

מינוי דירקטורים: תיאוריה, ראיות, מדיניות

מאת

אסף אקשטיין* וקובי קסטיאל**

הזכות להשתתף בהליכי מינוי דירקטורים היא זכות יסוד של בעלי מניות בחברה ציבורית. בחירת ומינוי דירקטורים מהווה עבורם כלי מרכזי להשפעה על חברי הדירקטוריון, אשר אמונים על גיבוש האסטרטגיה של החברה, פיקוח על ההנהלה הביצועית שלה, ובמסגרת תפקידם נדרשים לקבל החלטות עסקיות הוות גורל. חרף חשיבותה הרבה של הזכות למינוי דירקטורים, העיסוק בנושא זה בספרות הישראלית הוא מצומצם בהיקפו. מאמר זה מבקש להשלים את החסר.

במישור התיאורטי, המאמר סוקר היבטים מרכזיים הנוגעים להליכי מינוי דירקטורים בישראל, ובכללם שיטות למינוי דירקטורים, כוחן הפורמלי והמעשי של הצבעות נגד מועמדים לכהונה בדירקטוריון, מודלים שונים להצעת מועמדים מטעם בעלי מניות מהציבור, ושימוש בוועדות מינויים. במטרה להעריך את המידה שבה כללי רקע משפטיים אלה עשויים לעודד את מעורבותם של בעלי מניות מהציבור בהליכים למינוי דירקטורים, המאמר דן בהם באופן ביקורתי, תוך עריכת ניתוח השוואתי למול שיטות משפט קרובות.

במישור האמפירי, המאמר בוחן באופן מקיף את נתוני הצבעות שנערכו בחברות הכלולות במדד ת"א 125 (שאינן חברות דואליות) בין השנים 2015-2018, בהקשרים של מינוי דירקטורים חדשים והארכת כהונתם של דירקטורים מכהנים. במסגרת זאת, המאמר בוחן מגוון רחב של היבטים הנוגעים לנתוני ההצבעות ולתוצאותיהן, לחברות בהן ההצבעות נערכו, למועמדים שמינויים נכשל ולאילו המוצעים על ידי בעלי המניות, לדפוסי ההצבעה של המשקיעים המוסדיים בישראל, ולהשפעה של גופי הייעוץ על תוצאות ההצבעות.

על גבי התשתית האמפירית מניח המאמר נדבך נוסף, שבו נערך דיון במשמעויות הנורמטיביות העולות מממצאי המחקר. על-בסיסו דיון זה מובאות המלצות לגיבוש מדיניות עתידית, שחלקן מתייחסות במישרין לאופן ניהולם של הליכי מינוי דירקטורים בחברות ציבוריות בישראל, להגברת השקיפות סביב ההצבעות ולשימוש בוועדות מינויים, וחלקן האחר בעלות אופי רחב יותר, ונוגעות למעמדם, תפקודם ומעורבותם של הגופים המוסדיים בממשל התאגידי בישראל.

מבוא. א. מינוי דירקטורים – היבטים מעשיים ותיאורטיים. 1. מינוי דירקטורים, מבנה בעלות והעלייה בכוחם של המוסדיים. 2. הצבעת נגד למועמדי החברה. (א) "רוב קולות" מול "רוב יחסי". (ב) הצבעת נגד. 3. הצעה אקטיבית של מועמדים לדירקטוריון. 4. גופי הייעוץ. 5. ועדות מינויים. (א) ועדות מינויים בראי המשפט המשווה (ב) המצב החוקי בישראל. 6. סיכום הסקירה. **ב. מינוי דירקטורים – ראיות אמפיריות.** 1. רקע. 2. מתודולוגיה. 3. ממצאים. (א) הצבעות נגד. (ב) הצעת מועמדים על ידי בעלי המניות. (ג) השפעת גופי הייעוץ. **ג. המלצות מדיניות.** 1. הגברת השקיפות בנוגע להליך מינוי דירקטורים. (א) הגברת השקיפות – שיפור אופן הצגת מידע על הצבעות על-ידי החברה. (ב) הגברת השקיפות – הרחבת חובת הגילוי החלה על גופים מוסדיים. 2. עידוד מעורבות הגופים המוסדיים במינוי דירקטורים. (א) שיתופי פעולה בין גופים מוסדיים לצורך מינוי דירקטורים. (ב) שיפוי מוסדיים בגין הוצאות הכרוכות במינוי דירקטורים. 3. חברות

* אסף אקשטיין הוא מרצה בכיר לדיני תאגידים וניירות-ערך, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית.

** קובי קסטיאל הוא מרצה בכיר, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל אביב, ועמית מחקר בכיר ומרצה מן החוץ בבית הספר למשפטים, אוניברסיטת הרווארד. על הערות ושיחות מועילות אנו מודים לזוהר גושן, דוד האן, אסף חמדני, שרון חנס, עמיר ליכט, גדעון פרחומבסקי ואהוד קמר. על סיוע מעולה במחקר אנו מודים, מקרב לב, לשיר אביטל, אילנית ברוכים, טל ברנדס, גל נוף, רותם פליקס, חן פרוימוביץ' ואבנר שמלה. תודה מיוחדת שלוחה לרועי אמיר על סיוע רב ערך במהלך העבודה על מאמר זה, ולחברי מערכת כתב העת "משפטים" על הערות מפורטות ומעמיקות שזכינו לקבל מהם. לבסוף, ברצוננו להודות גם לקתדרה לממשל תאגידי באוניברסיטת בר-אילן ע"ש משפחת אקרמן על תמיכה במחקר.

