניות החברה ולפקח על ההנהלה. לצורך כך, מוענקות לדירקטוריון מגוון סמכויות, הקבועות בס' 92(א) לחוק החברות, התשנ"ט–1999. למשל, סמכות לקבוע את תוכניות הפעולה של החברה, עקרונות למימון וסדרי עדיפויות ביניהן, סמכות לבדוק את מצבה הכספי של החברה ולקבוע את מסגרת האשראי שהחברה רשאית ליטול, סמכות לקבוע את המבנה הארגוני ומדיניות השכר והתגמול וסמכות למנות ולפטור את המנהל הכללי. למנהל הכללי מוענקות סמכויות הניהול והביצוע של החברה, ככל שלא הוענקו בחוק לאורגן אחר (ס' 121(א) לחוק החברות). כמו כן, בחברות ציבוריות, למנהל הכללי מוענקת סמכות למנות ולפטור נושאי משרה, למעט דירקטורים (ס' 251 לחוק החברות).

<sup>39</sup> יוסף גרוס **חוק החברות 523–525** (מהדורה חמישית, 2016); ס' 59 ו-230(א) לחוק החברות.



"קולם" ולהביא להחלפת הדירקטורים המכהנים. העובדה כי כהונתם בדירקטוריון תלויה באספה הכללית אמורה לגרום לדירקטורים לפעול לטובת בעלי המניות, לרבות באמצעות פיקוח על ההנהלה.

מנגנון שוק זה נפגע אם קיימים חסמים המונעים מבעלי המניות להשתמש בזכותם למנות דירקטורים.<sup>40</sup> פסיביות של בעלי המניות בתחום זה יוצרת חשש, בייחוד בחברות עם הנהלה דומיננטית, להיווצרות יחסי תלות של הדירקטורים בהנהלה. למעט מקרים של מאבק שליטה או אקטיביזם של בעלי מניות, ההנהלה (או בעל השליטה) היא זו שמציעה את שמות הדירקטורים לכהונה ראשונית ולהארכת כהונה. לפי מחקרים אמפיריים שנערכו מחוץ לישראל, הצעת המועמדים מטעם החברה אינה נתקלת בדרך כלל בהתנגדות, ולכן כדאי לדירקטורים לייצר לעצמם מוניטין של כאלה שמיטיבים עם ההנהלה.<sup>41</sup> תיאור זה נכון גם כאשר מדובר בדירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים.<sup>42</sup>

החשש מפני הטיה מבנית קיים ביתר שאת בחברות עם בעלי שליטה. בחברות אלה חבים הדירקטורים את כהונתם בדירקטוריון לבעל השליטה.<sup>43</sup> חוק החברות מאזן בין זכותו של בעל השליטה להשפיע על הרכב הדירקטוריון לבין הצורך בחיזוק עצמאות הדירקטורים החיצוניים, המהווים מיעוט בדירקטוריון, באמצעות הדרישה לרוב מיוחס במינוי דירקטורים חיצוניים.<sup>44</sup> מינוי דירקטורים חיצוניים מחייב, מלבד אישור רוב רגיל באספה הכללית, גם רוב מקרב בעלי המניות שאינם בעלי השליטה בחברה או בעלי עניין אישי במינוי כתוצאה מקשריהם עם בעל השליטה.<sup>45</sup> בנוסף, כהונת דירקטור חיצוני יכולה להיות מוארכת על ידי רוב מקרב בעלי המניות ללא עניין אישי גם בניגוד לעמדתו של בעל השליטה.<sup>46</sup> כך, בחברות עם בעל שליטה, בעלי המניות יכולים להשתמש בזכותם למינוי דירקטורים ולאזן את כוחו של בעל השליטה. דירקטור חיצוני שמעדיף את טובת בעל השליטה יסתכן בכך שבעלי המניות לא יאריכו את כהונתו וימנו במקומו דירקטור אחר. בניתוח שלהלן נתמקד בחברות בבעלות מבוזרת, שהן מוקד המאמר.

## 2.2 היתרונות ביכולת להציע מועמדים לדירקטוריון

לרשות הגופים המוסדיים, כמו שאר בעלי המניות, עומדים כלים שונים, הנבדלים זה מזה ברמת ההתערבות בענייני החברה, כדי להשפיע על התנהלות החברה. המעורבות המתונה ביותר היא הבעת עמדה,

<sup>40</sup> זוהר גושן "בעיית הנציג כתאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטיריו פרוקצ'יה – חיבורי משפט 258, 250, 239 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ'יה ומרדכי א' ראבילו עורכים, 1996).

<sup>41</sup> על יחסי התלות בין הדירקטורים להנהלה שממנה אותם בחברות בבעלות מבוזרת, ראו: LUCIAN A. BEBCHUK & JESSE M. FRIED, PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION 23–33 (2004) (להלן: Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Independent directors and controlling shareholder*, 165 U. Pa. L. Rev. 1271, 1285–1286 (2017) (להלן: Bebchuk & Hamdani); ראו למשל: Anil Shivdasani & David Yermack, *CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis*, 54 J. FIN. 1829, 1851 (1999) (מחקר אמפירי שמציג קשר בין מעורבותו של המנהל הכללי במינוי דירקטורים בחברות ציבוריות לבחירת דירקטורים שמפקחים באופן פחות אפקטיבי). כמו כן, דירקטורים רבים מכהנים, או כיהנו בעבר, במשרות הנהלה בחברות אחרות, והדבר עלול לגרום להם להזדהות עם ההנהלה. ראו Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, 43 STAN. L. REV. 836, 884 (1991) (להלן: Gilson & Kraakman).

<sup>42</sup> Bebchuk & Hamdani, לעיל ה"ש 41, בעמ' 1286.

<sup>43</sup> שם; דיאנה בחורניר ויניב רחימי "הדח"צים שוכבים על הרצפה ואומרים 'כן'. פעם לנוח, פעם לתשובה, פעם לפישמן" **כלכליסט** – בארץ 15.6.2018 [www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3740149,00.html](http://www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3740149,00.html)

<sup>44</sup> ראו ס' 239(ב), 267(א), ו-275(א) לחוק החברות.

<sup>45</sup> ס' 239 לחוק החברות.

<sup>46</sup> ס' 254(א1)(1) לחוק החברות.

בפומבי או בשיחות עם החברה, בתקווה שהאחרונה תיענה לדרישותיהם. פעילות זו זכתה לכינוי "engagement". בנוסף, הם יכולים להצביע נגד מינוי דירקטורים שהוצעו על ידי החברה, וכך להניע אותה להציע מועמדים שיהלמו את דרישותיהם באשר להרכב הדירקטוריון, תמהיל הכשירויות והגיוון האנושי של חבריו. כך, משקיע מוסדי שמעוניין בגיוון מגדרי יצביע נגד מועמדים גברים לדירקטוריון,<sup>47</sup> ומשקיע מוסדי המתנגד למינוי דירקטורים שמכהנים במספר רב של דירקטוריונים במקביל ("overboarding") יצביע נגד מי שאינם עונים לדרישה זו.<sup>48</sup>

התערבות אקטיבית יותר היא התנגדות למינוי, או הארכת כהונה, של דירקטור ספציפי, וזאת בשל היעדר התאמה לתפקיד, תלות משמעותית בהנהלה או חוסר שביעות רצון מהתפקוד שלו. גם מטרה זו ניתן להשיג בהידברות עם החברה או הצבעה נגד מועמד שהמשקיע המוסדי אינו מעוניין בו. הניסיון האמריקאי מלמד של יכולת להצביע נגד מועמדי החברה עשויה להיות השפעה על התנהלותם של דירקטורים.<sup>49</sup>

ההתערבות האקטיבית ביותר היא הצעת מועמדים ספציפיים לדירקטוריון על ידי בעלי מניות. התערבות מסוג זה שונה מהדרכים האחרות שבהן יכולים בעלי מניות להשפיע על התנהלות החברה. כל התערבות אחרת, לרבות התנגדות למינוי דירקטור או הארכת כהונתו, משמרת את כוחם של הדירקטוריון וההנהלה בקביעת זהות הדירקטורים ובכך מקנה לדירקטורים המכהנים ולהנהלה זכות וטו על מינוי דירקטורים. ככל שבעלי מניות לא יציעו מועמדים מטעמם, גם אם יוכלו למנוע בחירת מועמדים שאינם ראויים, המועמדים שכן ייבחרו יהיו כאלה שהחברה הסכימה לכהונתם. מטבע הדברים, לדירקטורים אלה תהיה נכונות מוגבלת לאתגר את סדר יומה של ההנהלה.<sup>50</sup> לעומת זאת, לדירקטורים שימונו ביוזמה של בעלי מניות יהיה תמריץ חזק יותר לפעול לטובת המשקיעים. מסיבה זו, המלומדים רון גילסון ורנייר קרקמן טענו שהגברת מעורבות גופים מוסדיים בבחירת דירקטורים רצויה, בין אם כמהלך של גוף מוסדי בודד ובין אם באופן משותף.<sup>51</sup>

כך, לדוגמה, האפשרות להצביע נגד מועמדים מטעם החברה אינה מספקת מענה למצב בו נדרש שינוי משמעותי בממשל התאגידי או באסטרטגיה של החברה, אך ההנהלה מסרבת לקדם אותו. במצב כזה, הסיכוי

---

Michal Barzuza et al., *Shareholder Value(s): Index Fund Activism and the New Millennial Corporate Governance* 47 93 S. CAL L. REV. 101 (2020); Arleen Jacobius, *CalPERS Turns Focus to Board Diversity in Proxy Voting*, PENSION&INVESTMENTS (Sep. 17, 2018) <https://www.pionline.com/article/20180917/ONLINE/180919861/calpers-turns-focus-to-board-diversity-in-proxy-voting>.  
Sarah Krouse & Joann S. Lublin, *Big Investors Want Directors to Stop Sitting On So Many Boards*, THE WALL STREET JOURNAL (Sep. 26, 2017) <https://www.wsj.com/articles/big-investors-want-directors-to-stop-sitting-on-so-many-boards-1506418201>.

<sup>49</sup> בפרט, מחקרים עדכניים מראים שהתנגדות למינוי של דירקטור גוררת השלכות שליליות ביחס למוניטין בשוק העבודה של הדירקטור שלמינוי שלו מתנגדים בעלי המניות, ראו למשל: Reena Aggrawal et al., *The Power of Shareholder Votes*; William C. Johnson et al., *The Evidence from Uncontested Director Elections*, 133 J. FIN. ECON. 134 (2019); *Consequences to Directors of Deploying Poison Pills* (Harvard law school forum on corporate governance, working paper, 2019).

<sup>50</sup> Bebhuk & Fried לעיל ה"ש 41, בעמ' 27: "it appears likely that as long as the key to board appointment remains being on the company's slate, the safest strategy for directors wishing to keep their board seats will be to avoid challenging CEO compensation."

<sup>51</sup> Gilson & Kraakman לעיל ה"ש 41. בכתיבה מאוחרת יותר, כל אחד מאיתנו עמד על החשיבות במינוי דירקטורים על ידי בעלי מניות מהציבור. ראו: Kobi Kastiel & Yaron Nili, "Captured Boards": The Rise of "Super Directors" and the Case for a Board Suite, 2017 WIS. L. REV. 19 (2017); Assaf Hamdani & Sharon Hannes, *The Future of Shareholder Activism*, 99 B.U. L. REV. 971, 1000 (2019) (להלן: Hamdani & Hannes).

להוביל שינוי גבוה יותר כאשר הדירקטור מתמנה ביוזמה של בעלי המניות, ולא של החברה.<sup>52</sup> חשוב לציין, הצעת מועמדים לדירקטוריון על ידי משקיעים מוסדיים – או בעלי מניות אחרים – אינה חייבת להיות עניין שבשגרה. למעשה, כל עוד החברה מתנהלת כראוי, יש יתרונות לשיטה שבה החברה מאתרת מועמדים, ואלה זוכים לתמיכת המשקיעים. אולם, קיומה של אפשרות ליזום מועמדות של דירקטורים חיוני במצבים שבהם בעלי המניות אינם מרוצים מתפקודה של ההנהלה, שאז נכונותם של הדירקטורים לאתגר את ההנהלה חשובה במיוחד. נכונות זו תתאפשר במידה המיטבית כאשר הדירקטור יתמנה על ידי משקיעים מוסדיים (או בעלי מניות אחרים).<sup>53</sup>

מינוי דירקטור ביוזמה של בעל מניות כרוך בחשש כי אותו דירקטור יעדיף את האינטרסים של אותו בעל מניות, וזאת גם במחיר טובתה של החברה. אולם, כאן ראוי להבחין בין משקיעים מוסדיים לקרנות גידור אקטיביסטיות או בעלי מניות אחרים. דירקטורים שמתמנים על ידי קרנות אקטיביסטיות הם פעמים רבות עובדי הקרן, נעזרים במשאביה, חולקים עימה מידע ומקדמים רפורמות קונקרטיות שהקרן סבורה שחיוניות לשיפור ביצועי החברה.<sup>54</sup> כך, לקרן יש השפעה ממשית על הדירקטורים מטעמה, ובאמצעותם גם על ניהולה של החברה. לעומת זאת, משקיע מוסדי אינו יכול למנות דירקטורים שהם עובדיו.<sup>55</sup> סביר להניח שגוף מוסדי יירתע מקבלת מידע שאינו פומבי מדירקטור שהוא מינה, וזאת לאור החשש שקבלת מידע פנים תמנע מהגוף המוסדי לסחור במניות החברה.<sup>56</sup> חשש זה משמעותי יותר עבור משקיעים מוסדיים, לעומת קרנות אקטיביסטיות, בשל כך שהשקעותיהם מבוזרות יותר, והם נדרשים לנזילות גבוהה יותר.

יתר על כן, ככל שמינוי דירקטורים על ידי בעלי מניות יהפוך נפוץ במצבים בהם בעלי המניות אינם מרוצים מההנהלה, תהיה לכך השפעה לכתחילה על המועמדים שיוצעו על ידי החברה. בתקופות משבר, חברות יעדיפו להציע דירקטורים איכותיים יותר, ובכך למנוע אפשרות שבעלי מניות יציעו מועמדים מטעמם כתגובת נגד להתנהלות שלילית של החברה. כך, קיומה של אפשרות מעשית למינוי דירקטורים על ידי בעלי מניות יתמרץ הן את ההנהלה והן את הדירקטורים לפעול לטובתם של בעלי המניות. מימוש זכותם של בעלי המניות למנות דירקטורים באמצעות הצעת מועמדים מטעמם ימתן את ההשפעות השליליות הנובעות מההטיה המבנית של דירקטורים לטובת ההנהלה וייצור "שוק דירקטורים" שהולם את האינטרסים של בעלי המניות.<sup>57</sup> גם יושב ראש

<sup>52</sup> מחקר שנערך בארצות הברית מצא שמינוי דירקטורים בידי קרנות גידור אקטיביסטיות עשוי להביא, בשלב מאוחר יותר, להחלפת ההנהלה. ראו Lucian A. Bebchuk et al., *Dancing with Activists*, 137 J. Fin. Econ. 1 (2020).  
<sup>53</sup> בניגוד לבעלי המניות, דירקטורים חשופים לקבלת החלטות בזמן אמת. לכן, מינוי דירקטורים על ידי בעלי המניות מאפשר הגנה מוגברת על האינטרסים של בעלי המניות שאינה יכולה להתקיים רק על בסיס פיקוח של משקיעים מוסדיים כבעלי מניות בלבד. Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. REV. 811, 839–844 (1992) (להלן: *Black, Agents Watching Agents*).

<sup>54</sup> קרנות גידור הן קרנות השקעה אקטיביסטיות שהשקעותיהן אינן מבוזרות, אלא ממוקדות בכמה חברות ספציפיות שבהן הן מחזיקות פוזיציות מיעוט משמעותיות. מצב זה מאפשר להן, לעיתים תוך חבירה לבעלי מניות אחרים, ליזום שינויים בחברה במטרה להשיא את ערכה, בין השאר באמצעות מינוי נציגים מטעמן לדירקטוריון. המודל העסקי שלהן בנוי על יצירת שינוי אסטרטגי בחברות שבהן הן משקיעות, ולכן הן משקיעות משאבים רבים במחקר ותכנון לפני ביצוע ההשקעה וכן בניית מידע והנעת מהלכים לשינוי אסטרטגי בחברה לאחר ביצוע ההשקעה. הן שחקניות משמעותיות בשוק ההון, בעיקר בארצות הברית. ראו בהרחבה: Nili, לעיל ה"ש 51.

<sup>55</sup> תק' 8ה41 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד–1964 (להלן: תקנות מס הכנסה).

<sup>56</sup> ס' 52 לחוק ניירות ערך התשכ"ח–1968.

<sup>57</sup> בספרות נטען שמינוי דירקטורים על ידי בעלי מניות, כגון קרנות הון גידור, בניגוד לעמדת ההנהלה, עלול לערער את הקולגיאליות בדירקטוריון וליצור תתיקבוצות בדירקטוריון בעלות אינטרסים מנוגדים, שיתקשו לפעול יחד ויקשו על ההנהלה לנווט את החברה. כמו כן, נטען שדירקטורים שרואים עצמם כמייצגים אינטרסים נפרדים מיתר חברי הדירקטוריון יהיו לעומתיים יותר ופתוחים פחות לקבלת רעיונות חדשים. ראו: Martin Lipton & Steven A. Rosenblum, *Election Contests in the Company's Proxy: An Idea*.

רשות ניירות ערך, ענת גואטה, קראה להגברת מעורבותם של משקיעים מוסדיים בחברות בהן הם משקיעים: "בחברות בהן אין "בעל בית" דומיננטי, חשוב שיהיה דירקטוריון עצמאי, חזק ומקצועי, ושיהיה בהן מעגל פיקוח פעיל של בעלי מניות אכפתיים ומעורבים, כי בידי בעלי המניות להשפיע על זהות הדירקטורים ועל עיצוב שולחן הדירקטוריון ובכך לתרום לעצמאותו".<sup>58</sup>

### 3. שיתוף פעולה בין מוסדיים לצורך הנקודתי של מינוי דירקטורים

#### 3.1 יתרונות

עד כה עמדנו על חשיבות שיתוף הפעולה בין גופים מוסדיים ועל חשיבות הזכות למינוי דירקטורים להגנת המשקיעים. כעת, נפנה לדון בממשק שבין שתי הסוגיות – שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים לצורך מינוי דירקטורים.<sup>59</sup> לשיתוף פעולה שכזה כמה יתרונות:

ראשית, הוא מסייע למשקיעים מהציבור לתרגם את כוח ההצבעה שלהם להשפעה בפועל על הרכב הדירקטוריון והוא חיוני כדי לאפשר לגופים מוסדיים לגייס מועמדים איכותיים לדירקטוריון. נניח כי רוב המשקיעים בחברה סבורים שמצבה של החברה מצריך שינוי בהרכב הדירקטוריון שלה. שינוי כזה מחייב שיהיה לפחות גורם אחד שיציע מועמד חלופי לזה שמוצע על ידי החברה. אולם, כפי שהדוגמה שפתחנו בה את המאמר ממחישה היטב, בהיעדר תיאום עשויים כמה גופים מוסדיים להציע כל אחד מועמד מטעמו לדירקטוריון. המועמדים השונים מטעם המוסדיים יתחרו על מקום בדירקטוריון עם מועמד מטעם החברה, והחשש הוא שפיצול העמדות בין הגופים המוסדיים (שכל אחד מהם ירגיש מחויב למועמד מטעמו) יוביל לכך שאף אחד מאותם מועמדים לא יתמנה לדירקטוריון.<sup>60</sup> זאת, גם אם מלכתחילה די היה בתיאום בין המוסדיים על מנת שאחד מהם יציע מועמד שיזכה לתמיכת רוב בעלי המניות.