הייעוץ למוסדיים. 4. ועדת מינויים. (א) קליטת המנגנון בישראל. (ב) מנגנון חובה או רשות? (ג) רלוונטיות מבנה הבעלות. (ד) הרכב ועדת המינויים. (ה) תפקידי הוועדה וסמכויותיה. (ו) סמכות הוועדה לגבי מועמדים מטעם בעלי המניות. (ז) מעורבות בעלי מניות בוועדת המינויים – המודל הנורדי. ד. סיכום

מבוא

הזכות להשתתף בהליכי מינוי דירקטורים היא זכות יסוד של בעלי המניות, שכן היא מהווה עבורם כלי מרכזי להשפעה, באמצעות הדירקטוריון, על קביעת מדיניות החברה ועל אופן הפיקוח על פעילותה השוטפת.¹ מובן זה של הזכות הופך אותה לאמצעי בולט בחשיבותו לקידום והגשמה של "דמוקרטיה תאגידית", ומבטיח לה מקום של כבוד בדיני החברות. לאור זאת, אין זה פלא שבספרות האקדמית בארצות הברית הושקע מאמץ ניכר במחקר של הנושא מהיבטיו התאורטיים והאמפיריים.² לעומת זאת, בספרות הישראלית, העיסוק בנושא זה הוא מצומצם בהיקפו. מאמר זה מבקש להשלים את החסר באמצעות הרחבת המצע התאורטי הנוגע למינוי דירקטורים; הצבעה על מגמות מרכזיות בהקשר של מינוי דירקטורים בחברות ציבוריות בישראל, תוך התבססות על נתונים אמפיריים עדכניים; ודיון מעמיק במגמות אלה ובהשלכות המדיניות הנובעות מכך, תוך שיג ושיח עם המשפט המשווה.

בהקשר הישראלי, מעורבותם של בעלי מניות בהליכי מינוי דירקטורים מקבלת משנה חשיבות לנוכח מגמת ביזור השליטה בחברות הציבוריות הנסחרות בבורסה בתל אביב. מאז נחקק חוק הריכוזיות בשנת 2013, חלה ירידה משמעותית בהיקף החברות הנשלטות על-ידי בעל שליטה, במקביל לעליית קרנן של החברות הציבוריות בבעלות מבוזרת.³ כך, מספר החברות הציבוריות ללא גרעין שליטה אשר נסחרות בבורסת תל אביב זינק בשנים האחרונות בכ-50%, ושווין המצרפי מהווה כ-38% משווי השוק של כלל החברות הנסחרות בבורסה, נכון לשנת 2019.⁴

מגמה זו מובילה להעברת כוח רב לידיהם של בעלי מניות מהציבור ושל משקיעים מוסדיים, שכן בהיעדר גרעין שליטה בחלק מהחברות הפועלות בשוק הישראלי, מידת השפעתם על מינוי דירקטורים גוברת באופן משמעותי. הסטת כוח זו מחייבת בחינה מעמיקה של השפעתם בפועל של בעלי המניות מהציבור ושל המוסדיים, בדגש על בחינת דפוסי ההצבעה שלהם בהצבעות על מינוי דירקטורים. בעוד שבמחקרים העוסקים בהקשר הכללי של מינוי דירקטורים הושם דגש על הסדרת יחסי הכוחות בין השחקנים השונים בחברות עם בעל שליטה, במאמר זה נבקש להרחיב את היריעה, בין השאר באמצעות בחינת האתגרים המתעוררים על רקע מגמת ביזור השליטה בישראל והשפעתם הגוברת של המשקיעים המוסדיים ויועצי הפרוקסי.⁵

מגמת ביזור השליטה ושלל המורכבויות שהיא מעוררת הן בעלות חשיבות דרמטית לנוף התאגידי המקומי, ועל כן הן ניצבות כיום בחזית עיצוב המדיניות בהקשרי ממשל תאגידי בישראל. במסגרת זו פנו לאחרונה

¹ ראו למשל Stephen M. Bainbridge & M. Todd Henderson, *Boards-R-US: Reconceptualizing Corporate Boards*, 66 STAN. L. REV. 1051, 1055 (2014) ("Because shareholders have limited ability to directly effect change, much of their power... derives from voting on director elections.").

² ראו הדיון בפרק א' להלן.
³ ערן אזור "שש שנים ליחוק הריכוזיות: הקבוצות העסקיות מאבדות את השליטה במשק" *TheMarker* (19.8.2019) <https://www.themarker.com/premium-1.7694295>.

⁴ אורי גלאור "מי מפקח על המנהלים? ריבוי החברות ללא גרעין שליטה דורש התאמות" *כלכליסט – שוק ההון* (26.12.2019) <https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3776535,00.html>.

⁵ אורי הלר וליאור פורת "ביזור שליטה או איבוד שליטה?" *TheMarker* (15.01.2019) <https://katzr.net/cc375c>; סמי פרץ "הטייקונים החדשים: כשבחברות אין בעל שליטה – המוסדיים לוקחים את המושכות" *TheMarker – שוק ההון* (1.12.2019) <https://www.themarker.com/markets/premium-1.8199867>.

משרד המשפטים ורשות ניירות ערך לציבור, לשם קבלת התייחסויות והצעות לתיקונים הדרושים בחוק החברות. זאת, מתוך תפיסה כי מבנה הבעלות המבוזר והולך ומתפתח בשוק הישראלי, מייצר אתגרים חדשים אשר ייתכן וחוק החברות – אשר באופן מסורתי ממוקד בהתמודדות עם בעיות הנובעות מקיומו של מבנה בעלות ריכוזי המתאפיין בקיומם של גרעיני שליטה – אינו מספק להם מענה הולם במתכונתו הנוכחית.⁶ בנוסף, במהלך השנתיים האחרונות ניצבה חברת אנטרופי – המספקת שירותי ייעוץ למשקיעים המוסדיים, בין היתר בנוגע לאופן ההצבעה שלהם באסיפות כלליות בנושא של מינוי דירקטורים – במרכזה של סערה שנראה שטרם שככה. בלב העניין, ניצבים הרצון של רשות שוק ההון לצמצם את השפעתה של אנטרופי, וההתנגדות לכך מצד רשות ניירות ערך והמשנה ליועץ המשפטי לממשלה.⁷

במישור התיאורטי, המאמר סוקר היבטים מרכזיים בתשתית הנורמטיבית החלה על הליכי מינוי דירקטורים בישראל, ובכללם שיטות למינוי דירקטורים, כוחן הפורמלי והמעשי של הצבעות נגד מועמדים לכהונה בדירקטוריון, וכן מודלים שונים להצעת מועמדים מטעם בעלי מניות מהציבור. במטרה להעריך את המידה שבה כללי רקע משפטיים אלה עשויים לעודד את מעורבותם של בעלי מניות מהציבור בהליכים למינוי דירקטורים, המאמר דן בהם באופן ביקורתי, תוך עריכת ניתוח השוואתי למול שיטות משפט קרובות. בפרט, לאור הניסיון שנצבר סביב הנושא בארצות הברית ובריטניה, שתי מדינות עם מבנה בעלות מבוזר ושווקי הון מפותחים, חלק מרכזי מן הדיון התיאורטי יתבסס על הלקחים שהופקו במדינות אלו.

במישור האמפירי, המאמר מתמקד בחברות הכלולות במדד ת"א 125 שאינן חברות דואליות ובוחן נתוני הצבעות שנערכו בהן בהקשרים של מינוי דירקטורים חדשים והארכת כהונתם של דירקטורים מכהנים – בשנים 2015 - 2018. במסגרת זאת נבחנים מגוון היבטים של ההצבעות ותוצאותיהן (כדוגמת שיעור המשתתפים באסיפה ושיעור המצביעים בעד ונגד המינוי) ושל החברות שבהן הן נערכו, כמו גם מאפיינים שונים של התפקידים שהועמדו על הפרק והמועמדים שהוצעו לאיושם. בתוך כך בוחן המאמר את דפוסי ההצבעה של המשקיעים המוסדיים, בדגש על המקרים שבהם התנגדו למינוי דירקטור חדש או להארכת כהונה של דירקטור מכהן.

כפי שהמאמר מראה, על אף שהדין הישראלי מחולל סביבה ידידותית במיוחד עבור בעלי מניות מהציבור המבקשים ליטול חלק פעיל בהליכי מינוי חברי דירקטוריון, ואף מעניק בידיהם מערך רחב של כלים לשם כך, התמונה המצטיירת באשר לשימוש שעושים בעלי מניות בכוחם להשפיע על בחירת דירקטורים היא מורכבת. כך, בעלי מניות בחברות עם בעלי שליטה ממעטים להתנגד להצעות למינוי דירקטורים, וזאת אף במקרים שבהם ניתן היה לצפות לאקטיביות מצדם (למשל, בהקשר של מינוי דח"צים המחייב אישור של רוב מקרב בעלי המניות מהציבור). עוד עולה ממחקרנו כי בעלי המניות המוסדיים בישראל אינם עושים שימוש בכלי של הצבעת מחאה כדי לקדם יעדי ממשל תאגידי כלליים, וזאת בשונה, למשל, מארצות הברית, שם מדובר בכלי מקובל. בכל המקרים שבהם הצעות למינוי דירקטורים נדחו על-ידי בעלי מניות, היה זה סביב מצבים שבהם התחרו על תפקיד הדירקטור יותר ממועמד אחד, ולכן בהגדרה היו לאחר הבחירות מועמדים שלא נבחרו.

⁶ "קול קורא להתייחסות הציבור לצורך בהתאמות בכללי הממשל התאגידי ביחס לחברות ללא גרעין שליטה" משרד המשפטים (15.9.2019) https://www.gov.il/he/departments/publications/Call_for_bids/call-for-bids-150919.