ניתן להמחיש את הצורך בתיאום באמצעות הדוגמה המספרית הבאה. נניח שבחברה ללא בעל שליטה יש שלושה גופים מוסדיים עם שיעור החזקות גבוה יחסית (10% כל אחד), ושאר המניות מוחזקות בידי הציבור. נניח שרוב המשקיעים מהציבור (60%, לרבות אותם גופים מוסדיים) תומך במינוי דירקטור חדש, כאשר 40% מהמשקיעים תומכים בהנהלה. נניח גם שלאותם 60% אין עניין מיוחד בשאלה מי יוזם את המועמדות של הדירקטור החדש, וזאת כל עוד הדירקטור המוצע יעמוד בתנאי סף של כשירות ולא יהיה מזוהה עם ההנהלה. כאמור, הצגת מועמד חלופי מחייבת לא רק איתור מועמד מתאים, אלא העלאת המועמדות שלו לסדר היום של האספה הכללית. בהנחה שהגופים המוסדיים רשאים לפעול במשותף, יש להניח כי הם יסכימו מראש על

<sup>58</sup> (2003) 67 BUS. LAW. 81–83, *Whose Time Has not Come*. אולם, קולגיאיות ואחידות בדירקטוריון טומנות בחובן גם חסרונות – הדירקטורים ייטו להתכנס לעמדה אחידה, האחדות תצנן השמעת דעות נוגדות וייתכן שיתקבלו יותר החלטות שמיטיבות עם ההנהלה על חשבון האינטרסים של כלל בעלי המניות. ראו: Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Pay Without Performance: Overview of the Issues*, 30 J. CORP. L. 8, 12–13 (2005); Kastiel & Nili, לעיל ה"ש 51, בעמ' 59–60, וההפניות שם.

<sup>59</sup> ענת גואטה "אקטיביות מוסדית או רגולטורית" (הרצאה בכנס מיתר, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל אביב, 27.11.2018) [http://rne.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/178/2018/Pages/MEMSHAL\\_TAAGIDI.aspx](http://rne.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/178/2018/Pages/MEMSHAL_TAAGIDI.aspx)

<sup>60</sup> סוגיית שיתופי פעולה עשויה להתעורר בהקשרים נוספים, החורגים מהצעת מועמדים לדירקטוריון, כגון קביעת אמות מידה להשקעה באיגרות חוב או סוגיות רוחביות של ממשל תאגידי. ראו לדוגמה החלטה 11035 של רשות התחרות "החלטה בדבר מתן פטור מאישור הסדר כובל להסכם בין איגוד בתי ההשקעות ובתי השקעות בישראל" (1.11.2017) (להלן: החלטת פטור הסדר כובל איגוד); אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל" משפטים מ 309, 333–334 (2011).

<sup>60</sup> דו"ח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 34; החלטת פטור הסדר כובל איגוד, לעיל ה"ש 59.

מועמדת אחת ויעלו את המועמדות שלה לאספה הכללית. כיוון שרוב המשקיעים בחברה מעוניינים בדירקטורית שאינה מטעם ההנהלה, מועמדת זו צפויה להיבחר לכהונה בדירקטוריון. לעומת זאת, אם פעולה משותפת אסורה, הגופים המוסדיים לא יוכלו להחליט מראש על מועמדת אחת. במקרה כזה, נניח שכל אחד משלושת הגופים הגדולים מציג מועמד או מועמדת מטעמו, ולכן, מול מועמד ההנהלה יתחרו שלושה מועמדים. בהנחה שכל אחד מהגופים המוסדיים יתמוך במועמד מטעמו, סביר להניח שמועמד ההנהלה (שלו מובטחים 40% מהקולות) הוא זה שייבחר, וזאת למרות שרוב המשקיעים מעוניינים במינוי מועמד חלופי. דוגמה זו ממחישה היטב כי תיאום עמדות בין גופים מוסדיים עשוי להיות הכרחי על מנת לאפשר למשקיעים לממש את זכותם למינוי דירקטורים.

דוגמה זו ממחישה גם שתיאום מוקדם הוא חיוני לגיוס מועמדים איכותיים לדירקטוריון. לגוף מוסדי בודד, גם אם הוא מחזיק בשיעור משמעותי ממניות החברה, אין יכולת להבטיח למועמדים מטעמו כי ייבחרו בידי האספה הכללית. לכן, כאשר דירקטור מטעם גוף מוסדי בודד מתמודד מול דירקטור מטעם החברה, סיכויי להיבחר אינם גבוהים. הליך הגשת המועמדות הוא פומבי, ומועמדים איכותיים עשויים להירתע מהשפעה שלילית של איבחירה בהם, על המוניטין שלהם, ולכן יעדיפו שלא להתמודד. תיאום בין גופים מוסדיים יגביר את סיכויי הבחירה של מועמדים מטעמם (ובכל מקרה, ימנע מצב שבו מועמדים איכותיים מטעם מוסדיים שונים מתחרים זה מול זה) ובכך יקל על גיוס דירקטורים איכותיים.

שנית, תיאום בין גופים מוסדיים מפחית חלק מן החששות הנלווים למינוי דירקטורים בידי בעלי מניות, ובייחוד את החשש כי דירקטור שחב כהונתו לגוף מוסדי מסוים יפעל על מנת לרצותו, באופן שעלול להיות מנוגד לטובת החברה.<sup>61</sup> תיאום בין גופים מוסדיים במינוי דירקטורים ייצור עבור הדירקטורים תמריץ להפנים את טובתם של הגופים המוסדיים *קבוצה*. גוף מוסדי שינסה להפעיל השפעה פסולה על דירקטור מסתכן בכך שגופים מוסדיים אחרים יסכלו את היוזמה, או שיסרבו לשתף עימו פעולה בנוגע למינוי דירקטורים בעתיד.

שלישית, תיאום מוקדם יאפשר לחלוק עלויות בין המשקיעים המוסדיים. הליך המיון של דירקטורים ואיתורם עשוי להיות כרוך בהשקעה כספית משמעותית.<sup>62</sup> שיתוף פעולה ימזער את בעיית האדישות הרציונלית ובעיית הטרמפיסט שהוזכרו קודם לכן.

לבסוף, בהסתכלות רחבה על אופיו של שוק ההון הישראלי, שיתוף פעולה מסוג זה חשוב במיוחד נוכח היעדר פעילות משמעותית של קרנות אקטיביסטיות. בשווקים אחרים, דוגמת ארצות הברית, גופים מוסדיים לרוב אינם מציעים מועמדים לדירקטוריון, אלא מסתמכים על מועמדים שמציעות קרנות אקטיביסטיות (ובכך גם נמנע החשש מהצעת כמה מועמדים שיתחרו ביניהם מול מועמד ההנהלה). קרנות אלה מציעות מועמדים מטעמן בעיקר באותן חברות בהן נדרש שינוי משמעותי. נציין כי שיתופי פעולה בין גופים מוסדיים עלולים ליצור חשש לפגיעה בתחרות ולהגברת הריכוזיות במשק. בחששות אלה נדון בהמשך הרשימה.

<sup>61</sup> אילן פלטו "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)

<sup>62</sup> טיעון זה אף עמד בבסיס הבקשה לאפשר לאיגוד בתי ההשקעות ליצור הסדר להקמת מאגר דירקטורים. ראו החלטת פטור הסדר כובל איגוד, לעיל ה"ש 59.

### 3.2 שיתוף פעולה ומבנה בעלות

כאשר התיאום בין הגופים המוסדיים מביא להשפעה שלהם על זהות חברי הדירקטוריון, מתעוררת השאלה האם יש להתייחס לשיתוף פעולה ביניהם כאל "שליטה" בחברה. לצורך הדיון בשאלה זו נבחין בין שני מבני בעלות: הראשון, חברות עם בעלי שליטה, והשני, חברות בבעלות מבוזרת.

*חברות עם בעלי שליטה.* חוק החברות מעניק לבעלי מניות המיעוט בחברות עם בעלי שליטה – ובכלל זה גופים מוסדיים – יכולת מוגבלת להשפיע על הרכב הדירקטוריון, וזאת באמצעות הדרישה לרוב מיוחס לצורך מינוי דירקטורים חיצוניים.<sup>63</sup> במקרה זה, תיאום בין מוסדיים – או בעלי מניות אחרים – לצורך הפעלה מושכלת של כוח ההצבעה הנתון בידיהם אינו מהווה "שליטה". חוק החברות הגביל מראש את יכולת ההשפעה של בעלי מניות המיעוט על מינוי דירקטורים על מנת שלא לפגוע ביכולת של בעל השליטה לכוון את פעילות התאגיד. פעולות שנועדו לעשות שימוש מושכל בכוח השפעה מוגבל זה אינן יכולות להפוך גופים מוסדיים לבעלי שליטה. נזכיר כי הדירקטורים החיצוניים הם מיעוט מקרב חברי הדירקטוריון,<sup>64</sup> וכי לבעל השליטה יש זכות וטו על מועמדים לתפקיד דירקטור חיצוני (לכהונה התחלתית).<sup>65</sup> מאחר שלחברה יש בעל שליטה, השולט מתוקף מעמדו על מינוי רוב חברי הדירקטוריון, הרי ששיתוף הפעולה בין גופים מוסדיים לצורך מינוי דירקטורים חיצוניים אינו צפוי להפוך אותם לבעלי שליטה.

כאן המקום להדגיש שבמאמר זה איננו נוקטים עמדה בשאלה האם חלוקת הסמכויות הקיימת בדיון הישראלי בין בעל השליטה למיעוט היא רצויה. אולם, גם עבור אלה הסבורים שהמחוקק מעניק כוח רב מדי לבעלי מניות המיעוט, הפתרון אינו הגבלת שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים לצורך מינוי דירקטורים, אלא צמצום קשת ההחלטות שלגביהן דורש חוק החברות אישור ברוב מיוחד של בעלי המניות.

בהיבט ההשוואתי נציין כי הן באיטליה והן בשוודיה, שתי מדינות שמתאפיינות בבעלות ריכוזית, קיימים מנגנונים שמאפשרים למשקיעים מוסדיים להשתתף במינוי מיעוט מקרב הדירקטורים, לעיתים תוך שיתוף פעולה ביניהם. החוק האיטלקי דורש מחברות ציבוריות לאפשר למשקיעים מהציבור למנות לפחות חבר דירקטוריון אחד, ולרוב משקיעים מוסדיים או קרנות גידור הם אלה שמציעים רשימת מועמדים מתחרה לבעל השליטה.<sup>66</sup> מחקר אמפירי שבחן את השפעת המנגנון האיטלקי מצא קשר חיובי בין היותו של דירקטור ממונה על ידי בעל מניות מיעוט לנטייתו להביע התנגדות למהלכים שהציעו דירקטורים אחרים.<sup>67</sup> בשוודיה, קוד הממשל התאגידי קובע שחברות יקימו ועדות מינויים חיצוניות, המורכבות מנציגים של בעלי המניות הגדולים בחברה, ואלה יציעו לאספה הכללית מועמדים לדירקטוריון.<sup>68</sup> בדרך כלל הוועדות מורכבות מנציג אחד או שניים

<sup>63</sup> ראו ה"ש 44–46.

<sup>64</sup> לפי סי' 239(א) לחוק החברות, בחברה ציבורית יכהנו לפחות שני דירקטורים חיצוניים.

<sup>65</sup> בחירת ראשונית של דירקטור חיצוני מחייבת רוב מכלל בעלי המניות בחברה, בנוסף לדרישת הרוב המיוחד. הדבר מקנה למעשה לבעל השליטה זכות וטו על מינוי דירקטור חיצוני לכהונה ראשונה. המיעוט יכול להאריך כהונת דירקטור גם בניגוד לרצונו של בעל השליטה, אך מדובר במועמדים ממשקים, שכבר קיים מידע על פועלם. ראו סי' 239(ב) לחוק החברות.

<sup>66</sup> Piergaetano Marchetti et al., *Dissenting Directors* (European Corporate Governance Institute, Working Paper No. 332/2016, 2016); Piergaetano Marchetti et al., *Disclosing Directors* (European Corporate Governance Institute, Working Paper No. 420/2018, 2018).

<sup>67</sup> Piergaetano Marchetti et al., *Dissenting Directors*, 18 EBOR 659, 682, 693 (2017).

<sup>68</sup> SWEDISH CORPORATE GOVERNANCE BOARD, THE SWEDISH CORPORATE GOVERNANCE CODE (2020), available at [http://www.bolagsstyning.se/UserFiles/Koden/2020/The\\_Swedish\\_Corporate\\_Governance\\_Code\\_1\\_January\\_2020\\_00000002.pdf](http://www.bolagsstyning.se/UserFiles/Koden/2020/The_Swedish_Corporate_Governance_Code_1_January_2020_00000002.pdf).

מטעם בעל השליטה, יושב ראש ועדה שהוא לרוב מקורב לבעל השליטה ושניים או שלושה נציגים של משקיעים מוסדיים. השתתפות משקיעים מוסדיים בוועדה כרוכה בשיתוף פעולה הן עם בעל השליטה, הן עם משקיעים מוסדיים אחרים.<sup>69</sup>

*חברות בבעלות מבוזרת*. בחברה בבעלות מבוזרת, להבדיל מחברות עם בעלי שליטה, שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים עשוי לגרום לכך שמרבית הדירקטורים, או כולם, ימונו על ידם. האם שיתוף פעולה שכזה יהפוך אותם לבעלי שליטה? שאלה זו מעלה לפני השטח את המורכבות בקביעת קו הגבול בין השקעה פסיבית לשליטה בעולם של אקטיביזם מוסדי.

נדון תחילה במקרה הפשוט, בו גוף מוסדי מציע נציגים מטעמו לדירקטוריון. גופים מוסדיים בישראל כפופים להוראות המגבילות את היקף ההשקעה שלהם ללא יותר מ-20 אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה.<sup>70</sup> לאור מגבלות אלה, לאותו משקיע אין כוח מכריע באספה הכללית ואין ביכולתו למנות לבדו את הדירקטורים המוצעים על ידו. בכדי להתמנות לדירקטוריון החברה, הנציגים המוצעים על ידו יזדקקו לזכות+ בתמיכה של בעלי מניות נוספים. לפיכך, אותו משקיע לא ייחשב כבעל שליטה בתאגיד.<sup>71</sup>

אולם, מהו הדין מקום בו כמה גופים מוסדיים משתפים פעולה לצורך מינוי דירקטורים? לצורך הדיון, נניח שלקבוצת גופים מוסדיים יש החזקות מצרפיות העולות על 50% מזכויות ההצבעה בחברה. במקרה זה, לתיאום ביניהם יכולה להיות השפעה מכרעת על הרכב הדירקטוריון. בחברת פז, לדוגמה, ההחזקות המצרפיות של הגופים המוסדיים הן למעלה מ-60% ממניות החברה.<sup>72</sup> תיאום מתמשך בין בעלי מניות לצורך מינוי דירקטורים יכול להיחשב כ"החזקה יחד", ואם אותם בעלי מניות מחזיקים יחד בלמעלה מ-50% מהמניות, אז הם עשויים להיחשב כבעלי שליטה.<sup>73</sup> על רקע דברים אלה, עיקר הניתוח במאמר זה יתמקד בשאלה האם שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים בחברות בבעלות מבוזרת לצורך הצעת מועמד מהווה שליטה.<sup>74</sup>

<sup>69</sup> Sophie Nachemson-Ekwall & Colin Mayer, *Nomination Committees and Corporate Governance* 4–15 (Saïd Business School, Working Paper, 2018) (להלן: Nachemson-Ekwall & Mayer).

<sup>70</sup> ת' 12א) לתקנות כללי השקעה.

<sup>71</sup> עם זאת, גוף מוסדי יכול להיות בעל זכות למנות דירקטור בחברה מבלי להפר את מגבלות היקף ההשקעה, כל עוד הזכות הזו אינה עולה על שיעור של חמישית מהדירקטורים, למשל, אם קיימת לגוף מוסדי זכות למנות דירקטור אחד מבין חמישה דירקטורים בדירקטוריון. כך, הגוף המוסדי מחזיק באמצעי שליטה מסוג זכות למינוי דירקטורים בשיעור של 20 אחוזים.

<sup>72</sup> בינדמן ורחימי "המוסדיים רוצים לעשות מהפך בדירקטוריון פז", לעיל ה"ש 7.

<sup>73</sup> להגדרת המונחים "החזקה משותפת" ו"שליטה", ראו פרק ד.1.2.

<sup>74</sup> הניתוח המובא במאמר זה מתמקד בחברות ציבוריות שלא חלה עליהן רגולציה ייעודית. בחברות הכפופות לרגולציה ייעודית (כגון בנקים, חברות ביטוח וחברות תקשורת או תשתיות) קובעת החקיקה הרלוונטית לעיתים קרובות הגבלה מפורשת על השליטה בהן ועל היכולת של בעלי מניות להחזיק בכמות מסוימת של מניות או לנקוט פעולות אקטיביות, ובכלל זה מינוי דירקטורים. כך, למשל, פקודת הבנקאות קובעת כי בעל מניות שמחזיק מעל 2.5% מאמצעי שליטה בתאגיד בנקאי, או שניים או שלושה בעלי מניות המחזיקים יחד עד 5%, רשאים להציע מועמד אחד בלבד לדירקטוריון בנק ללא גרעין שליטה (ס' 11ד(3)–(4) לפקודת הבנקאות, 1941); מגבלות דומות קיימות ביחס לחברות ביטוח ללא גרעין שליטה (ס' 41א(3)–(7) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א–1981); חוק הבזק אוסר על החזקות בשיעור של 5% או יותר או על מינוי נושא משרה ללא אישור הרגולטורים הרלוונטיים. בנוסף, בעל מניות שלו "השפעה ניכרת" (כהגדרתה בחוק) כפוף לחובות דיווח נרחבות, ואין באפשרותו להגדיל את החזקותיו בחברה או להעבירן לצד שלישי בלא אישור נוסף. ראו צו תקשורת (בזק ושירותים) (קביעת שירות חיוני שנותנת "בזק", החברה הישראלית לתקשורת בע"מ), התשנ"ז–1997, וס' 4ד(ג) לחוק התקשורת (בזק ושירותים), התשמ"ב–1982.

בעלות מבוזרת בחברות ציבוריות קיימת זה מכבר בבריטניה ובארצות הברית, שלהן השפעה משמעותית על דיני החברות בישראל. למדינות אלה שוקי הון מפותחים ופעילות בולטת של גופים מוסדיים. לפיכך, בטרם נדון בכללים שיש להחיל בישראל, מתבקש לבחון את המצב במדינות אלה.

### ג. מבט השוואתי

באופן מפתיע, גופים מוסדיים בבריטניה ובארצות הברית אינם מציעים מועמדים מטעמם לדירקטוריון ואינם משתפים פעולה באופן קבוע לצורך מינוי דירקטורים. נתון זה מעורר שתי שאלות מרכזיות: ראשית, מה הגורמים לכך שגופים מוסדיים במדינות אלה נמנעים מלשתף ביניהם פעולה לצורך מינוי דירקטורים? שנית, האם גורמים אלה רלוונטיים גם לישראל, וככל שכן, כיצד הדבר עשוי להשפיע על השאלה המונחת לפתחנו – האם ראוי להתיר שיתופי פעולה בין מוסדיים לצורך מינוי דירקטורים בחברות ללא בעל שליטה?

#### 1. בריטניה

בבריטניה, ועדת מינויים של הדירקטוריון היא זו אשר, בדרך כלל, מציעה מועמדים לדירקטוריון.<sup>75</sup> גם בעל מניות שמחזיק למעלה מ-5% ממניות החברה יכול להגיש הצעה למינוי דירקטור ולדרוש מהדירקטוריון לכנס אספה לצורך כך.<sup>76</sup> אולם, במחקר שביצענו לצורך כתיבת רשימה זו, לא עלה בידינו למצוא מקרים שבהם גופים מוסדיים בבריטניה יזמו הצעה של מועמדים מטעמם לדירקטוריון או שיתפו ביניהם פעולה לצורך מינוי דירקטורים.<sup>77</sup>

בבריטניה קיימת גישה אוהדת לשיתופי פעולה בין בעלי מניות מוסדיים. כך למשל, ה-UK Stewardship Code של ה-Financial Reporting Council קורא למשקיעים מוסדיים לפעול בתיאום עם משקיעים אחרים כאשר הנסיבות מצדיקות זאת. קוד זה מצייין גם כי לעיתים שיתוף פעולה עשוי להיות הדרך היעילה ביותר להשיא את ערך החברה בטווח הארוך, וכי על משקיעים מוסדיים לגבש ולחשוף את המדיניות שלהם לגבי שיתופי פעולה.<sup>78</sup>

דו"ח שפורסם בבריטניה בשנת 2012 על ידי הכלכלן ג'ון קיי המליץ לחזק את שיתופי הפעולה בין גופים מוסדיים, אשר לשיטת קיי צריכים להיות חופשיים יותר לפעול בתיאום וללא פחד מההשלכות הרגולטוריות של מהלך זה.<sup>79</sup> הדו"ח גם קרא לממשלת בריטניה לא להסתפק בנקיטת עמדה פסיבית המתירה שיתופי פעולה,

<sup>75</sup> Nachemson-Ekwall & Mayer, לעיל ה"ש 69. קוד הממשל התאגידי בבריטניה קובע כי רוב חברי ועדת המינויים צריכים להיות עצמאיים (FIN. REPORTING COUNCIL, THE U.K. CORPORATE GOVERNANCE CODE 17 (July 2018)).

<sup>76</sup> ראו 303, c. 46 §§338, Companies act 2006. עד 2009, הרף הנדרש להגשת הצעת בעלי מניות עמד על 10%.  
<sup>77</sup> מחקר אמפירי מראה אומנם כי כ-90% מהצעות בעלי מניות בבריטניה נוגעות לבחירה או פיטורי דירקטורים, אלא שמחקר זה אינו מבחין בין בעלי מניות אקטיביסטים, דוגמת קרנות הון גידור, המנסים למנות דירקטורים מטעמם לבין גופים מוסדיים כגון קרנות פנסיה או קרנות נאמנות. Bonnie G. Buchanan et al., *Shareholder Proposal Rules and Practice: Evidence from a* (2012) 49 Am. Bus. L. J. 739. נאמנות. Nachemson-Ekwall & Mayer, לעיל ה"ש 69, בעמ' 50.

<sup>78</sup> FIN. REPORTING COUNCIL, THE U.K. STEWARDSHIP CODE 5 (July 2010).  
<sup>79</sup> JOHN KAY, THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING (2012) מדובר בדו"ח הבוחן את פעילות שוקי המניות והשפעתם על הביצועים ארוכי הטווח ועל הממשל התאגידי של חברות בבריטניה. ראו שם, בעמ' 9.



אלא לקחת תפקיד פעיל בעידוד פעילות זו באמצעות הקמת פלטפורמה מתאימה לכך.<sup>80</sup> אחת ההמלצות של הדו"ח הייתה הקמת פורום משקיעים, אשר יסייע למשקיעים מוסדיים בבריטניה ביצירת שיתופי פעולה. לצורך קידום המלצה זו, שלושה איגודי המסחר המייצגים את רוב המשקיעים המוסדיים בבריטניה, ABI, IMA ו-NAPF, הקימו קבוצת עבודה, Collective Engagement Working Group, שבעקבותיה הוחלט על הקמת פורום של גופים מוסדיים (Investors' Forum).<sup>81</sup> הפורום הוא גוף עצמאי שמטרתו לתאם פעולה משותפת בין מגוון משקיעים ולחזק את האמון ההדדי ביניהם, על מנת להבטיח שמסה קריטית של בעלי המניות יוכלו לתרום לדיאלוג השוטף עם הנהלות של חברות ציבוריות. הפורום פועל הן בנושאי ממשל תאגידי כלליים, הן בנושאים אסטרטגיים ייחודים הנוגעים לחברות ספציפיות.<sup>82</sup> מזכירות הפורום היא זו שמנווטת את פעילותו ואמונה על הכנת תוכניות לדיאלוג עתידי עם חברות ציבוריות. המזכירות היא גם זו שאחראית על טיפול בסוגיות המשפטיות שעשויות לצוץ עקב שיתופי הפעולה בין המשקיעים המוסדיים.<sup>83</sup>

אולם, למיטב הבנתנו, גם הפורום אינו מציע מועמדים לכהונת דירקטורים בחברות ציבוריות, וקרנות גידור אקטיביסטיות הן אלה שמובילות מהלכים למינוי דירקטורים בחברות ציבוריות בבריטניה.<sup>84</sup> בהיעדר הנמקה מפורשת למדיניות זו, נוכל להצביע על כמה הסברים אפשריים. ראשית, המודל הבריטי מבוסס על הידברות בין משקיעים למנהלי החברה מתוך אמונה כי דבר זה יביא להגברת הנכונות של הדירקטוריון להיות קשוב לקואליציית המשקיעים.<sup>85</sup> בהתאם, הפורום מתמקד בהצגת חששות המשקיעים בפני מנהלי החברה, תוך כיבוד העובדה שזוהי חובתם ואחריותם של האחרונים לנהל את החברה.<sup>86</sup>

שנית, גם בבריטניה קיים חשש מכך שגופים מוסדיים המשתפים ביניהם פעולה יוגדרו כ"מחזיקים במשותף" (acting in concert). במצב דברים שכזה, אם החזקותיהם המצרפיות של אותם מוסדיים עולות על 30% מזכויות הצבעה בחברה, הם עלולים להיות כפופים להוראות ה-mandatory bid rule, וכך יהיו חייבים לבצע הצעת רכש לשאר מניות החברה בהתאם ל-City Takeover Code.<sup>87</sup> מאחר שמשקיעים מוסדיים בבריטניה עשויים להיות בעלים במצטבר של יותר מ-30% מזכויות הצבעה וכן לבצע רכישת שוטפת של מניות, תיאום בנוגע למינוי דירקטורים יוצר עבורם סיכון משמעותי שיחויבו לבצע הצעת רכש בהתאם לקוד.<sup>88</sup> חשוב להדגיש כי ה-takeover panel, הגוף האמון על הכללים שלעיל בבריטניה, אינו מתייחס לכל הסכם או הבנה בין

<sup>80</sup> שם, בעמוד 50–51.

<sup>81</sup> INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, REPORT OF THE COLLECTIVE ENGAGEMENT WORKING GROUP 7 (2013) (להלן: (REPORT OF THE COLLECTIVE ENGAGEMENT WORKING GROUP).

<sup>82</sup> הפורום יוזם פגישות עם ההנהלה במגוון נושאים. למשל, עצמאות הדירקטוריון, המדיניות הפיננסית של החברה, מדיניות הדיבידנד, מדיניות הקצאת הון, בטיחות מוצרים, ענייני שיווק והליכי קבלת החלטות. ראו: The Investor Forum, *Review 2018*, 18–26 (2019). [https://www.investorforum.org.uk/wp-content/uploads/2019/01/Annual\\_Review\\_2018.pdf](https://www.investorforum.org.uk/wp-content/uploads/2019/01/Annual_Review_2018.pdf) (להלן: The Investor Forum 2018).

<sup>83</sup> שם, בעמ' 5.

<sup>84</sup> ראו (2020) UK ACTIVIST INSIGHT, SHAREHOLDER ACTIVISM IN THE UK.

<sup>85</sup> Sophie Baker, *Institutional Investors Fill Activism Gap in Europe*, PENSIONS&INVESTMENT (May 15, 2017). <https://www.pionline.com/article/20170515/PRINT/305159982/institutional-investors-fill-activism-gap-in-europe>.

<sup>86</sup> The Investor Forum 2018, לעיל הי"ש 82, בעמ' 15.

<sup>87</sup> THE CITY CODE ON TAKEOVERS AND MERGERS, Practice Statement No. 29, Rule 21.2, § 1.3 (8.10.2015) (UK), available at <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/PS-29-New.pdf> (להלן: Practice Statement No. 29). יש לציין כי חובה זו אינה מתגבשת במועד ההסכמה על שיתוף הפעולה, אלא במצב בו החזקותיהם המשותפות יעברו את רף ה-30%, או באם עברו רף זה, כאשר אחד מחברי הקבוצה מבקש להגדיל את החזקותיו בחברה.

<sup>88</sup> Ana Taleska, *Shareholder Proponents as Control Acquirers: A British, German and Italian Perspective on the Regulation of Collective Shareholder Activism via Takeover Rules*, E.B.O.R. 19, 797, 812 (2018).

בעלי מניות באשר לאופן ההצבעה באספת בעלי מניות כאל פעולה שהופכת אותם למחזיקים במשותף. אולם, הוא קובע חזקה לפיה יראה צדדים אלה כמחזיקים ביחד אם התיאום ביניהם נוגע לפעולה המהווה ניסיון להשיג שליטה על דירקטוריון החברה (board control seeking). בפרק הבא של המאמר נדון בהרחבה בנסיבות שבהן פעולות להצעת מועמדים לדירקטוריון ייחשבו כהחזקה יחד לפי הרגולציה בבריטניה. אולם, לצורך הדיון בשלב זה חשוב לציין את הטענה לפיה גופים מוסדיים בבריטניה נמנעים מלשתף ביניהם פעולה לצורך מינוי דירקטורים בגלל החשש מחסמי רגולציה.<sup>89</sup>

על החשש מהאפקט המצנן של כלל זה על פעילות של גופים מוסדיים למינוי דירקטורים ניתן ללמוד מכך שהפנל הוציא בספטמבר 2009 הצהרה בנוגע לאקטיביזם של בעלי מניות, בה הובהר כי הוראות הקוד לא נועדו להוות מחסום לשיתוף פעולה של משקיעים. עוד הבהיר הפנל כי פעולות המוגדרות כ"board control-seeking" הן נדירות, והאפשרות שבעלי מניות אקטיביסטיים המשתפים ביניהם פעולה יחויבו לבצע הצעת רכש בגין פעילותם היא זניחה.<sup>90</sup> חרף ההבהרות וההקלות האמורות, נטען כי גופים מוסדיים בבריטניה עדיין נמנעים מלשתף ביניהם פעולה לצורך מינוי דירקטורים כיוון שהוראות הקוד ממשיכות לייצר איודאות.<sup>91</sup>

לסיכום, הגם שהכללים בבריטניה מעודדים שיתופי פעולה בין בעלי מניות, גופים מוסדיים שם עדיין נמנעים משיתופי פעולה לצורך הצעת מועמדים מטעמם לדירקטוריון. ייתכן כי הדבר נובע מההעדפה של הגופים המוסדיים בבריטניה לבנות ערוצי אמון והידברות עם מנהלי החברה, אך נראה שקיים גם חשש מפני הכפפת גופים מוסדיים המשתפים ביניהם פעולה בעניין זה להוראות ה"mandatory bid rule".<sup>92</sup>

## 2. ארצות הברית

בארצות הברית קיימים בעשורים האחרונים קולות שקוראים למוסדיים להיות יותר אקטיביים במינוי דירקטורים.<sup>93</sup> חרף האמור, גופים מוסדיים בארצות הברית אינם יוזמים מינוי של דירקטורים מטעמם ובוודאי שנמנעים משיתופי פעולה בתחום זה. כמו בבריטניה, גם בארצות הברית הגורמים שיוזמים מינוי דירקטורים הם קרנות גידור אקטיביסטיות, ולא גופים מוסדיים. תיאור זה נכון הן ביחס לקרנות נאמנות, לרבות קרנות אינדקס,<sup>94</sup> והן ביחס לקרנות פנסיה ציבוריות.

קרנות פנסיה ציבוריות בארצות הברית פועלות במידה מסוימת להשפעה על הרכב הדירקטוריון. למשל, הן מנסות לקדם גיוון מגדרי ואתני בדירקטוריונים באמצעות שימוש בכוח ההצבעה שלהן באספה הכללית.<sup>95</sup> בנוסף, קרנות הפנסיה CalPERS ו-CalSTRS משתפות פעולה בפרסום מאגר דירקטורים מגוון (Diverse

<sup>89</sup> שם.

<sup>90</sup> Practice Statement No. 29, לעיל ה"ש 87, בפס' 1.6.

<sup>91</sup> Taleska, לעיל ה"ש 88, בעמ' 806.

<sup>92</sup> שם, בעמ' 808–809. חשש דומה התעורר גם באוסטרליה. בהנחיה שפרסמה הרשות לניירות ערך האוסטרלית ב-2015 בנושא שיתופי הפעולה (Regulatory Guide), לעיל ה"ש 37, בעמ' 14, נכתב כי ייתכן ששיתוף פעולה במינוי דירקטורים יוביל לכך שהמשקיעים יוגדרו כ"associates", או כבעלי "relevant agreement", כך שיוטלו עליהם חובות גילוי והגבלות על החזקות מניות בהתאם ל-"takeover and substantial holding provisions of the Corporations Act 2001 (Austl.)", הכוללות חובות גילוי והגבלות על החזקות מניות.

<sup>93</sup> ראו למשל Gilson & Kraakman, לעיל ה"ש 42; Bebhuk & Hirst, לעיל ה"ש 31.

<sup>94</sup> שם, בעמ' 2060–2061.

<sup>95</sup> Jacobius, לעיל ה"ש 47.

(DataSource Director), מתוכו חברות יכולות לבחור דירקטורים.<sup>96</sup> במקרים מסוימים קרנות פנסיה מצביעות נגד חידוש כהונה של דירקטורים כושלים.<sup>97</sup> קרן CalSTRS אף הצהירה כי היא תנהל חלק מהשקעותיה באופן אקטיבי יותר, ובין השאר תפעל למינוי דירקטורים בחברות בהן היא משקיעה.<sup>98</sup> אולם חרף הרטוריקה הלוחמנית, לא איתרנו כל עדות למקרה בו קרן פנסיה כלשהי הציעה מועמד לדירקטוריון בניגוד לעמדת ההנהלה.<sup>99</sup>

גם בארצות הברית נראה שיש חסמים משפטיים למינוי דירקטורים בידי גופים מוסדיים. ראשית, כללי הדיווח הפדרליים (כללי ה-13-d) מהווים תמריץ שלילי למעורבות מוסדיים במינוי דירקטורים.<sup>100</sup> לפי כללים אלה, בעל מניות שמחזיק במעל 5% ממניות חברה ציבורית, ובכוונתו להשפיע על השליטה בחברה (ניסיון להשפיע על הרכב הדירקטוריון עשוי לעלות כדי כוונה כזו), נדרש לעמוד במשטר גילוי קפדני. למשל, נדרש מבעל המניות לדווח על כל רכישת מניות תוך עשרה ימים. דרישה זו בעייתית במיוחד וכרוכה בעלויות רבות עבור גופים מוסדיים גדולים שמבצעים רכישות תכופות של מניות בחברות ציבוריות.<sup>101</sup>

שנית, גופים מוסדיים חוששים מפני חבות בגין סחר במידע פנים. משקיע מוסדי שימנה דירקטור מטעמו, ובעקבות כך ייחשף למידע שאינו פומבי על ענייני החברה, לא יוכל לסחור בניירות ערך של אותה חברה. תוצאה זו בעייתית פחות כאשר מדובר בקרן גידור אקטיביסטית, שהשקעותיה ממוקדות במספר קטן של חברות, ובעייתית יותר כאשר מדובר במשקיע מוסדי בעל השקעות מבוזרות.<sup>102</sup> עם זאת, חשש זה אינו מסביר מדוע גופים מוסדיים לא ימנו דירקטורים שאינם עובדי הגוף המוסדי.

שלישית, החשש מתגובת נגד רגולטורית עלול להניא גופים מוסדיים ממינוי דירקטורים. בכתיבה עדכנית עולה הטענה כי שוק ההון האמריקאי סובל מריכוזיות הבאה לידי ביטוי בדומיננטיות של גופים מוסדיים

---

*Join Diverse Director DataSource Hosted in the Equilar Diversity Network*, EQUILAR (Aug. 22, 2019),<sup>96</sup> <http://marketing.equilar.com/24-equilar-diversity-network>

*Corporate Engagements*, CALPERS (Sep. 9, 2020), [www.calpers.ca.gov/page/investments/governance/corporate-engagements](http://www.calpers.ca.gov/page/investments/governance/corporate-engagements)

Randall Smith, *Some Big Public Pension Funds Are Behaving Like Activist Investors*, N.Y. TIMES, Nov. 28, 2013,<sup>97</sup> <https://dealbook.nytimes.com/2013/11/28/some-big-public-pension-funds-are-behaving-like-activist-investors> (קרן CalPERS הצביעה נגד מינוי דירקטורים רבים בחברות בהן היא משקיעה כדי להפעיל לחץ עליהן למנות דירקטורים באופן שיקדם גיוון בדירקטוריון).

*CalSTRS Considering New Engagement Push*, PENSIONS&INVESTMENTS (May. 1, 2017),<sup>98</sup> <https://www.pionline.com/article/20170501/PRINT/305019983/calstrs-considering-new-engagement-push>

<sup>99</sup> מחקר אמפירי משנת 2008 שבחן את האקטיביזם של קרנות הפנסיה בארצות הברית תומך בכך, Stephen J. Choi & Jill E. Fisch, *On beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance*, 16 VAND. L. REV. 315, 326–28 (2008). אומנם מעט קרנות העידו על כך שמדי פעם הן מציעות מועמדים מסוימים להנהלת החברה באופן שאינו פורמלי או מגישות שמות מועמדים לוועדת המינויים, אך כלל הקרנות שנבדקו העידו כי לעולם לא הציעו מועמד לדירקטוריון בניגוד לעמדת ההנהלה.