⁷ ראו למשל רחלי בינדמן "ברקת מעביר מסר למוסדיים: אל תסתמכו על המלצת אנטרופי" כלכליסט (21.5.2019) <https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3762601,00.html>; גיא בן סימון ועומרי כהן "על רקע המאבק עם הממונה על שוק ההון: אנטרופי תחדל לייצג לגופים המוסדיים באסיפות הכלליות של חברות ציבוריות" גלובס (24.12.2019) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001312170>. מנגד, ראו: רון שטיין, "המאבק בין גואטה לברקת מתרחב לאנטרופי: רשות ני"ע והמשנה ליועמ"ש נגד הסדרה שמוביל הממונה על שוק ההון", גלובס (29.8.2019), <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001298872>.

יחד עם זאת, חברות בבעלות מבוזרת מתאפיינות ברמת אקטיביזם גבוהה יותר מצד בעלי המניות, אם כי גם בהן בעלי מניות אינם נוטים לעשות שימוש בכוחם לשם סיום כהונתו של דירקטור מכהן. המחקר אף מצביע על מעורבות גוברת של בעלי המניות המוסדיים בישראל בהצעת מועמדים מטעמם לדירקטוריון. הגם שלא מדובר במספר רב של מקרים, זו עדיין מעורבות חריגה בהשוואה לארצות הברית ובריטניה, שם הגופים המוסדיים אינם יוזמים מינוי דירקטורים מטעמם, אך עיקר פעילות זו מבוצעת על ידי קרנות גידור (Hedge Funds) אקטיביסטיות, שפעילותן בישראל היא מצומצמת.

לבסוף, אנו מראים כי גם כאשר חברות הייעוץ ממליצות על הצבעה נגד המשך מינוי דירקטורים מכהנים, הם מאושרים על ידי בעלי המניות באחוזים גבוהים מאד. ממצא חשוב זה מעיד על כך שמשקיעים מוסדיים נוטים להפעיל שיקול דעת עצמאי בבואם להצביע כנגד מינוי דירקטורים ואינם מסתמכים באופן עיוור על המלצות גופי הייעוץ.

על גבי התשתית האמפירית מניח המאמר נדבך נוסף, שבו נערך דיון במשמעויות הנורמטיביות העולות מממצאי המחקר, ועל-בסיסו מובאות המלצות לגיבוש מדיניות עתידית. בעוד שחלק מהמלצות אלה מתייחסות באופן ישיר לאופן ניהולם של הליכי מינוי דירקטורים בחברות ציבוריות בישראל, חלקן האחר בעלות אופי רחב יותר, ונוגעות למעמדם, תפקודם ומעורבותם של הגופים המוסדיים בממשל התאגידי בישראל. כך, למשל, אנו ממליצים לפעול במספר אפיקים אפשריים להגברת השקיפות בנוגע לאופן הצבעתם של בעלי מניות – ובכללם משקיעים מוסדיים – בהקשר של מינוי של דירקטורים; לגבש הסדר שיקבע כברירת מחדל הקמת ועדות מינויים בחברות בבעלות מבוזרת (סוגיה שמונחת גם על שולחנו של משרד המשפטים בימים אלו);⁸ לבחון מחדש את שאלת מערכת היחסים שבין המשקיעים המוסדיים לבין חברות הייעוץ למוסדיים; ולעודד את מעורבותם של הגופים המוסדיים בפעילות חברות הפורטפוליו, בן היתר באמצעות מתן לגיטימציה חוקית לשיתוף פעולה ביניהם בהקשרים מוגדרים.

המאמר יתקדם לפי הסדר הבא: **פרק א** של המאמר מציע סקירה של היבטים מעשיים ותיאורטיים של מינוי דירקטורים, בארצות הברית ובישראל: שיטות למינוי דירקטורים, כינון של ועדות מינויים, עקרונות יסוד והמשמעויות הכרוכות בהצבעות נגד מועמדים לכהונה בדירקטוריון. **פרק ב** יספק נתונים אמפיריים בנוגע להליכי מינוי דירקטורים בחברות הכלולות במדד ת"א 125 (למעט חברות דואליות) בשנים 2015 – 2018. **פרק ג** יקיים דיון במדיניות הראויה בהקשר של מינוי דירקטורים בישראל, על סמך תובנות שאותן ניתן לגזור מפרקים א ו-ב.

א. מינוי דירקטורים – היבטים מעשיים ותיאורטיים

1. מינוי דירקטורים, מבנה בעלות והעלייה בכוחם של המוסדיים

הדירקטוריון אמון על התוויית מדיניות החברה והכוונת התנהלותה, ומחזיק בסמכויות החלטה רחבות היקף ביחס למהלכים המשמעותיים ביותר בחייה.⁹ לנוכח מקומו המרכזי של הדירקטוריון והשפעתו הרבה על החברה, ישנה חשיבות רבה למינוי חברים כשירים, מיומנים וראויים לכהונה בו. בבסיס דיני החברות ניצבת הנחה שלפיה כוחם של בעלי המניות למנות דירקטורים או לסיים את כהונתם מהווה אמצעי מרכזי

⁸ ראו תזכיר חוק החברות (תיקון מס') (ממשל תאגידי בחברות ציבוריות שאין בהן בעל שליטה), התשפ"א-2021 (להלן: **תזכיר חוק החברות**).