<sup>100</sup> 15 U.S.C. § 78m(d) (2012); 15 U.S.C. § 78m(g) (2012); 17 C.F.R. § 240.13d-1(b) (2017).  
<sup>101</sup> Bebczuk & Hirst, לעיל הי"ש 31, בעמ' 2060–2061 (טוענים כי אימנורבותן של קרנות האינדקס במינוי דירקטורים נובע, בין השאר, מהחשש מכך שיידרשו לעמוד בכללי ה-13D). ראו גם: Hamdani & Hannes, לעיל הי"ש 51, בעמ' 998; Black, *Agents Watching Agents*, לעיל הי"ש 53, בעמ' 822–823.

<sup>102</sup> Hamdani & Hannes, לעיל הי"ש 51, בעמ' 997–998; Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 MICH. L. REV. 522, 542–544 (2003).

גדולים, וכי ריכוזיות זו פוגעת בתחרות.<sup>103</sup> מצידם של הגופים המוסדיים, הימנעותם מהצעת מועמדים לכהונת דירקטור מקטינה את החשיפה לטענות בדבר פגיעה שלהם בתחרות עקב קיומן של החזקות צולבות בחברות ציבוריות עם תחום פעילות דומה<sup>104</sup> ואת הסיכוי שייתפסו כשחקנים בעלי כוח רב בשוק ההון, ולכן גם את הסיכון לתגובת נגד רגולטורית חריפה.<sup>105</sup> ואכן, בכתיבה על קרנות האינדקס הגדולות בארצות הברית נטען כי אחת הסיבות לפסיביות שלהן ביחס לניהול החברות בהן הן משקיעות, לרבות בעניין מינוי דירקטורים, היא החשש ממתקפה פוליטית ורגולטורית.<sup>106</sup>

לבסוף, מגבלות רגולטוריות על היקף ההחזקות של גופים מוסדיים יוצרות תמריץ שלילי לשיתוף פעולה ביניהם. ככל שגופים מוסדיים ישתפו ביניהם פעולה, קיים חשש שייחשבו למחזיקים במשותף ועקב כך יפרו מגבלות אלה. למשל, שני דברי חקיקה משמעותיים מגבילים את יכולתן של קרנות נאמנות לשלוט בחברות בהן הן משקיעות או להחזיק בהן מניות בשיעור משמעותי – The Investment and The Revenue Act of 1936 ו- Company Act of 1940.<sup>107</sup> כפי שנסביר בהמשך, מגבלות אלה, שמקורן בתקופת השפל הגדול בארצות הברית, נועדו למנוע שליטה של קרנות נאמנות בחברות ריאליות.

לסיכום, הדיון ההשוואתי מצביע על כמה גורמים העומדים בבסיס הימנעותם של גופים מוסדיים בבריטניה ובארצות הברית מלשתף פעולה לצורך מינוי דירקטורים. נראה שגורמים אלה הם ברובם משפטיים (למשל, חשש מהכפפה לדיני הצעת רכש, מחובות דיווח מוגברות, מחבות בגין סחר במידע פנים או מתגובת נגד רגולטורית).<sup>108</sup> מכל מקום, מעורבות הגופים המוסדיים בישראל בהצעת מועמדים לדירקטוריונים של חברות בבעלות מבוזרת היא חריגה בהשוואה למצב השורר בארצות הברית ובריטניה.

#### ד. שיתוף פעולה וסוגיית ה"שליטה"

בפרק זה נבחן את השאלה האם, כעניין נורמטיבי, שיתוף פעולה לצורך מינוי דירקטורים בחברות בבעלות מבוזרת עולה כדי שליטה. ניתוח זה מצריך התייחסות לשני היבטים. ראשית, נבחן מדוע נאסר על גופים מוסדיים לשלוט בחברות והאם הרציונלים העומדים בבסיס איסור זה רלוונטיים גם לשיתוף פעולה לצורך מינוי דירקטורים. שנית, נציג את המבחנים המקובלים בנוגע להגדרת "שליטה" ו"החזקה ביחד" ונסביר מדוע יש צורך לקבוע הגנת "נמל מבטחים" עבור גופים מוסדיים המתאמים מינוי דירקטורים.

<sup>103</sup> לכתובה על הפגיעה בתחרות הנובעת מכך שמשקיעים מוסדיים מחזיקים במניות בחברות מתחרות ("common ownership") ראו: Eric A. Posner et al., *A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors*, 81 ANTITRUST L.J. 669 (2017); José Azar et al., *Anti-Competitive Effects of Common Ownership*, 73 J. FIN. 1513 (2018); Einer Elhauge, *Horizontal Shareholding*, 129 HARV. L. REV. 1267 (2016).

<sup>104</sup> לניתוח מעמיק של החשיפה של גופים מוסדיים בשוק האמריקאי לטענות בדבר הפרה של דיני התחרות, ראו Edward B. Rock & Daniel L. Rubinfeld, *Antitrust for Institutional Investors*, 82 ANTITRUST L.J. 221 (2018); C. Scott Hemphil & Marcel Kahan, *The Strategies of Anticompetitive Common Ownership*, 129 YALE. L. J. 1392 (2020).

<sup>105</sup> John D. Morley, *Too Big to Be Activist*, 92 S. CAL. L. REV. 30–31 (2019).

<sup>106</sup> Bechuk & Hirst, לעיל ה"ש 31, בעמ' 2060–2061; Hamdani & Hannes, לעיל ה"ש 51, בעמ' 999.

<sup>107</sup> לפירוט ראו: Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. PA. L. REV. 1021, 1049–1050 (2007); Mark J. Roe, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 COLUM. L. REV. 10, 20–21 (1991). ראו גם, Mark J. Roe, *Mutual Fund Industry*, 139 U. PA. L. REV. 1469 (1991).

<sup>108</sup> כמובן שלגורמים משפטיים אלה מצטרפת בעיית האדישות הרציונלית, שמפחיתה את התמריץ של הגופים המוסדיים לנקוט בפעילות אקטיביסטית. ראו בפרק ב' לעיל.

## 1. הפן המוסדי: איסור השליטה שחל על גופים מוסדיים

ככלל, נאסר על גופים מוסדיים בישראל לשלוט, במישרין או בעקיפין, בתאגיד שאת מניותיו הם מחזיקים. גוף מוסדי או קבוצת משקיעים מוסדיים רשאים להחזיק עד 20% מסוג מסוים של אמצעי שליטה בתאגיד בודד, ובלבד שהחזקה אינה מקנה שליטה. אי לכך, גופים מוסדיים אינם רשאים לשתף פעולה במינוי דירקטורים ככל ששיתוף שכזה יהפוך אותם לבעלי שליטה. כמו כן, ככל שלאור שיתוף הפעולה יוגדרו הגופים המוסדיים כמחזיקים יחד, גם אם לא יוגדרו כבעלי שליטה, והחזקותיהם יחצו את רף ה-20%, שיתוף הפעולה יהווה הפרה של ההגבלות החלות על גופים מוסדיים.<sup>109</sup>

כאמור, גם מדינות אחרות אוסרות על גופים מוסדיים לשלוט בתאגידים.<sup>110</sup> במאמר זה אין בכוונתנו לבחון האם איסור השליטה החל על גופים מוסדיים הוא ראוי, אלא לבחון האם הטעמים לאיסור זה חלים גם על שיתוף פעולה בין מוסדיים לצורך מינוי דירקטורים, וזאת גם בהתחשב בשאר מגבלות הרגולציה החלות על גופים אלה.

באופן מפתיע, ועל אף שאיסור השליטה רווח במדינות רבות, הספרות האקדמית העכשווית ממעטת לעסוק בהצדקות לאיסור זה. מקובל לטעון כי איסור השליטה נועד להבטיח את מעמדם של הגופים המוסדיים כמשקיעים פיננסיים, אשר אמורים להתרכז בניהול ההשקעות, ולא לעסוק בניהול תאגידים ריאליים.<sup>111</sup> אולם, נימוק רווח זה אינו מסביר את הרציונל לאיסור החל על גופים מוסדיים לעסוק בניהול. במילים אחרות, אין זה ברור מדוע נקבע שעל גופים מוסדיים להיות משקיעים פסיביים, ונאסר עליהם לפעול גם לניהול החברות שבהן הם משקיעים את כספי החוסכים.

המקור ההיסטורי להגבלת גופים מוסדיים להשקעה פסיבית בחברות הוא חקיקה פדרלית בתקופת השפל הגדול בארצות הברית, אשר התייחסה לקרנות נאמנות.<sup>112</sup> המלומד Mark Roe חקר את הטעמים ההיסטוריים שהביאו להטלת מגבלות השליטה על קרנות הנאמנות בתקופה זו. אחת ההצדקות הייתה הצורך בהגנה על המשקיעים בקרנות נאמנות באמצעות הקפדה על סל השקעות מבוזר, המקטין את הסיכון הכרוך

<sup>109</sup> ראו תק' 12א) לתקנות כללי ההשקעה, החלה על חברה מנהלת וכן על חברות ביטוח. הגדרת "אמצעי שליטה" קבועה בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), ואליה מפנה גם חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005, והיא רחבה במיוחד. ההגדרה כוללת הצבעה באספה הכללית; זכות למנות דירקטור; זכות להשתתף ברווחי תאגיד; וזכות ליתרת נכסי התאגיד בעת חיסולו, לאחר סילוק חובותיו. בעבר חל רף מחמיר יותר של 10% שהיה קבוע בתק' 41כג) לתקנות מס הכנסה, שבוטלה זה מכבר. הגדרת "שליטה" בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) גם היא רחבה במיוחד וכוללת זכויות וטו: "היכולת, בין לבד ובין יחד עם אחרים, לכוון את פעילותו של תאגיד, למעט יכולת הנובעת רק ממילוי תפקיד של דירקטור או נושא משרה אחר בתאגיד; בלי לגרוע מכלליות האמור, יראו אדם כשולט בתאגיד אם מתקיים בו אחד מאלה: (1) הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי השליטה בתאגיד; (2) בידי היכולת למנוע קבלת החלטות עסקיות בתאגיד, למעט החלטות שענין מכירה או חיסול של רוב עסקי התאגיד או שינוי מהותי בהם".

<sup>110</sup> ראו לעיל הי"ש 107.

<sup>111</sup> בדברי החסבר לתק' 33 לתקנות כללי השקעה נאמר כי רף ההחזקות של 20% נועד "כדי להבטיח את היות מבטח משקיע פיננסי". כמו כן, ראו דבריו של הממונה על שוק ההון והביטוח, בפרוטוקול ישיבה מס' 1014 של ועדת הכספים, הכנסת ה-18, 4 (11.2.2012): "עד עשרים אחוזים מאמצעי השליטה בתאגיד זו השקעה פיננסית והגופים המוסדיים הם גופים פיננסיים. באחזקה של מעבר לעשרים אחוזים בסך כל האחזקות, יש לראות מעבר להשקעה פיננסית, כלומר יש לראות בכך השקעה ריאלית שמחייבת מעורבות בניהול, אולם, אין רצון שהגופים המוסדיים יהיו מעורבים בחלק הזה של ההשקעות." כמו כן, בהקשר זה, עשויה לעלות טענה שמעורבות יתר של גופים מוסדיים בניהול חברות ריאליות מהווה הפרה של מגבלות ייחוד העיסוק, המחייבות אותם לעסוק בניהול כספים בלבד. סי' 4א)2) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) קובע כי אחד מהתנאים למתן רישיון לחברה לעיסוק בניהול קופות גמל הוא: "עיסוקה הבלעדי הוא ניהול קופות גמל".

<sup>112</sup> Roe, *A Political Theory*, לעיל הי"ש 107, בעמ' 19, MARK ROE, STRONG MANAGERS, WEAK OWNERS: THE POLITICAL, 103 (1994) (להלן: STRONG MANAGERS, WEAK OWNERS).

בהשקעה בשוק ההון עבור לקוחות הקרנות.<sup>113</sup> כך, למשל, בדו"ח Pecora נכתב כי מבין שתי הפונקציות שקרנות נאמנות יכולות למלא – השקעה ושליטה – הפונקצייה של השקעה מבוזרת היא הפונקצייה הנורמלית והרצויה, בעוד שהפונקצייה של שליטה בחברות אינה רצויה, ויש למנוע אותה.<sup>114</sup>

הצדקות נוספות לאיסור השליטה חורגות מהאינטרסים של לקוחות הגוף המוסדי ומתמקדות באינטרסים רחבים יותר. נטען כי קרנות נאמנות עשויות להשתמש בשליטה על מנת לקדם את האינטרסים שלהן, ולא של ציבור המשקיעים בחברה או בשוק ההון בכללותו. כך, למשל, קרנות נאמנות עלולות להשתמש בשליטתן על מנת להקצות הון בתנאים מועדפים לחברה הנשלטת על ידן, לשנות את מבנה ההון של החברה כדי להתאימו לצורכיהן, לחלק דיבידנדים בשיעור גבוה מדי או לכפות מיזוג בתנאים שלא משתלמים לשאר בעלי המניות של החברה הנשלטת, וזאת על מנת לשרת את האינטרסים שלהן בלבד. על אף שקרנות נאמנות יכולות לפקח על פעולות ההנהלה וכך לשרת את האינטרסים של כלל המשקיעים בשוק ההון, רשות ניירות הערך האמריקאית הייתה בעמדה שהחסרונות שבמתן אפשרות לעשות זאת עולים על היתרונות. לכן, לגישתה, קרנות נאמנות צריכות להסתפק בהזרמת הון לשוק, ולהימנע משליטה במיזם לאחר שההון הועבר.<sup>115</sup>

ספרות עכשווית מצביעה גם על חשש מניגודי עניינים פוטנציאליים של גופים מוסדיים, ובכלל זה קרנות נאמנות, הנובעים מכמה טעמים. ראשית, קיומם של קשרים עסקיים (כגון שירותי ביטוח או ניהול הסדרים פנסיוניים) בין הגוף המוסדי לחברה הציבורית; שנית, מעמד כפול כבעל מניות וגם נושא (מחזיק איגרות חוב) בחברה ציבורית;<sup>116</sup> שלישית, בעלות צולבת בחברות מתחרות.<sup>117</sup>

בנוסף, גם בתקופת השפל הגדול עלה החשש מפני ריכוזו של כוח כלכלי משמעותי בידיהם של מעטים, בעיקר בנקי השקעות, שיחברו יחדיו בכדי להעביר ערך מבעלי המניות אליהם.<sup>118</sup> החשש שהתעורר בהקשר זה הוא שקרנות נאמנות ישמשו אמצעי דרכו בנקי השקעות (שבאותה תקופה שלטו בקרנות הנאמנות) יוכלו לשלוט בכמה חברות בשוק ספציפי, באופן שיחזק קרטלים. לפי Roe, לצורך בקידום יציבות פוליטית היה משקל משמעותי בחקיקה שהטילה מגבלות שליטה על גופים פיננסיים.<sup>119</sup> חקיקה זו התגבשה בשנים שלאחר השפל הגדול, כאשר חלקים נרחבים באוכלוסייה האמריקאית האשימו את המוסדות הפיננסיים על תרומתם למשבר הכלכלי.<sup>120</sup> בתקופה זו שרר חוסר אמון מוחלט במוסדות פיננסיים, והתחזקות המוסדות הפיננסיים על חשבון

<sup>113</sup> שם, בעמ' 35–37.

<sup>114</sup> הדו"ח הוא תוצר של ועדה שהוקמה על מנת לחקור את נפילת הבורסה ב-1929, שסימנה את תחילתו של השפל הגדול. Roe,

*Mutual Fund Industry*, לעיל ה"ש 107, בעמ' 1484–1491.

<sup>115</sup> Roe, *Mutual Fund Industry*, לעיל ה"ש 107, בעמ' 1473.

<sup>116</sup> לדיון בניגודי העניינים של משקיעים מוסדיים, ראו: Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for*, *Corporate Law and Governance*, 117 COLUM. L. REV. 767, 791–793 (2017). ראו גם: מכתב מאלי דניאל, עו"ד, לניר גלעד, המנהל הכללי של החברה לישראל בע"מ (20.10.2009). המכתב עוסק בנושא עניין אישי של גופים מוסדיים – הצבעה באספת החברה לאור החזקתם באיגרות חוב של צים (התייחסות לסיווג גוף מוסדי כבעל עניין אישי באישור עסקה בשל היותו מחזיק במקביל באיגרות חוב של החברה).

<sup>117</sup> Sean J. Griffith & Dorothy S. Lund, *Conflicted Mutual Fund Voting in Corporate Law*, 99 B.U. L. REV. 1151, 1172–1175. ראו גם לעיל ה"ש 103.

<sup>118</sup> Roe, *Mutual Fund Industry*, לעיל ה"ש 107, בעמ' 1492–1494. Roe, *A Political Theory*, לעיל ה"ש 107, בעמ' 17–18. הסבר אחר מהרציונלים שהוצגו בפרק זה מספק ג'ון מורלי, שטוען כי החקיקה נועדה למנוע תכנוני מס. ראו: John Morley, *Collective*, *Branding and the Origins of Investment Fund Regulation*, 6 VA. L. & BUS. REV. 341, 378–379 (2012).

<sup>119</sup> Roe, *Mutual Fund Industry*, לעיל ה"ש 107, בעמ' 1490–1492.

<sup>120</sup> שם, בעמ' 1491.

הנהלת החברות נתפסה כתהליך שעלול לרסק את הכלכלה האמריקאית.<sup>121</sup> במילים אחרות, החקיקה לא התבססה רק על האינטרס של המשקיעים בקרנות נאמנות, אלא גם על ההשפעה של החזקותיהן של קרנות נאמנות בחברות ריאליות על שוק ההון והכלכלה האמריקאית בכללותה.<sup>122</sup>

ואכן, חשש נוסף בהקשר זה הוא יצירת עיוותים בהקצאת מקורות האשראי וההון. גוף מוסדי יעדיף להקצות אשראי בתנאים מועדפים לגוף ריאלי הנשלט על ידו או שאחוזי החזקות ההוניות בו הוא גבוה. כן עולה החשש מכך שגופים פיננסיים השולטים בתאגיד ריאלי ימנעו מתן אשראי למתחרים של התאגיד הריאלי.<sup>123</sup> בישראל, חשש זה התמקד בעבר בבנקים והוביל לאיסור שחל עליהם לשלוט בגופים ריאליים.<sup>124</sup> חששות דומים הובילו את המחוקק הישראלי לאמץ במסגרת חוק הריכוזיות את האיסור על תאגיד ריאלי משמעותי (ששווי 6 מיליארד ש"ח ומעלה) או על השולט בו לשלוט או להחזיק בשיעור העולה על 10% מסוג מסוים של אמצעי שליטה בגוף פיננסי משמעותי (ששווי 40 מיליארד ש"ח ומעלה).<sup>125</sup>

האם הטעמים הללו רלוונטיים לתיאום בין גופים מוסדיים לצורך הנקודתי של מינוי דירקטורים בחברות ללא גרעין שליטה?

פיזור השקעות הוא אכן חיוני להגנת החוסכים. אולם, אין זיקה הכרחית בין הגבלת החלק היחסי מכלל הנכסים שתחת ניהול הגוף המוסדי שיכולים להיות מושקעים בחברה מסוימת, לבין החלק היחסי שניתן להחזיק מתוך כלל מניותיה של חברה מסוימת. הראשון, ולא האחרון, הוא המשתנה שקובע את יציבותו הפיננסית של גוף מוסדי כמו גם את מידת הסיכון להשקעות ציבור החוסכים. לכן, חשש זה מצדיק את הגבלת החלק היחסי מנכסי הקרן שניתן להשקיע בחברה ספציפית, כפי שקובעת הרגולציה בארץ ובעולם,<sup>126</sup> אך אינו מצדיק קביעת איסור על שליטה.<sup>127</sup> יתרה מזו, מעורבות במינוי דירקטורים – ואף הצעת מועמדים לאספה – אינה מנוגדת לצורך בשמירה על סל השקעות מבוזר. בכל מקרה, שיתוף פעולה נקודתי לצורך מינוי דירקטורים בודאי שאינו מסכן את כספי החוסכים.

מה לגבי החששות כי "שליטה" של גוף מוסדי עלולה לפגוע במשקיעים האחרים בחברה הנשלטת או בשוק ההון בכללותו? האם הם מתקיימים גם ביחס לשליטה הנובעת משיתוף פעולה בין מוסדיים שונים למינוי

<sup>121</sup> ROE, STRONG MANAGERS, WEAK OWNERS, לעיל ה"ש 112, בעמ' 35–49.

<sup>122</sup> Roe, *Mutual Fund Industry*, לעיל ה"ש 107, בעמ' 1490–1492.

<sup>123</sup> ראו דברי ההסבר להצעת החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד–2013, ה"ח 706 בעמ' 1109–1110.

<sup>124</sup> לדיון בנוגע למגבלות החלות על בנקים ראו: Roe, *A Political Theory*, לעיל ה"ש 107, בעמ' 17–18. משרד האוצר **דין וחשבון**

**הוועדה לבחינת ההיבטים של אחזקות בנקים בתאגידים ריאליים** 17 (1995) (להלן: ועדת ברודט).

<sup>125</sup> שם. לעניין האיסור על תאגיד ריאלי משמעותי לשלוט ולהחזיק אמצעי שליטה במבטח שהוא גוף פיננסי משמעותי, ראו ס' 32א(ב) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח). כמו כן, במסגרת תיקוני חוק הריכוזיות, נקבע גם איסור על גופים מוסדיים להחזיק מעל ל-10% מסוג מסוים של אמצעי שליטה בתאגיד ריאלי משמעותי. ראו ס' 36(ד) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), וס' 26(ב) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל).

<sup>126</sup> ראו למשל תק' 10(א) לתקנות כללי השקעה המגבילה את סך החזקות של משקיע מוסדי בתאגיד מסוים ל-5% מן השווי המשוער של נכסי המשקיע המוסדי, ובלבד שסך כל ההשקעה בחמישה התאגידים הגדולים ביותר שהמשקיע המוסדי מחזיק בניירות הערך שלהם לא יעלה על 20% מנכסי המשקיע המוסדי. תק' 11 לתקנות כללי השקעה) מגבילה את החזקות בניירות ערך של קבוצת תאגידים ל-10% משווי נכסי המשקיע המוסדי, ובלבד שסך כל ההשקעה בחמש קבוצות התאגידים הגדולות ביותר לא יעלה על 40%.<sup>127</sup> Roe, *Mutual Fund Industry*, לעיל ה"ש 107, בעמ' 1488–1489.

דירקטורים? חשוב גם לציין כי החשש מפני ניגוד עניינים של גוף מוסדי חל בכל מקרה שבו גוף מוסדי פועל כדי לממש את זכויותיו כמשקיע בחברות (לדוגמה, הצבעה על עסקאות בעלי שליטה). המענה הנאות לחשש זה הוא כללי העניין האישי בחוק החברות, חובות האמונים המוטלות על הגופים המוסדיים כלפי החוסכים והרגולציה החלה על גופים מוסדיים בתחום ההצבעות.<sup>128</sup> מטעמים אלה, אין בחשש פוטנציאלי לניגוד עניינים כדי להוות רציונל משכנע לאיסור תיאום בין גופים מוסדיים לעניין מינוי דירקטורים. כמו כן, העובדה כי גופים שונים יידרשו לשתף פעולה ביניהם מפחיתה את החשש כי המהלך יקדם את האינטרסים של גוף מוסדי ספציפי על חשבון אלה של גופים מוסדיים אחרים. לכן, תיאום נקודתי לצורך מינוי דירקטורים מפחית מחומרת חששות אלה (בהשוואה לפעולה בידי גוף מוסדי בודד).

הרציונל האחרון המחייב בחינה הוא החשש מההשפעה של ריכוזיות יתר בשוק הפיננסי על הכלכלה ועל הקצאת המקורות במשק. כיום, לאור העלייה המתמשכת בהיקף הנכסים המנוהלים בידי גופי החיסכון הפנסיוני בישראל, עולה השאלה האם חשש זה מתעורר גם לגבי גופים מוסדיים, בדגש על חברות הביטוח. בסוף פרק זה נדון בהרחבה בחששות מהגברת הריכוזיות בתחום הפיננסי בהקשר הישראלי. בשלב זה נציין רק שחששות אלה עלולים להתעורר ביתר שאת ביחס לשיתופי פעולה קבועים בין כמה גופים מוסדיים שהם שחקנים חוזרים בשוק. החשש הוא שגופים אלה יחלשו על מינוי דירקטורים במספר גדול של חברות במשק, ובכך תהיה להם – או ליתר דיוק למנהלים שלהם – השפעה משמעותית על המגזר הריאלי.

אנו סבורים כי חששות אלה, ובייחוד החשש מפני ריכוזיות כללי-משקית, אכן מחייבים בחינה נפרדת ומעמיקה של השפעת כוחם העולה של הגופים המוסדיים בישראל על הריכוזיות במשק. אולם, נכון לעת הזו, ובהתחשב בכך שמגמת ביזור השליטה בחברות ציבוריות בישראל עדיין נמצאת בשלבים ראשונים, אין בהם כדי למנוע שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים לצורך מינוי דירקטורים, בייחוד אם מדובר בשיתוף פעולה נקודתי, מתוחם בהיקפו וכפוף למגבלות שונות. העובדה שגופים מוסדיים מתאמים עמדות לצורך הנקודתי של מינוי דירקטורים אינה מעניקה לגוף מוסדי תמריץ עודף (מעבר לשיעור ההחזקות ההוניות שלו) להעדיף את החברה שבה הוא מחזיק בהקצאת אשראי או עניינים אחרים. יתר על כן, על גופים מוסדיים עדיין חלות הגבלות במינוי דירקטורים שהם עובדי הגוף המוסדי; מינוי דירקטור מטעמם (במקרים המתאימים) נעשה על ידי ועדת ההשקעות; נאסר עליהם לקבל מידע מאותם דירקטורים; חלות עליהם חובות האמונים כלפי החוסכים והרגולציה החלה על גופים מוסדיים בתחום ההצבעות; קיימות מגבלות מסוימות על יכולתם לבצע עסקאות בעלי עניין עם החברות המוחזקות; והם כפופים לכללי העניין האישי בחוק החברות.<sup>129</sup> מגבלות אלה וכן הצורך בשיתוף פעולה בין גופים מוסדיים שונים עם אינטרסים שונים מפחיתים את החששות האמורים, ובפרט אלה הנוגעים לעיוות בהקצאת מקורות האשראי או לניגודי עניינים.

<sup>128</sup> בנוגע לכללי עניין אישי, ראו סי' 239(ב) ו-276 לחוק החברות.  
<sup>129</sup> ראו לעיל הי"ש 151-154, ו-177. בנוגע לכללי עניין אישי, ראו סי' 239(ב) ו-276 לחוק החברות.



לסיכום, רובם המכריע של הטעמים ההיסטוריים לאיסור השליטה החל על גופים מוסדיים אינו מגביל מינוי דירקטורים בידי גופים מוסדיים, בייחוד כאשר מינוי זה מתבצע באמצעות תיאום נקודתי ואינו כרוך בתיאום מתמשך לצורך הפעלת שליטה לאחר המינוי.

## 2. הפן התאגידי: מתי שיתוף פעולה בהצעת מועמדים מהווה החזקה יחד העולה לכדי שליטה?

בחברות ללא גרעין שליטה, בעלי המניות מהציבור הם אלה שממנים את הדירקטורים. ככלל, החברה (ההנהלה או הדירקטוריון) היא זו שמציעה מועמדים לאישור האספה הכללית. אם בעל מניות, כדוגמת קרן גידור או גוף מוסדי, מעוניין להציע נציגים מטעמו לדירקטוריון, הרי שמועמדים אלה צריכים לעמוד לבחירת שאר בעלי המניות.<sup>130</sup> אולם, כאשר לקבוצת בעלי מניות מוסדיים יש החזקות מצרפיות המעניקות להם כוח מכריע באספה הכללית, לשיתוף פעולה ביניהם במינוי דירקטורים תהיה השפעה דרמטית על הרכב הדירקטוריון. על רקע זה, הניתוח שלנו יתמקד בשאלה האם שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים בחברות בבעלות מבוזרת לצורך הצעת מועמד מהווה "שליטה" לפי פרשנות תכליתית של הגדרת שליטה בחוק החברות.

### 2.1 הגדרת שליטה והחזקה משותפת

חוק החברות מפנה לחוק ניירות ערך לצורך הגדרת "שליטה".<sup>131</sup> הגדרת השליטה כוללת שני תנאים חלופיים: האחד, מבחן כמותי, לפיו החזקה שעולה על 50% באחד מאמצעי השליטה בתאגיד מוגדרת כשליטה,<sup>132</sup> והשני, "שליטה אפקטיבית" במובן המהותי-איכותי של היכולת לכוון את פעילות החברה. לצורך הפרק החמישי לחוק, שעניינו "עסקאות בעלי עניין", מצויה הגדרה נוספת המיוחדת לפרק האמור, והיא כוללת מבחן כמותי לפיו שליטה תיקבע לפי החזקת 25% או יותר מזכויות ההצבעה, אם אין אדם אחר שמחזיק למעלה מ-50% מזכויות ההצבעה.<sup>133</sup>

בפסיקה הובעה לא אחת העמדה כי החזקה הכמותית היא בגדר כלי עזר בלבד לבחינת יכולת ההשפעה.<sup>134</sup> לפיכך, גם אם חזקת השליטה הכמותית אינה מתקיימת, יכול בעל מניות להיחשב לבעל שליטה ככל שיוכח כי הוא בעל יכולת לכוון את פעילותו של התאגיד.<sup>135</sup> בנוסף, פרשנות המונח "שליטה" נגזרת מההקשר החקיקתי הספציפי שבו הוא מופיע. כך, הגדרת המושג "שליטה" משתנה בין חוקים שונים, ולעיתים אף בין הסדרים משפטיים שונים באותו דבר חקיקה.<sup>136</sup>

<sup>130</sup> לגבי השפעת ההנהלה על מינוי דירקטורים בארצות הברית, ראו Bebuch & Hamdani, לעיל ה"ש 41. לגבי בריטניה, ראו גם Nachemson-Ekwall & Mayer, לעיל ה"ש 69.

<sup>131</sup> ס' 1 לחוק החברות. חשוב להבחין בין הגדרת המונח "שליטה" לעניין חוק החברות ודיני ניירות ערך לבין הגדרת מונח זה ברגולציה המיוחדת החלה על גופים מוסדיים. ראו לעיל ה"ש 74 ר' 109.

<sup>132</sup> ס' 1 לחוק החברות מגדיר "אמצעי שליטה" בתאגיד כ"כל אחד מאלה: (1) זכות ההצבעה באסיפה כללית של חברה; (2) הזכות למנות דירקטור של חברה".

<sup>133</sup> ס' 268 לחוק החברות.

<sup>134</sup> ראו למשל: ת"א (מחוזי ת"א) 48851-02-12 מטרת מיזוג חברות בע"מ נ' אולטרה שייפ מדיקל בע"מ (פורסם בנבו, 16.7.2012) ועע"מ 6352/01 חדשות ישראל (טי.אי.אן.סי) בע"מ נ' שר התקשורת, פ"ד נו(2) 97 (2001).

<sup>135</sup> ראו למשל: ע"פ 2103/07 הורוביץ נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 31.12.2008); ע"פ 3506/13 הבי נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 12.1.2016); ע"א 4275/94 הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ נ' א' ת' ניהול מאגר הספרות התורנית בע"מ, פ"ד נ(5) 485 (1997) וע"א 345/03 רייכרט נ' יורשי המנוח משה שמש ז"ל, פ"ד סב(2) 437 (2007).

<sup>136</sup> עניין חדשות ישראל (טי.אי.אן.סי) בע"מ, לעיל ה"ש 134 (מושג השליטה "עשוי ללבוש צורה ולפשוט בהתאם להקשר הדברים ולתכלית שלשמה הוא נבחן"); אירית חביבסגל דיני חברות כרך א 646 (2007) ("...הסדרים משפטיים מסוימים מחייבים את הפרשן להסתפק ביכולת השפעה מועטה יחסית על ענייני התאגיד, על מנת שבעל המניות ייחשב ל"בעל שליטה", בעוד שהסדרים משפטיים

שליטה יכולה להתקיים גם דרך החזקה משותפת עם בעלי מניות אחרים.<sup>137</sup> לפי חוק ניירות ערך, "החזקה עם אחרים" משמעותה שיתוף פעולה לפי הסכם בכתב או בעל פה.<sup>138</sup> מטרת הסעיף למנוע פיצול החזקות מלאכותי. סוג אחד של הסכמים לשיתוף פעולה הוא הסכם הצבעה, בו בעלי המניות מסכימים מראש להצביע יחד בעניינים מסוימים באספה הכללית ולתמוך בהצעה שמביא אחד הצדדים להצבעה באספה הכללית. ניתן גם להיקשר בהסכם למינוי דירקטורים, בו נדון בהמשך.<sup>139</sup> בהיעדר קווים מנחים ברורים לגבי עוצמת שיתוף הפעולה הנדרשת לשם החזקה משותפת, נקבע בפסיקה כי זוהי שאלה מורכבת, וההכרעה בה במקרה נתון עשויה להצריך בירור עובדתי ומשפטי כאחד.<sup>140</sup>

## 2.2 שיתוף פעולה בהצעת מועמדים כהחזקה יחד העולה כדי שליטה

לשם הוכחת קיומה של שליטה עקב תיאום עמדות לצורך מינוי דירקטורים, יש לעמוד בשני תנאים מצטברים. ראשית, תיאום העמדות בין המשקיעים המוסדיים צריך לעלות כדי הסכם, שדי בו ליצור "החזקה משותפת". שנית, אותה "החזקה משותפת" צריכה לעלות כדי שליטה. כלומר, ביכולתם של המשקיעים המוסדיים המשתפים ביניהם פעולה "לכוון את פעילותו של התאגיד".<sup>141</sup> בשני המקרים מדובר בבחינה מורכבת אשר צריכה להתבצע בהתאם לנסיבות כל מקרה לגופו.

רשות ניירות ערך קבעה בעבר כי הסכם הצבעה בין בעלי מניות למינוי דירקטורים עשוי להפוך אותם למחזיקים יחד. באותו עניין התייחסה עמדת הרשות להסכם בדבר שיתוף פעולה בין בעלי המניות "ביחס לאופן הפעלת כוח ההצבעה שלהם באספה הכללית לצורך מינוי דירקטורים מטעמם," אשר איפשר להם למנות את רוב הדירקטורים בחברה. לעמדת הרשות, יש בהסכם זה כדי להפוך את הצדדים ל"מחזיקים ביחד" כאשר (1) שיתוף הפעולה של הצדדים להסכם ההצבעה הוא הדדי ויוצר לכל אחד מן הצדדים זכות שלא הייתה קיימת קודם לכן, ו(2) אופי שיתוף הפעולה אינו זמני, אלא נמשך וקבוע ועתיד להתקיים כל אימת שנושא מינוי הדירקטורים יועלה באספה הכללית של החברה.<sup>142</sup>

מתשובות נוספות של הרשות לניירות ערך לפניו מקדימות שהופנו אליה מצד חברות ניתן לבדוד כמה שיקולים שמטים את הכף לעבר הגדרת בעלי המניות כמחזיקים יחד. ראשית, ניתן למנות את תוכן ההסכם – התייחסות ברורה בהסכם לרצון הצדדים לשותף פעולה בקשר להחזקת מניותיהם בחברה, התייחסות להצבעות

---

אחרים ראויים לחול רק על בעלי מניות המרכזים בידיהם יכולת השפעה רבה על ענייני החברה". בעניינינו, הגדרת "שליטה" ביחס לגופים מוסדיים קבועה בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (ראו בה"ש 109).

<sup>137</sup> לצורך הגדרת "החזקה" מפנה חוק החברות לס' 1 לחוק ניירות ערך, המגדיר החזקה בצורה רחבה ביותר, ככזו הכוללת גם "החזקת ניירות ערך בשיתוף עם אחרים"; ראו גם: הדס אהרוניברק **עסקאות עם בעל שליטה אכיפה ציבורית רכוזיות השליטה והגנת המיעוט** 31–33 (2014).

<sup>138</sup> ראו ס' 1 לחוק ניירות ערך, הקובע כי "החזקת ניירות ערך או רכישתם ביחד עם אחרים" משמעה "החזקת ניירות ערך או רכישתם בשיתוף פעולה בין שניים או יותר לפי הסכם, בין בכתב ובין בעל פה". ולעניין הפרק החמישי לחוק החברות מופיעה הגדרה מרחיבה יותר לעניין "החזקה", לפיה "יראו שניים או יותר, המחזיקים בזכויות הצבעה בחברה ואשר לכל אחד מהם יש ענין אישי באישור אותה עסקה המובאת לאישור החברה, כמחזיקים יחד." ראו ס' 268 לחוק החברות. על פי ס' 1 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), החזקה יחד תתקיים כאשר ישנו "שיתוף פעולה דרך קבע".

<sup>139</sup> אהרוניברק, לעיל ה"ש 137.

<sup>140</sup> ע"א 7414/08 **תרו תעשייה רוקחית בע"מ נ' Sun Pharmaceutical Industries Ltd** (פורסם בנבו, 7.9.2010). ככלל, יש לבחון את מהות ההסכם בין בעלי המניות, את ההסכמות הכלולות בו, נסיבות כריתתו, היחסים בין הצדדים והשינויים שחלו לאחר כריתתו. ע"א 4154/14 **הצלחה התנועה הצרכנית לקידום חברה נ' כהן** (פורסם בנבו, 16.5.2017); ראו גם: עניין **רייכרט**, לעיל ה"ש 135, בפס' 11–23 לפסק דינו של השופט עדיאל.

<sup>141</sup> כאשר משקיעים מוסדיים המשתפים ביניהם פעולה מחזיקים ביחד ב-50% מאמצעי השליטה בתאגיד, הרי שמתקיימת חזקת השליטה הכמותית. אולם, אין מדובר בחזקה חלוטה. על אותם משקיעים יונח הנטל להוכיח כי בפועל הם אינם שולטים בחברה.

<sup>142</sup> מכתב מורד סולומון, מערך רגולציה וייעוץ משפטי במחלקת תאגידי הרשות לניירות ערך, לשלומי לזר, ע"ד (30.10.2012).