⁹ ראו ס' 92 לחוק החברות; סמכות רחבה ביותר מוענקת לדירקטוריון גם בדלוואר. ראו: Delaware General Corporation Law (DGCL) § 141(a).

עבור בעלי המניות להפעלת פיקוח על הדירקטוריון ולביטוי עמדותיהם האישיות ביחס לאופן פעולתו.¹⁰ באופן כללי יותר, בחירת חברי הדירקטוריון על-ידי בעלי המניות נתפסת כביטוי מרכזי של "דמוקרטיה תאגידית", וכאקט אשר מעניק לדירקטוריון את הלגיטימציה לפעול כאורגן המשמעותי ביותר בחברה.¹¹ תפיסת יסוד זו משמשת גם כהצדקה להחלת ביקורת שיפוטית מאופקת ביחס לפעולותיהם של דירקטורים, באמצעות כלל שיקול הדעת העסקי, שכן הפיקוח שמפעילים בעלי המניות על הדירקטוריון נתפס כמעין תחליף לפיקוח הדוק מצד בתי המשפט.¹² על כן, אין חולק כי הזכות למנות דירקטורים מהווה את אחת הזכויות הבסיסיות ביותר של בעלי המניות בחברה.¹³

עם זאת, מידת יכולתם של בעלי המניות לממש את הזכות ולהשפיע על קביעת הרכב הדירקטוריון תלויה במידה רבה במבנה הבעלות של החברה. בהתאם למחקר של רשות ניירות ערך שהתפרסם בשנת 2019 ומתייחס למבנה הבעלות של חברות ציבוריות בשנת 2018, מרבית החברות הציבוריות במשק הישראלי עדיין מוחזקות בידי בעל שליטה יחיד או גרעין שליטה.¹⁴ במבנה בעלות מעין זה, הכוח האפקטיבי למנות ולפטר דירקטורים מסור לכאורה לבעל השליטה, המחזיק ברוב קולות באסיפה הכללית. למרות זאת, חוק החברות הישראלי מקנה לבעלי מניות מהמיעוט יכולת להשפיע, לפחות במידה מסוימת, על הליך המינוי של דירקטורים חיצוניים ועל המשך כהונתם. כך, החוק קובע כי מינוי דירקטורים חיצוניים מחייב, מלבד אישור רוב רגיל באסיפה הכללית, גם רוב מקרב בעלי המניות שאינם בעלי השליטה בחברה או בעלי עניין אישי במינוי כתוצאה מקשריהם עם בעל השליטה.¹⁵ הלכה למעשה דרישה כפולה זו מקנה מעין "זכות וטו" הדדית לבעלי המניות מהציבור ולבעל השליטה (לו רוב רגיל באסיפה הכללית) בכל הנוגע למינוי דירקטורים חיצוניים לכהונה ראשונית. בנוסף, כהונת דירקטור חיצוני יכולה להיות מוארכת על-ידי רוב מקרב בעלי המניות ללא עניין אישי גם בניגוד לעמדתו של בעל השליטה.¹⁶

לצד מבנה הבעלות הריכוזי שאפיין את המשק הישראלי באופן מסורתי, בשנים האחרונות אנו עדים למגמה גוברת של ביזור השליטה בקרב החברות הציבוריות בישראל, המלווה בהעברת כוח הצבעה משמעותי יותר

¹⁰ Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946, 959 (Del. 1985) ("if the stockholders are displeased with the action of their elected representatives, the powers of corporate democracy are at their disposal to turn the board out.")

ראו גם: Hilton Hotels Corp. v. ITT Corp., 978 F. Supp. 1342, 1351 (Dist. Ct. Nev. 1997) ("[U]nhappy shareholders can always vote the directors out of office.")

לבסוף, ראו: Stephen Choi, Jill Fisch & Marcel Kahan, *Who Calls the Shots? How Mutual Funds Vote on Director Elections*, 3 HARV. BUS. L. REV. 35, 50 (2013) ("shareholders' ability to elect the board is perhaps their most important protection against improper management behavior.")

ביטוי לכך בחוק החברות הישראלי ניתן למצוא בסעיף 59 לחוק (הסעיף קובע כי "האסיפה הכללית השנתית תמנה את הדירקטורים, אלא אם נקבע אחרת בתקנון").

¹¹ Blasius Indus. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651, 659 (Del. Ch. 1988) ("The shareholder franchise is the ideological underpinning upon which the legitimacy of directional power rests.")

¹² Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244, 267 (Del. 2000) ("there is a very large-though not insurmountable-burden on stockholders who believe they should pursue the remedy of a derivative suit instead of selling their stock or seeking to reform or oust these directors from office.")

ראו גם: Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, U. PA. L. REV. 1271, 1285 (2017) ("In fact, courts have relied on shareholders' ability to displace underperforming directors as a reason for deferring to directors' business decisions").