באספות כלליות של החברה ואיסור פעולה במניות על ידי אחד הצדדים ללא הסכמת השני.<sup>143</sup> שנית, תקופת הזמן הקבועה בהסכם יכולה לחזק את המסקנה שמדובר בשיתוף פעולה קבוע ומתמשך בין הצדדים.<sup>144</sup> שלישית, התנהגות הצדדים – מימוש כוח ההצבעה באופן זהה, לרבות במינוי דירקטורים; רכישת החזקות לראשונה במקביל, באותו היקף ובאותם תנאים. רביעית, קיומם של קשרים עסקיים מתמשכים ומהותיים עוד טרם רכישת מניות בחברה, ולאחר מכן. מעניין לראות כי על בסיס שני השיקולים האחרונים עשויה לקבוע הרשות לניירות ערך שמדובר בהחזקה יחד, גם ללא קיומו של הסכם הצבעה פורמלי.<sup>145</sup>

עמדות הרשות מבהירות כי שיתוף פעולה במינוי דירקטורים הוא מאפיין מרכזי בהגדרת שליטה. אולם, הרשות לא נדרשה לתיאום לצורך המוגבל של מינוי דירקטורים, על בסיס מזדמן ואשר אינו כולל התחייבות הדדית לתמוך במועמדים או הסכמות בין הצדדים להיבטים אחרים הנוגעים להחזקתם במניות (כגון הגבלות על האפשרות לרכוש או למכור מניות). יתר על כן, הרשות לא עסקה בשיתופי פעולה בין גופים מוסדיים, להם יש מאפיינים ייחודיים.<sup>146</sup>

### 3. הגישה המוצעת

לשיטתנו, הגישה הראויה צריכה לאזן בין החשיבות של מעורבות גופים מוסדיים במינוי דירקטורים לבין הטעמים העומדים ביסוד ההגבלות על בעלי שליטה בדיני התאגידים והאיסור על שליטה בידי גופים מוסדיים. ברובד הפרקטי, על גורמי הפיקוח לקבוע הגנת "נמל מבטחים", שתבהיר מהי מסגרת התיאום המותרת לגופים מוסדיים במינוי דירקטורים מבלי שהדבר יהווה שליטה. ברובד המהותי, לגישתנו, שיתוף פעולה נקודתי לצורך מינוי דירקטורים בחברה ספציפית אינו מהווה "החזקה משותפת" ואינו יוצר שליטה. זאת, אף גם אם החזקותיהם המצרפיות של הגופים המוסדיים חוצות את החזקה הכמותית הקבועה בחוק, וגם אם התיאום נוגע למינוי רוב חברי הדירקטוריון. נחזור ונדגיש, שיתוף פעולה נקודתי הוא שיתוף פעולה חד-פעמי שמוגבל לצורך הנקודתי של מינוי דירקטורים. כלומר, שאינו חורג לתחומים אחרים, כמו תיאום הצבעות בנושאים שונים, ושאינו חוזר ונשנה.<sup>147</sup> שיתוף פעולה מתמשך במינוי דירקטורים בחברה מסוימת מעורר חשש למעורבות נרחבת יתר על המידה, אך לא אם הוא מוגבל למינוי של מיעוט מקרב חברי הדירקטוריון (כמו במקרה של מינוי דירקטורים חיצוניים בחברה עם בעל שליטה). לשיתוף פעולה מסוג זה יש חשיבות מיוחדת בשוק ההון בישראל, שבו אין פעילות משמעותית של קרנות אקטיביסטיות.

#### 3.1 הצורך בהגנת נמל מבטחים

על גופים מוסדיים נאסר לשלוט בתאגידים שבהם הם משקיעים. לפיכך, סיווג שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים כ"שליטה" ימנע מגופים אלה לשותף פעולה. יתר על כן, גופים מוסדיים הם גופים מפוקחים המנהלים

<sup>143</sup> שם.

<sup>144</sup> שם, נקבע כי תקופה של חמש שנים יכולה לשמש חיזוק לשיתוף פעולה קבוע ומתמשך בין הצדדים.  
<sup>145</sup> בעניין החזקת ה"ה עופר ומשה גנזי ואליעזר בוסקילה בבריל תעשיות נעליים בע"מ, לא היה קיים הסכם הצבעה בין בעלי המניות, אך בשל התנהגות הצדדים וקיומם של קשרים עסקיים ביניהם נקבע כי מדובר בהחזקה יחד (מכתב מצפנת מזר, עו"ד, ואסף ברקוביץ, עו"ד ורו"ח, לעפר גנזי, יו"ר דירקטוריון, ויהודה אלבו, מנכ"ל (19.8.2013)).

<sup>146</sup> ראו את הדיון לגבי מאפיינים ייחודיים של גופים מוסדיים בפרק 2.3.  
<sup>147</sup> בהקשר זה, מתעוררת השאלה האם שיתוף פעולה של אותם משקיעים מוסדיים בחברות שונות, כאשר בכל אחת מהחברות שיתוף הפעולה הוא חד-פעמי, ייחשב שיתוף פעולה נקודתי. התשובה לשאלה זו צריכה להיקבע לפי ניתוח של סוגיית הריכוזיות. ראו תת-פרק 5.3.ד. במסגרת התאגידית, שיתוף פעולה שכזה ייחשב נקודתי.

את השקעות החוסכים: בעוד שהתועלת הישירה מאקטיביזם תופק בידי החוסכים, הנטל הרגולטורי במקרה של סיווג פעולה אקטיביסטית כיוצרת "שליטה" יושת על החברה המנהלת. מאחר שהמבחן לקיומה של שליטה הוא מבחן איכותי הכרוך בחוסר ודאות, קיים חשש אמיתי ליצירת אפקט מצנן שירתיע גופים מוסדיים – אשר מצויים מלכתחילה במצב בו יש להם תמריצי חסר לפעול להגנת המשקיעים – מפעולה משותפת למימוש זכויותיהם כבעלי מניות.

חשש זה מתעצם לאור הניסיון בארצות הברית ובבריטניה שתואר לעיל, אשר מלמד כי חוסר ודאות משפטי מרתיע גופים מוסדיים מפעולה מתואמת באופן שעלול לפגוע הן בזכויות החוסכים והן ביעילות שוק ההון.<sup>148</sup> לפיכך, אנו סבורים שעל גורמי הפיקוח (רשות ניירות ערך, רשות שוק ההון ומשרד המשפטים) לקבוע הגנת "נמל מבטחים", שתבהיר באילו מקרים שיתוף פעולה בין מוסדיים אינו עולה כדי החזקה יחד או שליטה. הגנת מבטחים זו תקבע את הגבול שבין אקטיביזם מוסדי לבין שליטה והיא צריכה להביא בחשבון את המאפיינים הייחודיים של גופים מוסדיים בשוק ההון בישראל ואת הרציונלים להגדרת שליטה ולאיסור השליטה החל על גופים מוסדיים.

קביעה מראש של קו הגבול בין אקטיביזם מוסדי לשליטה עדיפה על משטר של חוסר ודאות, שבו גופים מוסדיים יידרשו לפנות לגורם הפיקוח הרלוונטי לקבלת אישור בכל פעם שיהיו מעוניינים לשתף פעולה. הגנת נמל מבטחים תגביר את הוודאות המשפטית ובכך תמנע אפקט מצנן לפעולה של גופים מוסדיים לטובת העמיתים. גם כך פעולה למינוי דירקטורים – לרבות שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים – מצריכה זמן והשקעת משאבים. הצורך בבקשת אישור פרטנית יביא לכך שחלק משיתופי הפעולה הפוטנציאליים לא ייצאו לפועל מראש, בין בשל חשש מכך שבקשת ההיתר לא תתקבל, ובין בגלל העלות הנדרשת לשם הגשת בקשה. כמו כן, הניסיון בבריטניה מלמד שהסדרה עמומה שדורשת בקשת אישורים פרטניים והבהרות מהרגולטור מהווה גורם מצנן לפעולה.<sup>149</sup>

אנו סבורים שאת הגנת נמל המבטחים יש לעגן בהנחיות של גורמי הפיקוח, ולא בחקיקה, בדומה לגילוי הדעת שפרסמה רשות התחרות, שהגדיר באילו מקרים שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים לא יעלה לכדי הסדר כובל.<sup>150</sup> קביעת גבול המעורבות של גופים מוסדיים תלויה במידה רבה בתנאי השוק וסביבת הרגולציה של הגופים המוסדיים. הליכי חקיקה הם ארוכים ומורכבים, ועיגון ההגנה בהנחיות יאפשר עדכון ההנחיות נוכח שינויי נסיבות שוקיים או אחרים.

### **3.2 מאפיינים ייחודיים של גופים מוסדיים**

לגופים מוסדיים יש מאפיינים ייחודיים, אשר מצדיקים התייחסות נפרדת לשאלת שיתופי הפעולה ביניהם במינוי דירקטורים. ראשית, הגופים המוסדיים כפופים לפיקוח שוטף ולמגבלות רגולטוריות שונות ביחס להיקף ההשקעה וניהולה; לחובות נאמנות האוסרות עליהם להצביע משיקולים שאינם טובת העמיתים;

<sup>148</sup> ראו בהקשר זה גם את פנייתה של הממונה על רשות שוק ההון לממונה על התחרות וליושב ראש רשות ניירות ערך בבקשה לבחון יצירת תשתית חוקית שתאפשר לגופים המוסדיים לתאם עמדות לצורך מינוי דירקטורים חיצוניים. רחלי בינדמן "סלינגר פועלת להגדלת מעורבות הציבור בבזק" כלכליסט – בארץ 28.2.2018 [www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3732935,00.html](http://www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3732935,00.html). פנייה זו נעשתה שעה שעל הפרק עמד מינויים של דירקטורים חיצוניים בבזק. ראו לעיל הי"ש 3-5.

<sup>149</sup> ראו בפרק ג.1.

<sup>150</sup> ראו: "גילוי דעת בנושא שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים", לעיל הי"ש 27.

לחובות השתתפות בהצבעות ולחובות דיווח תקופתיות על ההצבעות שלהם באספות הכלליות ועל מדיניות ההצבעה שלהם בסוגיות השונות (כולל דיווח על נסיבות המקימות חשש לניגוד עניינים);<sup>151</sup> תהליכי קבלת החלטות של הגופים מוסדיים נתונים לפיקוח שוטף;<sup>152</sup> כללי ההשקעה של גופים מוסדיים מגבילים את אפשרותם להשקיע בצדדים קשורים וקיימות מגבלות מסוימות על יכולתם לבצע עסקאות בעלי עניין עם החברות המוחזקות;<sup>153</sup> על גופים מוסדיים מסוימים חלות הגבלות במינוי דירקטורים שהם עובדי הגוף המוסדי, ומינוי דירקטור מטעמם (במקרים המתאימים) נעשה על ידי ועדת ההשקעות; ונאסר עליהם לקבל מידע מאותם דירקטורים.<sup>154</sup>

למאפיינים ייחודיים אלה כמה השלכות. ראשית, הם מקטינים את היקף ההשפעה והמעורבות הפוטנציאליים של משקיעים מוסדיים בחברות ציבוריות, בוודאי בהשוואה לבעלי מניות שאינם נתונים למגבלות אלה. כפי שהראינו, כאשר בעל מניות, דוגמת קרן גידור או בעל שליטה פרטי, ממנה עובד מטעמו לדירקטוריון החברה, חזקה על אותו דירקטור שהוא מעביר לגוף שמינה אותו מידע פנים ושהוא חב למעסיקו חובות אמונים. לעומת זאת, כאשר גוף מוסדי ממנה נציג חיצוני, שאינו עובד הגוף המוסדי, ששכרו משולם בידי החברה הציבורית בלבד ושהוא אינו רשאי לחלוק מידע פנים עם הגוף המוסדי, לא צפויה להיות לגוף מוסדי העומד במגבלות הרגולציה השפעה משמעותית על ניהול החברה.<sup>155</sup> שנית, הם מפחיתים את החשש לניצול לרעה של עמדת ההשפעה שיש לגוף מוסדי. שלישית, בניגוד לבעלי מניות אחרים, במקרה זה יש בידי גורמי הפיקוח יכולת להתבסס על מנגנונים פנימיים של ממשל תאגידי וקבלת החלטות (לדוגמה, דרישה כי מינוי דירקטור יאושר בידי ועדת השקעות) על מנת להבטיח כי השימוש בכוח למנות דירקטורים יעלה בקנה אחד עם טובת הלוקחות של הגוף המוסדי.<sup>156</sup>

### 3.3 טיב האינטרס המוגן: המשקיעים בחברה

<sup>151</sup> ראו למשל ס' 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, בצירוף תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים), התשע"ו-2015. קרנות נאמנות מחויבות גם לדווח על אודות האופן שבו הצביעו. ראו גם תק' 27 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (דוחות), התשנ"ה-1994. באשר לחובות החלות על קופות גמל וחברות ביטוח, ראו: תק' 2 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט-2009. ראו גם: חוזר גופים מוסדיים 11'9-2009 "הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון" (21.6.2009); וחוזר גופים מוסדיים 6'9-2014 "הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון" (10.6.2014).

<sup>152</sup> בנוגע למגבלות השליטה, ראו לעיל ה"ש 109-111.  
<sup>153</sup> תק' 23 לתקנות כללי השקעה מעניקה סמכות לממונה על שוק ההון לקבוע הוראות לעניין עסקה של משקיע מוסדי עם צד קשור ובאמצעותו ולעניין השקעת משקיע מוסדי בצדדים קשורים. ס' 7 בפרק 4 לחלק 2 בשער 5 של החוזר המאוחד של רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון (8.9.2019) file:///C:/Users/user/Downloads/%D7%94%D7%B4%D7%A9%20153%20-%D7%90%D7%95%D7%97%D7%93%20(1).p %20%D7%94%D7%97%D7%95%D7%96%D7%A8%20%D7%94%D7%9E%D7%90%D7%95%D7%97%D7%93%20(1).p, קובע כללים לגבי עסקאות עם צדדים קשורים (להלן: החוזר המאוחד).

<sup>154</sup> ראו למשל תק' 8ה41 לתקנות מס הכנסה, וס' 6(4), בפרק 4 לחלק 2 בשער 5 לחוזר המאוחד, הקובעים כי מינוי דירקטור מטעם קופות גמל יתבצע באמצעות ועדת ההשקעות, כי אותו דירקטור לא יהיה נושא משרה בתאגיד השולט בקופה או בחברה המנהלת ויהיה בלתי תלוי בהם וכי שכרו של אותו דירקטור יועבר לקופה וייתוסף לנכסיה. ועדת ההשקעות היא ועדה עצמאית ובלתי תלויה, שקיימת חובה להקימה (תק' 3ה41 לתקנות מס הכנסה). מרבית חבריה, כולל ראש הוועדה, הם נציגים חיצוניים, שכפופים לחובות היעדר ניגוד עניינים, ומינויים מותנה בהסכמת הממונה על שוק ההון (ס' 11-12 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל); תק' 30 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויות), התשס"א-2001; ס' 141 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח). בנוסף, רשות שוק ההון פרסמה טיוטה לתקנות החדשות בנוגע לוועדת ההשקעות, שבה מוצע שהוועדה תורכב מנציגים חיצוניים בלבד, כך שמידת העצמאות ואי-התלות שלה תהיה גבוהה אף יותר (תק' 2(ב) בדברי ההסבר לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל)(ועדת השקעות), התשע"ז-2017).

<sup>155</sup> ראו דיון בפרק ב.2.  
<sup>156</sup> עמדה דומה הובעה על ידי רשות שוק ההון בעבר. ראו בינדמן "סילינגר פועלת להגדלת מעורבות הציבור בבזק", לעיל ה"ש 148.

דיני התאגידים מטילים על בעלי שליטה בחברה ציבורית הגבלות שנועדו להגן על המשקיעים מהציבור. בתת־פרק זה נבחן האם הגדרתם של גופים מוסדיים המתאמים עמדות במינוי דירקטורים כבעלי שליטה חיונית להגנת שאר המשקיעים בחברה. לצורך בחינת שאלה זו, נעמוד על ההשלכות המשפטיות הנובעות מהגדרת בעלי מניות כבעל שליטה ונבדוק האם הן נדרשות בהקשר של שיתוף הפעולה של משקיעים מוסדיים במינוי דירקטורים.

*דיני ניירות ערך*. דיני ניירות ערך מטילים חובות מיוחדות על בעל שליטה, ובכלל זה אחריות בשל פרט מטעה.<sup>157</sup> אולם, על משקיעים מוסדיים נאסר למנות דירקטור שהוא עובד הגוף המוסדי, וחלות עליהם מגבלות נרחבות בקבלת מידע פנים מדירקטורים הממונים על ידם. אין גם סיבה להניח שתיאום עמדות בין מוסדיים לצורך מינוי דירקטורים יביא כל אחד מהם להשפיע על נאותות הדיווח של החברה. לכן, אין הצדקה להתייחסות אליהם כבעלי שליטה במישור זה.

*עסקאות בעלי עניין*. הפרק החמישי לחוק החברות דורש אישור משולש – ועדת הביקורת, הדירקטוריון והאספה הכללית – לעסקאות עם בעל שליטה או שבהן לבעל השליטה יש עניין אישי.<sup>158</sup> האם מנגנון זה נדרש להגבלת כוחם של גופים מוסדיים הפועלים בתיאום למינוי דירקטורים? התשובה לשאלה זו שלילית. כללי ההשקעה החלים על גופים מוסדיים מגבילים ממילא את יכולתם לבצע עסקאות עם החברות המוחזקות. יתר על כן, גם בהקשר זה הבקרה ההדדית בין גופים מוסדיים הנדרשים לתאם עמדות מפחיתה את החשש מפני נקיטת פעולות שיעדיפו גוף מוסדי מסוים על פני משנהו. קשה לראות מצב שבו לכל הגופים המוסדיים המחזיקים במניות החברה יהיה עניין לתמוך בעסקה שמיטיבה רק עם אחד מהם. מכל מקום, ניתן לתת לחשש זה מענה נקודתי באמצעות הבהרה האם לדירקטור שהיוזמה למינוי שלו הגיעה מגוף מוסדי (ליתר דיוק, קבוצה של גופים מוסדיים) יש עניין אישי בעסקאות של החברה עם אותו גוף. כמו כן, במסגרת הגנת נמל המבטחים, אנו מציעים שככל שמשקיעים מוסדיים ישתפו פעולה באופן מתמשך, ההגנה תחול רק על מינוי מיעוט מקרב הדירקטורים.

*שכר מנהלים ואישור מדיניות תגמול נושאי משרה*. תיקון 20 לחוק החברות נועד להפחית את היקף ההשפעה של בעל השליטה על נושאי משרה, וזאת באמצעות הרחקת בעלי השליטה מקביעת הסדרי התגמול בחברה ציבורית והכפפת הסדרים אלה להצבעה (לא מחייבת) של רוב מקרב בעלי המניות שאינם בעל השליטה.<sup>159</sup> גם בהקשר זה, קשה להצביע על טעם המחייב את החלת המנגנון שנקבע בתיקון 20 על קבוצת גופים מוסדיים שמתאמת עמדות למינוי דירקטורים, בוודאי ככל שמדובר בתיאום נקודתי, וזאת לאור המגבלות השונות החלות על הגופים המוסדיים.