לבסוף, ראו: שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" **עיוני משפט** לא (2) 313, 338 (2009).
¹³ סעיפים 59 ו-230(א) לחוק החברות. ראו גם: יוסף גרוס **חוק החברות** כרך א' 523-525 (מהדורה חמישית, טלי גוטמן-פלד עורכת, 2016).

¹⁴ גתית גור גרשנור, ליוז טפר, גיא סבח ואפרים פורטגנר "התפתחויות במבנה האחזקות בשוק ההון הישראלי בשנים 2018-2010" **המהלכה הכלכלית – רשות ניירות ערך** בעמ' 6-7 (יולי 2019) (להלן: התפתחויות במבנה האחזקות בשוק ההון הישראלי) https://www.isa.gov.il/GeneralResearch/179/Documents/Holding_structure_developments_in_the_Israeli_capital_market.pdf. לפי ממצאי הדו"ח, אחוז החברות עם בעל שליטה נכון לשנת 2018 נותר גבוה עם 88% מהחברות הציבוריות.

¹⁵ ס' 239(ב) לחוק החברות.

¹⁶ שם.

לידי בעלי מניות מהציבור וגופים מוסדיים, בין היתר בהקשר של קביעת הרכב הדירקטוריון.¹⁷ בחברה ללא בעל שליטה, בעלי מניות אשר אינם מרוצים מהאופן שבו החברה מתנהלת יכולים לעשות שימוש ב"קולם" ולהביא להחלפת הדירקטורים המכהנים, בין באמצעות הצבעת נגד או באמצעות מינוי אקטיבי של דירקטורים מטעמם. בספרות נטען בעבר לא אחת כי בשל תופעת האדישות הרציונלית, בעלי מניות מהציבור אינם ממהרים לנצל את יכולתם להשפיע על מינוי דירקטורים, ובכך מועבר הכוח האפקטיבי למינוי דירקטורים לידי ההנהלה.¹⁸ חשש זה מקבל משנה תוקף בחברות עם הנהלה דומיננטית, שהיא הגורם המציע בפועל את שמות המועמדים לכהונה בדירקטוריון, ולרוב אינה נתקלת בהתנגדות מצד בעלי מניות מהציבור.¹⁹ במצב דברים זה, עלולה להיווצר תלות מבנית של הדירקטורים בהנהלה המקדמת את מועמדותם, אשר תחמיר את בעיית הנציג בין בעלי המניות להנהלת החברה.²⁰

הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל²⁵ והוועדה לבחינת הצעדים להגברת מעורבותם של הגופים המוסדיים בשוק ההון הישראלי.²⁶ כיום, משקיעים מוסדיים מחויבים להשתתף בהצבעות העוסקות בעניינים מוגדרים, **לרבות מינוי ופיטורים של דירקטורים**. חובה זו חלה על קרנות נאמנות (שאף מחויבות לדווח על אופן הצבעתן);²⁷ קופות גמל וחברות ביטוח;²⁸ וכן על קרנות פנסיה.

הסטת הכוח למינוי דירקטורים מידי של בעל השליטה לידיהם של משקיעים מהציבור, ומגמת ביזור השליטה בשוק הישראלי, מחייבות אפוא בחינה מעמיקה של שאלת מעורבותם של בעלי מניות מהציבור בהליך המינוי לדירקטוריון. על כן, הדיון התיאורטי בפרק זה יתמקד בעיקרו בחברות עם מבנה בעלות מבוזר, ובמסגרתו נבחן את הכלים המשפטיים השונים העומדים לרשות בעלי מניות בחברות מסוג זה כדי להשפיע על מינוי דירקטורים, כמו גם את השלכות הנובעות מן השימוש בכלים אלו. לאור הניסיון שנצבר סביב הנושא בארצות הברית ובריטניה, שתי מדינות עם מבנה בעלות מבוזר ושווקי הון מפותחים, חלק מרכזי מן הדיון יתבסס על הלקחים שהופקו במדינות אלו.

2. הצבעת נגד למועמדי החברה

לרשות בעלי המניות מהציבור עומדים כלים שונים להשפעה על הרכב הדירקטוריון וזהות חבריו, שחלקם עושים שימוש ישיר במנגנון ההצבעה.²⁹ אמצעי התערבות ראשון הוא התנגדות למינויו של מועמד חדש או להארכת כהונתו של חבר דירקטוריון פעיל. התנגדות כזו עשויה לנבוע מטעמים הקשורים במועמד עצמו, כדוגמת היעדר התאמתו לתפקיד, תלות משמעותית בהנהלה או חוסר שביעות רצון מתפקודו כדירקטור; או משיקולים כלליים יותר, כמו למשל ניסיון של בעלי המניות להניע את החברה להציע מועמדים שיהלמו את עמדותיהם ודרישותיהם ביחס להרכבו הרצוי של הדירקטוריון, תמהיל הכשירויות והגיוון האנושי של חבריו. מנגנון שני, הנחשב לאקטיבי יותר, הוא הצעת מועמד ספציפי לדירקטוריון על-ידי בעלי מניות. ייחודה של התערבות מסוג זה הוא שהיא משנה את כללי המשחק ומפקיעה מהדירקטוריון והנהלה את הכוח הבלעדי לקבוע את זהות הדירקטורים. מטבע הדברים, דירקטורים שמינויים קודם על-ידי ההנהלה יגלו נכונות מוגבלת לאתגר את סדר יומה.³⁰ בתת-פרק זה נדון במנגנון ההתערבות הראשון (התנגדות למועמד מטעם החברה) ובהשלכותיו, ואילו בתת הפרק הבא נדון במנגנון ההתערבות השני (הצעה אקטיבית של מועמדים לדירקטוריון).

(א) "רוב קולות" מול "רוב יחסי"

הדרך למינוי דירקטורים בחברה נקבעת לרוב בתקנון החברה, והיא נבחרת מבין שתי דרכים מרכזיות הקיימות למינוי דירקטורים. הראשונה, הצבעה בשיטה של "רוב יחסי" (plurality voting), פירושה שכדי

²⁵ ראו: דו"ח הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל 36 – 42 (2006) (להלן: "דו"ח ועדת גושן").
²⁶ ראו דו"ח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל (2007) (להלן: "דו"ח ועדת חמדני").

²⁷ ראו סעיף 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 בצירוף תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים), תשע"ו-2015; קרנות נאמנות מחויבות גם לדווח על אודות האופן שבו הצביעו. ראו: תקנה 27 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (דוחות), התשנ"ה-1994.

²⁸ ראו תקנה 2 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), תשס"ט-2009; ראו גם: משרד האוצר – אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, "הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון", חוזר גופים מוסדיים 21.6.2009; חוזר גופים מוסדיים 6-9-2014 באותו נושא מיום 10.6.2014.

²⁹ בעלי מניות יכולים גם להביע את עמדתם באשר למינוי דירקטורים, בפומבי או בשיחות עם החברה, בתקווה שהאחרונה תענה לדרישותיהם. זהו מנגנון התערבות רך שאינו מצריך שימוש בכוח ההצבעה. אם כי הנכונות של ההנהלה להתחשב בעמדת בעלי מניות עשויה לגבור משמעותית ככל שבעלי מניות נכונים, במקרי הצורך, לעשות שימוש במנגנון הצבעה כדי "להעניש" הנהלות שמתעלמות מדרישותיהן. לכן, אף במקרה זה מנגנון ההצבעה הינו כלי משלים וחשוב לשיח הישיר בין בעלי מניות להנהלה.

³⁰ Bechuk & Fried, לעיל ה"ש 20, 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."

להיבחר לכהונה בדירקטוריון על הדירקטור לזכות במספר קולות גדול יותר מהמועמדים האחרים.³¹ בהיעדר מועמדים נוספים המתחרים על אותו מושב בדירקטוריון, מלבד הדירקטור ששמו עולה להצבעה על ידי ההנהלה, הרי שדי בקול אחד בעד מועמדותו של אותו דירקטור כדי להביא לבחירתו. מאחר שנציגי ההנהלה, כמו גם חברי הדירקטוריון, מחזיקים כמעט תמיד במניות החברה (כחלק ממבנה התגמול שלהם), הרי שיש ביכולתם להכריע את ההצבעה לטובת מועמדי ההנהלה באמצעות קולותיהם. אכן, במספר מחקרים מחוץ לישראל הוצגו ראיות אמפיריות להשפעתה של ההנהלה על הליך מינוי דירקטורים בחברה.³² מאחר שרוב הבחירות לדירקטוריון הן כאלו שאינן שנויות במחלוקת (בלעז, *uncontested*), המשמעות היא שמועמדי ההנהלה הינם בעלי סיכוי גבוה להיבחר.³³

השיטה השנייה, הצבעה בשיטה של "רוב קולות" (*majority voting*), פירושה שרק דירקטור שזכה לרוב של קולותיהם של בעלי המניות המשתתפים בהצבעה מביטח את מינויו לדירקטוריון.³⁴ הפער המעשי בין שתי השיטות בא לידי ביטוי כאשר עסקינן בבחירות בהן מועמדי ההנהלה לדירקטוריון אינם זוכים לתמיכה מספקת מצד בעלי המניות, ואין מועמדים נוספים מלבדם. במצב דברים זה, תחת שיטת "הרוב היחסי", מועמדים אלה עשויים להתמנות במידה ובעלי מניות כלשהם (ההנהלה המכהנת או בעלי מניות משמעותיים אחרים) הצביעו בעד מינויים. לעומת זאת, תחת שיטת "רוב קולות", מינויים אלה לא יאושרו, שכן לא הושגה תמיכתם של רוב בעלי המניות המשתתפים בהצבעה.