*חובת הגינות*. סעיף 193 לחוק החברות קובע כי על בעל השליטה מוטלת החובה לפעול בהגינות כלפי החברה. אולם, חובת ההגינות חלה גם על כל בעל מניה שיש לו כוח הכרעה באספה הכללית וכן על כל בעל מניה שלפי הוראות התקנון יש לו כוח למנות או למנוע מינוי של נושא משרה בחברה או כוח אחר כלפי החברה. אי לכך,

<sup>157</sup> ס' 31(א)(2), ס' 52 ופרק ח'1 לחוק ניירות ערך.

<sup>158</sup> ס' 270(4) ו-275 לחוק החברות.

<sup>159</sup> ראו ס' 267(א) ו-272(ג) לחוק החברות.

ניתן יהיה להחיל, בנסיבות המתאימות, את חובת ההגינות על מוסדיים המשתפים ביניהם פעולה, וכתוצאה מכך הם בעלי כוח הכרעה באספה הכללית, וזאת אף מבלי לקבוע כי שיתוף פעולה זה מגיע לכדי שליטה.

עצמאות של דירקטורים חיצוניים וועדות הדירקטוריון. חוק החברות מחייב כל חברה ציבורית למנות לפחות שני דירקטורים חיצוניים. כן הוא קובע תנאי כשירות שנועדו להבטיח כי לא ימונה כדירקטור חיצוני מי שיש לו זיקה לחברה או לבעל השליטה בה, וקיימת חובה כי דירקטורים חיצוניים יאיישו את ועדת הביקורת וועדת התגמול.<sup>160</sup> מאחר שנאסר על גופים מוסדיים מסוימים למנות דירקטורים שהם עובדי הגוף המוסדי, ומינוי הדירקטורים נעשה על ידי ועדת ההשקעות של הגוף המוסדי, החשש באשר לאי-עצמאות הדירקטורים מן הגופים המוסדיים הממנים אותם ממילא קטן באופן משמעותי, ואינו מהווה הצדקה לראות בשיתוף פעולה בין מוסדיים כהפעלת שליטה. יתר על כן, בחברה ללא בעל שליטה נדרש בכל מקרה שלדירקטור חיצוני לא תהיה זיקה למי שמחזיק לפחות ב-5% ממניות החברה, ובכלל זה גופים מוסדיים. מכל מקום, גם במסגרת נמל המבטחים ניתן יהיה להכפיף את המועמדים שימונו על ידי המוסדיים לכללי איתלות ביחס לגופים המוסדיים הממנים אותם.<sup>161</sup>

#### 3.4 עיצוב הגנת "נמל המבטחים"

הניתוח עד עתה הראה כי שיתוף פעולה נקודתי למינוי דירקטורים אינו מנוגד לעיקרון לפיו על גופים מוסדיים להיות במעמד של משקיעים פסיביים ואינו מצריך את הפעלת המנגנונים שנועדו להגנת משקיעי המיעוט בחברה ציבורית מפני כוחו העודף של בעל השליטה. עם זאת, ככל שמדובר בשיתוף פעולה ממושך יותר, ובייחוד בשוק שבו יש מספר קטן יחסית של גופים מוסדיים שהם שחקנים חוזרים, התמונה הופכת למורכבת יותר. ראשית, עולה החשש להחלשה של מנגנוני הבקרה ההדדית, שכן שיתופי פעולה מתמשכים עשויים לתמוך בהיווצרות יחסי תן וקח הדדיים (גוף מוסדי א' יאפשר לגוף מוסדי ב' לפעול באופן שמקדם תועלת פרטית שלו בחברה אחת, וגוף מוסדי ב' יתמוך בפעולה דומה של גוף מוסדי א' בחברה אחרת). שנית, עולה החשש כי מנהלי הגופים המוסדיים ישתמשו בכוח שלהם להכתיב את הרכב הדירקטוריון לצורך קידום תועלות פרטיות שלהם, שאינן בהכרח עולות בקנה אחד עם אלה של החוסכים באמצעותם. כהונה כדירקטור של חברה ציבורית גדולה היא משרה מבוקשת מאד, וקיים חשש שמנהלי גופים מוסדיים ישתמשו בכוח ההצבעה שלהם על מנת למנות מקורבים. לבסוף, כפי שנסביר בהמשך, ככל שיתרבו החברות ללא גרעיני שליטה, כך קיים חשש שמינוי דירקטורים בידי גופים מוסדיים על בסיס קבוע יתרום לריכוזיות הכלל-משקית.

בפרק זה נציע מודל לנמל מבטחים למינוי דירקטורים בידי גופים מוסדיים. ראשית, נבחן מקורות השוואתיים שקובעים קריטריונים לבחינה מתי מינוי דירקטורים עולה כדי שליטה. לאחר מכן, נציג את הצעתנו.

<sup>160</sup> ס' 117, 118 ו-240(ב) לחוק החברות.

<sup>161</sup> חיזוק לעמדתנו ניתן גם למצוא בתק' 841 לתקנות מס הכנסה, המכירה מפורשות באפשרות של קופת גמל למנות נציג מטעמה לדירקטוריון, תוך קביעת כמה הסדרים במטרה ליישב בין מעמדה הפסיבי של קופת הגמל לבין האפשרות למנות דירקטור.

**האיחוד האירופי.** האיחוד האירופי פרסם נייר עמדה מעודכן ביחס לשיתופי פעולה בין בעלי מניות (ולא רק גופים מוסדיים) בפברואר 2019,<sup>162</sup> אשר מתייחס גם למינוי דירקטורים, הדחתם או החלפתם.<sup>163</sup> בהקשר זה צוין כי במדינות שונות המשתייכות לאיחוד ננקטות גישות שונות ביחס לשאלה האם בעלי מניות שמשותפים פעולה ביחס למינוי דירקטורים ייחשבו כ"מחזיקים במשותף".<sup>164</sup> הבדלים אלה בין הגישות באים לידי ביטוי בכמה פרמטרים:<sup>165</sup>

**עצמאות הדירקטורים המוצעים:** באוסטריה, אירלנד ובריטניה, שיתוף פעולה לצורך מינוי דירקטורים לא ייחשב כהחזקה משותפת כאשר הדירקטורים המוצעים עצמאיים מבעלי המניות המשתפים פעולה. זאת, גם אם הדירקטורים המוצעים מהווים רוב מקרב חברי הדירקטוריון. לעומת זאת, באיטליה, גרמניה, לטביה, צרפת ורומניה פרמטר זה אינו רלוונטי לצורך הקביעה האם בעלי מניות מחזיקים במשותף.<sup>166</sup>

**אחוז הדירקטורים הממונים מבין כלל הדירקטורים:** באיטליה, לדוגמה, בעלי מניות שמתאמים ביניהם הצבעות לא ייחשבו למחזיקים במשותף כל עוד מספר המועמדים המוצעים על ידם מהווה פחות מחצי מחברי הדירקטוריון. באופן דומה, בגרמניה, דנמרק, צרפת וספרד שיתוף פעולה בין בעלי מניות למינוי רוב מקרב חברי הדירקטוריון ייחשב להפעלת שליטה תוך החזקה במשותף. בפינלנד, נורווגיה ושוודיה, לעומת זאת, תיאומים בין בעלי מניות לצורך מינוי רוב בדירקטוריון לא ייחשבו כהחזקה במשותף, ככל ששיתוף הפעולה הוא חד-פעמי.

**בריטניה.** כאמור, ה"Takeover Code" עוסק בשאלה באילו נסיבות מינוי דירקטורים על ידי בעלי מניות שמחזיקים ביחד יותר מ-30% מזכויות ההצבעה יהווה שליטה. בבואו לקבוע האם הצעה למינוי דירקטור תיחשב כניסיון להשיג שליטה על הדירקטוריון, הפנל יתייחס למידת העצמאות של הדירקטורים המוצעים מבעלי המניות שממנים אותם, מספר הדירקטורים שבעלי המניות מבקשים למנות ביחס לגודל הדירקטוריון, התפקיד אותו ימלא הדירקטור המוצע וטיב המנדט שניתן לו, הפקת טובת הנאה על ידי אחד מבעלי המניות הממנים כתוצאה מן המינוי וקיומם של קשרים בין הדירקטורים המוצעים לדירקטורים המכהנים בחברה ו/או בין הדירקטורים המכהנים לבין בעלי המניות האקטיביסטיים.<sup>167</sup>

בהצהרה שהוציא הפנל בספטמבר 2009 הובהר כי הוראות הקוד לא נועדו להוות מחסום לשיתוף פעולה של משקיעים.<sup>168</sup> ההצהרה צמצמה באופן משמעותי את היקף יריעתו של המונח "board-control seeking". כך למשל נקבע כי אם הדירקטורים המוצעים הם בלתי תלויים מבעלי המניות שמבקשים למנות אותם, או אם

---

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, PUBLIC STATEMENT: INFORMATION ON SHAREHOLDER COOPERATION AND ACTING IN CONCERT UNDER THE TAKEOVER BIDS DIRECTIVE (2019), [https://www.takeover.at/uploads/u/pxe/A4\\_Rechtliche\\_Grundlagen/ESMA\\_Leitfaden/ESMA\\_Information\\_on\\_shareholder\\_cooperation\\_and\\_acting\\_in\\_concert\\_under\\_the\\_Takeover\\_Bids\\_Directive\\_-\\_White\\_List\\_8.2.2019.pdf](https://www.takeover.at/uploads/u/pxe/A4_Rechtliche_Grundlagen/ESMA_Leitfaden/ESMA_Information_on_shareholder_cooperation_and_acting_in_concert_under_the_Takeover_Bids_Directive_-_White_List_8.2.2019.pdf). נייר העמדה כולל הבהרות חשובות באשר למושג "מחזיקים במשותף" (acting in concert), וזאת לצורך הפחתת איהוודאות של משקיעים המבקשים לשתף פעולה בסוגיות ממשל תאגידי, אולם נמנעים מלעשות כן בשל החשש שיחויבו לבצע הצעת רכש.<sup>163</sup> שם, בעמ' 6-7.

<sup>164</sup> שם, הגישות השונות נובעות מהבדלים בחוק החברות הנהוג בכל אחת מהמדינות ומהבדלים במבנה ההחזקה הרווח בכל מדינה.

<sup>165</sup> שם, בעמ' 18.

<sup>166</sup> שם.

<sup>167</sup> THE CITY CODE ON TAKEOVERS AND MERGERS, rule 9 (8.1.2018) (UK), available at <https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf?v=7Nov2019>.

<sup>168</sup> Practice Statement No. 26, לעיל ה"ש 87, בפס' 1.6.



מינוי הדירקטורים הבלתי תלויים נועד לשפר את הממשל התאגידי של החברה, לא יראו בכך הפעלת שליטה.<sup>169</sup> רק כאשר בעלי מניות יבקשו למנות דירקטורים שיש להם קשרים משמעותיים עימם, כך שבפועל לאותם בעלי מניות אקטיביסטיים תהיה שליטה אפקטיבית בדירקטוריון, יופעל הכלל.

הקוד אינו מבהיר האם מינוי של מיעוט מקרב חברי הדירקטוריון עולה לכדי הפעלת שליטה. הקוד מבהיר אומנם כי מינוי דירקטור יחיד אינו מהווה הפעלת שליטה, וזאת בניגוד להחלפת כל או רוב חברי הדירקטוריון. אולם מה הדין מקום בו בעלי המניות מבקשים למנות מיעוט מקרב הדירקטורים המכהנים? במצב דברים שכזה מוענק לפנל שיקול דעת נרחב.<sup>170</sup> אומנם, הפנל מאפשר להתייעץ עימו מבעוד מועד בשאלה האם תיאום לצורך מינוי דירקטורים יעלה כדי שליטה. אולם, הליך זה מחייב את בעלי המניות לחשוף את זהות המועמדים זמן רב מראש ומבלי שיידעו מיהם הנציגים מטעם ההנהלה, ובכך מוענק יתרון טקטי להנהלה, בעוד החשיפה המוקדמת של המועמדים מטעם בעלי המניות עלולה להקשות על גיוס מועמדים איכותיים.<sup>171</sup>

שיקול נוסף הוא האם אחד מבעלי המניות שמציעים למנות את הדירקטור מפקי, באופן ישיר או עקיף, רווח כלשהו בעקבות מינוי הדירקטור, באופן החורג מהאינטרס הכלכלי שלו במניות החברה.<sup>172</sup> ככל שתופק טובת הנאה כלשהי לבעל מניות כתוצאה ממינוי דירקטור על ידו, ייחשב הדבר להפעלת שליטה.

**ארצות הברית.** הסדר מעניין נוסף מצוי במסגרת החוקית המסדירה את השליטה על בנקים בארצות הברית: ברגע שמשקיע צובר פוזיציות מיעוט משמעותיות (שעולה על 5%, אך אינה עוברת את רף ה-25%), עליו לשאת בנטל ההוכחה כי אינו מפעיל שליטה על הבנק.<sup>173</sup> לאור חוסר הוודאות הנוגע לשאלה האם השקעה שהיא מעל 5% מהווה הפעלת שליטה, גופים מוסדיים או קרנות הון גידור לרוב נמנעים מפעילות אקטיביסטית בבנקים.<sup>174</sup>

באפריל 2019 פרסם הבנק המרכזי בארצות הברית הצעה לשינוי הכללים הנוגעים לשליטה בגוף בנקאי, שנועדה להתמודד עם אי-הוודאות הכרוכה בצבירת פוזיציות מיעוט משמעותיות בבנק. המודל המוצע כולל התייחסות לאחוזי הצבעה במניות הבנק וקריטריונים לבחינת קיומה של שליטה בגוף בנקאי, ובהם: אחוז הדירקטורים הממונים על ידי בעל המניות מבין כלל הדירקטורים, מינוי יושב ראש דירקטוריון, חברות של הדירקטורים הממונים בוועדות הדירקטוריון, ניסיון למנות דירקטורים שיתחרו מול המועמדים של ההנהלה (proxy contest), קיומם של דירקטורים או עובדים בכירים המועסקים במקביל בגוף הבנקאי ואצל בעל המניות, הסכמי הצבעה שיש להם יכולת להשפיע או להגביל החלטות ניהוליות או תפעוליות של גוף בנקאי,

<sup>169</sup> שם, בפס' 1.3.

<sup>170</sup> Taleska, לעיל הי"ש 88, בעמ' 809-810.

<sup>171</sup> שם.

<sup>172</sup> שם.

<sup>173</sup> תחת ה'1956 (U.S.C. 12), קיימת חזקה לפיה משקיע לא ייחשב כמי ששולט בבנק כל עוד אחוז זכויות הצבעה שלו אינו עולה על 4.99%. הוא ייחשב כבעל שליטה כאשר הוא שולט ב-25% או יותר מזכויות הצבעה, במינוי רוב חברי הדירקטוריון או אם הבנק המרכזי בארצות הברית קבע כי לאותו משקיע יש השפעה על הנהלת הבנק המהווה הפעלת שליטה. הקטגוריה האחרונה של הגדרת השליטה, אשר מתבססת על נסיבות פרטניות, יצרה אי-ודאות. ראו Steve Wolosky et al., *Increased Shareholder Activism at Banking Organizations?* HARV. L. REV. FORUM (2019) <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/07/13/increased-increased-shareholder-activism-at-banking-organizations/#more-119973> (להלן: *shareholder-activism-at-banking-organizations/#more-119973*).

(Organizations?)

<sup>174</sup> שם.

היקף ומהות היחסים העסקיים בין בעל המניות לבנק ואחוז ההחזקות ההוניות של בעל המניות בבנק.<sup>175</sup> על פי המודל המוצע, קיימת מעין מקבילית כוחות בין זכויות ההצבעה לבין שאר הקריטריונים של שליטה שתוארו לעיל. ככל שלמשקיע אחוז יותר גבוה של זכויות הצבעה, עליו לעמוד בקריטריונים יותר מחמירים לצורך הוכחת היעדר שליטה, וההפך.<sup>176</sup>

חשוב לציין שמקורות אלה לא התמקדו בגופים מוסדיים. עם זאת, הניתוח ההשוואתי מצביע על כמה קריטריונים בעלי חשיבות. הקריטריון הראשון הוא שיעור הדירקטורים בדירקטוריון: מינוי רוב של הדירקטורים מהווה סממן לשליטה. הקריטריון השני הוא מספר הפעמים בהם בעלי מניות משתפים פעולה. שיתוף פעולה לא ייחשב כהחזקה במשותף אם הוא חד-פעמי. הקריטריון השלישי הוא היחסים שבין הדירקטור לגוף הממנה. העובדה שלדירקטור אין זיקה לגוף הממנה מהווה סממן להיעדר שליטה. הקריטריון הרביעי הוא קיומם של יחסים עסקיים בין הגוף הממנה לחברה או טובת הנאה אחרת שמפיק הגוף הממנה (שלא עקב ההשקעה במניות החברה).

**המודל המוצע.** המודל המוצע להלן מתבסס על סממני השליטה שתוארו לעיל בשילוב מאפיינים ייחודיים לגופים המוסדיים. לפיכך, המודל מניח כי הדירקטורים שיוצעו בידי גופים מוסדיים לא יהיו עובדי גוף מוסדי או בעלי זיקה אחרת לאותו גוף, ושבין הגוף המוסדי לחברה אין עסקאות "חריגות" כהגדרתן בחוק החברות. אין בכוננתנו להציע במסגרת זו כללים מפורטים עבור הגנת נמל המבטחים. מטרתנו היא להצביע על עקרונות מרכזיים וקווים מנחים לעיצוב הגנה זו. ככל שתתקבל הצעתנו לקביעת נמל מבטחים, ראוי שקובעי המדיניות יעגנו את המודל המוצע בכללים קונקרטיים. שימוש בפרמטרים מדויקים יותר אף יסייע להגברת הוודאות המשפטית וימנע אפקט מצנן.

לגישתנו, נמל המבטחים עבור גופים מוסדיים המתאמים עמדות למינוי דירקטורים צריך לכלול את המרכיבים הבאים:

ראשית, שיתוף פעולה **נקודתי** למינוי דירקטורים בחברה לא יעלה כדי שליטה גם אם יביא להחלפת רוב מקרב חברי הדירקטוריון. חשוב למקם את עוצמת שיתוף הפעולה על רצף, אשר מצידו האחד עומד תיאום נקודתי, המתרחש כאשר חברה נמצאת במשבר ומספר מוסדיים משתפים ביניהם פעולה כדי למנות דירקטורים חדשים שיביאו לשינוי דרכה של החברה. זהו אירוע חריג שאינו חוזר על עצמו לעיתים קרובות במהלך חייה של חברה, אינו מתרחש בהכרח בכל חברה, וזהות השחקנים המעורבים בו עשויה להשתנות מאירוע לאירוע. לפיכך, כאשר חברה נמצאת במשבר או מצב אחר שבו יש קונסנזוס בין משקיעים בנוגע לצורך לבצע שינוי משמעותי בהרכב הדירקטוריון, שיתוף פעולה נקודתי בין גופים מוסדיים לצורך גיבוש רשימת מועמדים שיזכו לתמיכה רחבה של ציבור המשקיעים אינו מהווה שליטה. לצורך זה, שיתוף פעולה ייחשב לנקודתי גם אם הוא מתייחס ליותר מאספה כללית אחת, כל עוד מדובר במהלך אחד לשינוי הכיוון של החברה (ראו, למשל, ההתפתחויות ההדרגתיות בפרשת פז).

<sup>175</sup> להרחבה ראו AUTHENTICATED U.S. GOVERNMENT INFORMATION (GPO), FEDERAL RESERVE SYSTEM 12 CFR PARTS 225 AND 238 (2019) <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2019-05-14/pdf/2019-09415.pdf>.  
<sup>176</sup> Increased Shareholder Activism at Banking Organizations? לעיל הי"ש 173.

בצידו השני של הרצף נמצא שיתוף פעולה מתמשך, הדוק ורב פעמי בין מספר מצומצם של שחקנים קבועים. בנסיבות אלה, כאשר הכוח המרוכז בידיהם של כמה שחקנים בודדים הוא רב, וכאשר שיתוף הפעולה לצורך מינוי דירקטורים הופך מאירוע חריג בחייה של החברה לעניין שבשגרה, או אף למנגנון לחלוקת משרות דירקטוריון עבור אותם גופים מוסדיים, הרי שניתן יהיה לראות בשיתוף פעולה זה כהפעלת שליטה. שיתוף פעולה מתמשך בנוגע למינוי רוב הדירקטורים אינו רצוי לטעמנו, גם כיוון שהוא מקשה על ניהול החברה בטווח הארוך, שכן נוצר מצב שבו ההנהלה נתונה לקרבות למינוי דירקטורים באופן תדיר.

שנית, ככל שמדובר בשיתוף פעולה מתמשך באותה חברה, נמל המבטחים יחול רק ביחס למינוי מיעוט מקרב הדירקטורים. זה מבטיח ששיתוף פעולה למינוי דירקטורים חיצוניים בחברה עם בעל שליטה לא יהווה שליטה. בחברה ללא בעל שליטה, כל עוד רק מיעוט מהדירקטורים ממונים באמצעות שיתוף פעולה בין הגופים המוסדיים, אנו סבורים שיישמר האיזון הנאות בין מעמדם של המוסדיים כמשקיעים פסיביים לבין פעולה שלהם להגנת זכויותיהם כמשקיעים בחברות.

שלישית, יש לקבוע מנגנוני פיקוח ובקרה על מינוי דירקטורים בידי גופים מוסדיים. מעבר להגבלה הקיימת על מינוי עובד של הגוף המוסדי, יש לאסור על קיומה של זיקה בין הגוף המוסדי לדירקטור שהוא ממנה. כמו כן, על מנת למנוע חשש שבו מנהלי גופים מוסדיים ישתמשו בכוח המוקנה להם על מנת למנות מקורבים או להפיק טובות הנאה אחרות, יש לוודא קיומו של פיקוח בידי ועדת ההשקעות של גוף מוסדי על ההליך לאיתור מועמדים לדירקטוריון. ועדת ההשקעות, שהיא ועדה עצמאית ובלתי תלויה, יכולה לוודא שמינוי דירקטור או תמיכה בו הולמים את טובת המשקיעים באופן המיטבי.<sup>177</sup> פיקוח כזה יכול למנוע שימוש של המשקיעים המוסדיים בשיתוף הפעולה ביניהם עבור תועלת פרטית.

רביעית, ראוי ליצור תשתית לפיקוח על שיתופי הפעולה באופן שיאפשר לזהות ניצול שלהם לרעה. לכן, ראוי להחיל על שיתוף הפעולה כללים שיבטיחו שקיפות: גילוי על עצם קיומו של שיתוף פעולה, היקפו, משכו וכן גילוי על תוצאותיו הקונקרטיים.<sup>178</sup> באופן כזה, ציבור החוסכים בגופים המוסדיים, שאר המשקיעים בחברות הציבוריות וכן הרגולטורים הרלוונטיים יהיו מודעים לקיומו של תיאום בין גופים שיש להם יכולת לכוון את פעילות התאגיד. כך גם תהיה לגורמי הפיקוח תמונה עדכנית על מידת המעורבות של גופים מוסדיים במינוי דירקטורים והצורך בשינוי הכללים עם התפתחות שוק ההון המקומי.

לסיכום, בהתבסס על הניתוח שהוצג עד כה בפרק זה, אנו סבורים כי גם בחברות בבעלות מבוזרת אין מקום לראות בגופים מוסדיים המשתפים ביניהם פעולה במינוי דירקטורים כ"בעלי שליטה". בניגוד לשווקים מפותחים אחרים, כגון בארצות הברית, בהם קרנות הון-גידור נוקטות פעילויות אקטיביסטיות וממנות דירקטורים מטעמן, בישראל לא קיימת פעילות משמעותית של הקרנות הללו. על כן, גופים מוסדיים החלו למלא את החלל, אך הם עדיין כפופים למגבלות רגולטוריות שעלולות להרתיע פעילות רצויה של אקטיביזם מוסדי.

<sup>177</sup> ראו לעיל ה"ש 154.

<sup>178</sup> על מנת ליישם את הצעתנו באופן מיטבי, אכיפה אפקטיבית של הכללים על ידי הרגולטורים היא חיונית. כיום, חלק מהגופים המוסדיים אינם עומדים בחובות הגילוי המוטלות עליהם. ראו: עידו באום ועדי ארן "מה עשה הכסף שלנו היום?" (חוסר) שקיפות בהצבעות הגופים המוסדיים באספות כלליות של בעלי מניות" המשפט כו (טרם פורסם) (המאמר עוסק בחובות השקיפות בהצבעות המוטלות על הגופים המוסדיים. במחקר נמצא שרמת השקיפות של מדיניות ההצבעה ושל הנתונים על אודות ההצבעה של הגופים המוסדיים באספות בעלי המניות אינה משביעה רצון).

לאור זאת, על גורמי הפיקוח לקבוע הגנת "נמל מבטחים" שתקבע קו גבול ברור בין אקטיביזם לשליטה, כך ששיתוף פעולה נקודתי למינוי דירקטורים יותר באופן ברור. לצורך עיצוב הגנה זו, ניתן להיעזר בשיקולים שהצגנו וישמו במקומות שונים בעולם.

### 3.5 חשש מריכוזיות כלל־משקית

במקביל לסוגיות התאגידיות בהן דנו בהרחבה עד כה, שיתוף פעולה של גופים מוסדיים במינוי דירקטורים עשוי לעורר חשש מהגברת הריכוזיות הכלל־משקית. בתמצית, הענקת אפשרות לתיאום עמדות לצורך מינוי דירקטורים תחזק את היכולת שלהם לקבוע את זהות הדירקטורים שיכהנו בחברות ציבוריות, ובכך עלולה ליצור מצב שבו לקבוצה קטנה של מנהלי השקעות (ובעלי שליטה או מנהלים כלליים בחברות ביטוח) תהיה השפעה נרחבת על מינוי דירקטורים במרבית החברות הציבוריות. הגופים המוסדיים עלולים גם להשתמש בהליך המינוי כתשתית לחיזוק הקשרים ביניהם באופן שיגביר את הריכוזיות הכלל־משקית ואת השפעתם על הכלכלה והקצאת המקורות במשק ויפגע בציבור המשקיעים.<sup>179</sup> חשש זה נובע מהעלייה המתמשכת בהיקף הנכסים המנוהלים בידי גופי החיסכון הפנסיוני ומהריכוזיות היחסית של שוק זה.

כך, למשל, בארצות הברית מתרחש בעשור האחרון תהליך דרמטי במסגרתו גוברת באופן משמעותי ריכוזיות החזקות הגופים המוסדיים, ובמוקדו נמצאות קרנות האינדקס: קרנות השקעה פסיביות, אשר מנסות להתחקות אחר ביצועיהם של מדדים ספציפיים.<sup>180</sup> ענף זה נשלט על ידי שלוש קרנות – BlackRock, State Street Global Advisors ו־Vanguard – אשר מחזיקות יחדיו כ־25 אחוזים ממניות ההצבעה ב־500 החברות הציבוריות הגדולות בארצות הברית,<sup>181</sup> ולפי הערכות נתח זה צפוי לגדול לכ־40 אחוזים בתוך שני עשורים.<sup>182</sup> אם הערכות אלו יתממשו, קבוצה מצומצמת של מנהלי כספים תכתוב מינוי דירקטורים במרבית החברות הציבוריות בארצות הברית.<sup>183</sup>

בישראל מתרחש תהליך דומה בכל הנוגע לריכוזיות החזקות המוסדיים בחברות ציבוריות. כבר כיום ישנו מספר מצומצם של חברות ביטוח החולשות יחדיו על יותר מ־90% משוק הפנסיה.<sup>184</sup> כך, נכון לשנת 2018, מנורה החזיקה ב־33% מסך נכסי קרנות הפנסיה החדשות, מגדל ב־19%, הראל ב־18%, כלל ב־16% והפניקס ב־

<sup>179</sup> חשש נוסף הוא ששיתוף פעולה יפגע בתחרות בין המוסדיים על ליבם של העמיתים. דיון מקיף בסוגיה זו חורג מיריעתו של מאמר זה. מכל מקום, לרשות התחרות יש אמצעים מקובלים לפיקוח על החשש מפגיעה בתחרות. ראו "גילוי דעת בנושא שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים", לעיל ה"ש 27. החלטה 11035 של רשות ההגבלים העסקיים "מתן פטור מאישור הסדר כובל להסכם בין: איגוד בתי ההשקעות בע"מ (ע"ר) ובתי השקעות בישראל" (1.11.2017). וכן: רשות ההגבלים העסקיים "גילוי דעת 1/08 שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים בשינוי תנאי אגרות חוב תאגידיות" (2008) [hegbelim.bvtech.co.il/subject/130/item/26069.aspx](http://hegbelim.bvtech.co.il/subject/130/item/26069.aspx).

<sup>180</sup> Bebuch & Hirst, לעיל ה"ש 31.

<sup>181</sup> שם, בעמ' 1.

<sup>182</sup> שם, בעמ' 76.

<sup>183</sup> "We are rapidly moving into a world in which the bulk of equity capital of large companies with dispersed ownership will be owned by a small number of institutions. Those institutions, in turn, are ultimately controlled by a small number of individuals. For any given portfolio company, the ownership rights – most importantly the right to vote in election of directors – will be controlled by a small number of individuals working for those institutions. It is not an exaggeration to say that even if this mega-trend begins to taper off, the majority of the 1,000 largest U.S. companies will be controlled by a dozen or fewer people over the next ten to twenty years" John Coates, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve* (Harvard Public Law, Working Paper No. 19-07, 2018).

<sup>184</sup> רחלי בינדמן "רשות שוק ההון: תחרות פרועה בביטוח הכללי וריכוזיות אדירה בפנסיה ובבראות" **כלכליסט – שוק ההון** [www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3717361,00.html](http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3717361,00.html) 17.7.2018.

185.7% הגופים המוסדיים מחזיקים גם בנתח נכבד משוק האשראי העסקי, וסך הנכסים המנוהל בידיהם עולה על הנכסים המנוהלים בידי המערכת הבנקאית.

מגמת ביזור השליטה בחברות הציבוריות בישראל, כשלעצמה, מחריפה את החשש מריכוזיות כלל־משקית, שכן היא מקנה כוח רב לגופים המוסדיים, ובייחוד ככל שהם יוכלו לשתף פעולה במינוי דירקטורים. בשוק בו למרבית החברות הציבוריות בעלי שליטה, ההשפעה של הגופים המוסדיים היא מצומצמת, וזאת גם אם הם מתאמים עמדות למינוי דירקטורים. אולם, בשוק בו קיים מספר רב של חברות בבעלות מבוזרת, תיאום עמדות בין מוסדיים למינוי דירקטורים יוצר חשש כי מספר מועט של מנהלי כספים בגופים מוסדיים ישלטו בזהות הדירקטורים שימונו במספר רב של חברות ציבוריות במשק, ואף "יחלקו" ביניהם את השוק. מעמד זה יקנה כוח כלכלי ופוליטי רב לקבוצה קטנה של שחקנים: מנהלי הגופים המוסדיים.

חשוב לציין, כי גם ללא הצעת דירקטורים באופן פורמלי על ידי משקיעים מוסדיים, הם יהיו בעלי השפעה על הרכב הדירקטוריון ככל שתתרחב מגמת ביזור השליטה בשוק הישראלי, וזאת כיוון שבכל מקרה נדרשת תמיכתם למינוי דירקטורים. לכן, סביר להניח שההנהלה תציע מראש מועמדים שהמשקיעים המוסדיים צפויים לתמוך בהם. עם זאת, חשש זה עלול להחריף כאשר מספר מצומצם יחסית של גופים מוסדיים יוכלו לשתף פעולה לצורך מינוי דירקטורים.

הפתרון של נמל המבטחים שהצגנו בפרק הקודם מספק מענה חלקי לחשש מפני ריכוזיות כלל־משקית. זאת, משום שהפתרון שהצענו מתייחס לחברה ספציפית, בעוד שהחשש הוא שקבוצה מצומצמת של שחקנים חוזרים תשתף פעולה לאורך זמן בחברות שונות במשק. יתר על כן, החשש לריכוזיות הכלל־משקית אינו ייחודי למעמד הגופים המוסדיים כבעלי מניות בחברות ציבוריות, אלא מתעורר גם ביחס למעמדם כספקי אשראי (סחיר או לא) לחברות וכמשקיעים במיזמים שונים במשק.

מגמת ביזור השליטה בחברות ציבוריות בישראל נמצאת בשלבים ראשוניים, ואין זה ברור כיצד תתפתח. מכל מקום, אנו ממליצים לקובעי המדיניות בישראל לבחון באופן מתמיד את השפעת העלייה בכוחם של הגופים המוסדיים על הריכוזיות הכלל־משקית בישראל. בנוסף, ככל שהצעתנו לקבוע הגנת נמל מבטחים לצורך הנקודתי של מינוי דירקטורים תתקבל, אנו גם מציעים לבצע אחת לכמה שנים בחינה מחודשת של השלכות שיתוף פעולה בין מוסדיים על כוחם העולה של גופים אלה. בחינה זו גם תתייחס למידע נוסף שיצטבר בנוגע להיקף הצמיחה בנכסים המנוהלים על ידי המוסדיים, לכמות השחקנים הדומיננטיים בשוק, להיקף השימוש בשיתופי פעולה לצורך מינוי דירקטורים, למספר הכולל של דירקטורים שימונו הגופים המוסדיים ולהיקף התערבותם בקבלת ההחלטות בתאגידים המוחזקים על ידם. ככל שהניסיון יראה כי נעשה שימוש בלתי מבוקר באפשרות לשתף פעולה, או כי קבוצה מצומצמת של מנהלי כספים אכן שולטת במרבית המינויים של דירקטורים בחברות ציבוריות, ניתן יהיה לשקול מחדש הטלת הגבלות רוחביות על שיתופי פעולה בין גופים מוסדיים. כמו

<sup>185</sup> רשות שוק ההון דו"ח שנתי של הממונה על רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון לשנת 2018 פרק ב' 19 (2019).

כן, במסגרת שקילה זו, ראוי להתחשב גם בתועלות הצומחות לשוק ההון ולציבור שהגופים המוסדיים מנהלים את כספו מהאקטיביזם המוסדי, ולשקול אותן למול העלויות הנובעות ממנו.

#### ה. סיכום

שיתופי פעולה בין גופים מוסדיים מאפשרים להתגבר על בעיית האדישות הרציונלית, בעיית הטרמפיסט ובעיית הנציג המאפיינת גופים מוסדיים. יחד, גופים מוסדיים יכולים לחלוק בעלויות, לנצל יתרונות לגודל, להציג חזית אחידה למול ההנהלה ולהעלות את הסיכוי להתממשות יוזמותיהם. על כן, מנקודת המבט של ממשל תאגידי, אנו סבורים כי חשוב לעודד שיתופי פעולה בין בעלי מניות, ובפרט שיתופי פעולה במינוי דירקטורים. דירקטורים שמתמנים על ידי גופים מוסדיים צפויים להגן טוב יותר על האינטרסים של בעלי המניות, לעומת דירקטורים שמתמנים ביוזמת ההנהלה. כמו כן, הראינו שכללים משפטיים עמומים וחשש להטלת חובות משפטיות מהווים את הגורמים העיקריים לכך שגופים מוסדיים בארצות הברית ובריטניה נמנעים מלשפת פעולה במינוי דירקטורים.

לגישתנו, גם בחברות עם מבנה בעלות מבוזר אין מקום לראות במוסדיים המשתפים ביניהם פעולה במינוי דירקטורים באופן נקודתי כ"בעלי שליטה". זאת, לאור מגבלות הרגולציה החלות על גופים אלה, לאור זאת שאין צורך בהגדרתם כבעלי שליטה כדי להגן על אינטרסים של החברה או בעלי מניות מהציבור ולאור יכולות הבקרה ההדדית בין גופים מוסדיים שמשותפים ביניהם פעולה.

בשל חוסר הבהירות באשר לנסיבות היוצרות שליטה או החזקה משותפת והחשש מפני אפקט מצנן שירתיע גופים מוסדיים מפעולה משותפת לצורך מינוי דירקטורים, אנו ממליצים כי גורמי הפיקוח יקבעו הגנת "נמל מבטחים" שתחריג שיתוף פעולה נקודתי זה מהגדרת "שליטה". יחד עם זאת, יש צורך במנגנונים שיבטיחו מניעת שימוש לרעה בכוח זה, בפרט לאור העלייה בהשפעת המוסדיים, הריכוזיות היחסית המאפיינת ענף זה והחשש כי מספר מצומצם של שחקנים מוסדיים ישלטו במינוי הדירקטורים בחברות הציבוריות ללא גרעין שליטה. נדגיש כי השפעת כוחם העולה של הגופים המוסדיים בישראל על הריכוזיות הכללמשקית והתחרות בשוק היא סוגיה חשובה ומורכבת, שדיון מקיף בה חורג מיריעתו של מאמר זה. אנו מקווים כי הטלת זרקור ראשוני על הנושא תגרור דיון ער סביב הסוגיה בעתיד.

נכון לעת הזו, יש להתיר שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים, בייחוד אם מדובר בשיתוף פעולה נקודתי ומתוחם בהיקפו, או בשיתוף מתמשך לצורך מינוי מיעוט מקרב הדירקטורים, ובכפוף למנגנוני בקרה שונים. מנגנונים אלה כוללים, בין היתר, כללי גילוי מקיפים על עצם שיתוף הפעולה ועל קשרים בין הדירקטור לגוף המוסדי שמציע את המועמד, הכפפת המועמדים שימונו על ידי המוסדיים למרבית מכללי הכשירות והעצמאות שחלים על דירקטורים חיצוניים שממונים על ידי בעל השליטה, הקפדה על אישיותו במידע בין הגופים המוסדיים לדירקטורים הממונים על ידם ופיקוח הדוק על ועדת ההשקעות אשר אחראית בפועל על מינוי הדירקטורים. על בסיס הניסיון שיצטבר בעתיד ניתן יהיה לבחון האם נעשה שימוש מבוקר באפשרות לשיתופי פעולה בין גופים מוסדיים ולשקול התאמות רגולטוריות נוספות במידת הצורך.