מאחר שבשיטת "רוב קולות" אישור מינויו של דירקטורים מותנה בתמיכה בשיעור הנגזר ממספר המשתתפים בהצבעה, משמעותה של התנגדות מצד בעל מניות היא הפחתת הסיכויים לאישור מינויו של מועמד, ועל כן תחת שיטה זו הצבעת הנגד מהווה אמצעי אפקטיבי במיוחד להשפעה על הליך המינוי. לעומת זאת, תחת שיטת "הרוב היחסי", שבה גורלו של מינוי תלוי רק במספר התומכים בו פוזיטיבית, הצבעת הנגד היא בעלת פוטנציאל נמוך יותר להביא לסיכול מינויו של מועמד לדירקטוריון, ובמקרים רבים השפעתה תהיה סמלית בלבד. לפיכך, נדמה ששיטת "רוב קולות" היא אמצעי אפקטיבי יותר להבטחת יכולתם של בעלי המניות לממש את זכותם להשפיע על קביעת הרכב הדירקטוריון ולקידום מובן זה של "דמוקרטיה תאגידית".

לפיכך אין זה פלא כי בארה"ב, שבה שיטת הרוב היחסי משלה בכיפה באופן היסטורי (ומהווה עד היום ברירת מחדל בדלוואר ובמרבית המדינות האחרות), נצפית במשך למעלה מעשור תנועה הדרגתית לשינוי בשיטת מינוי הדירקטורים ולאימוץ שיטת רוב הקולות, בין היתר באמצעות שינויי תקנון.³⁵ תנועה זו ניכרת בעיקר בחברות הגדולות בארצות הברית. כך, בעוד שבשנת 2006 רק 16% מהחברות הכלולות במדד S&P 500 עשו שימוש בצורה כלשהי של שיטת רוב הקולות, בשנת 2014 המספר עמד על 85%, ובשנת 2020 הגיע לכ-90%.³⁶

עם זאת, שיטת "רוב קולות" אינה חפה מקשיים, ויישומה כפשוטה עלול לעורר מגוון מורכבויות ולכן דורש ביצוע התאמות מסוימות בתקנון. כך, לדוגמה, ניתן לדמות תרחיש שבו בעל מניות אקטיביסט מבקש למנות

³¹ ראו: Stephen J. Choi, Jill E. Fisch, Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Does Majority Voting Improve Board Accountability?* 83 U. CHI. L. REV. 1119, 1124-5 (2016).

³² ראו להלן ה"ש 112 - 115.

³³ כך למשל נתונים שאספו Bubb & Catan מעידים על כך שרק כאחוז אחד מבין המינויים לדירקטוריונים של חברות ציבוריות בארצות הברית בין השנים 2010-2015 היו "uncontested". ראו: Ryan Bubb & Emiliano Catan, *The Party Structure of Mutual Funds* (working paper, 2020), 48.

³⁴ ראו: Choi & Fisch, Kahan & Rock, לעיל ה"ש 31, בעמ' 1121.

³⁵ ראו: Choi & Fisch, Kahan & Rock, לעיל ה"ש 31, בעמ' 1124 - 1125.

³⁶ שם, בעמ' 1127, וכן Kobi Kastiel & Yaron Nili, *The Corporate Governance Gap*, YALE. L. J. 1, 35 (forthcoming, 2021).

מספר מצומצם של דירקטורים, וטופס ההצבעה מטעמו הוא זה שזוכה למרבית הקולות; או תרחיש שבמסגרתו קולותיהם של בעלי המניות יתחלקו באופן שלא יעניק לדי מועמדים את הרוב הדרוש לבחירה לדירקטוריון. שני תרחישים אלה – שהסיכויים להתרחשותם גוברים כאשר מדובר בחברות בבעלות מבוזרת – עשויים להוביל לכך שלא ניתן יהיה לאישי את כל מושבי הדירקטוריון הפנויים בסיום הליך המינוי, ולכן מחייבים ביצוע התאמות בתקנון החברה.

בעייתיות זו הופיעה במסגרת הליך בחירה במחלוקת שהתנהל בחברת מלאנוקס, וסוקר בהרחבה בתקשורת הכלכלית.³⁷ באותה פרשה, קרן סטארבורד האקטיביסטית הגיעה לאחזקה של כ-10% ממניות החברה בתחילת 2018 והכריזה באופן חד צדדי על כוונתה להחליף את כל הדירקטורים המכהנים בחברה.³⁸ במקרים מסוג זה, ובהעדר הוראה המאפשרת בשימוש בכרטיס הצבעה מאוחד (universal proxy), נדרשים בעלי המניות לבחור באחד משני כרטיסי הצבעה – הכרטיס שבו מופיעים מועמדי החברה או זה שבו מופיעה רשימת הנציגים שהקרן האקטיביסטית מבקשת למנות. הצורך לבחור בכרטיס הצבעה אחד, ביחד עם העובדה שתקנון מלאנוקס אימץ את שיטת הבחירה ברוב קולות, עורר את חששה של החברה שלא ייבחרו מספיק דירקטורים לדירקטוריון החברה. זאת, משום שגם במקרה בו בעלי המניות יבחרו במיעוט מקרב הנציגים שמופיעים ברשימה של הקרן האקטיביסטית כדי לגוון את הרכב הדירקטוריון (מהלך מקובל בעימותים מהסוג הזה), בהעדר אפשרות לשלב בין כרטיסי ההצבעה, הם יהיו מחויבים להצביע רק באמצעות כרטיס ההצבעה של הקרן האקטיביסטית. או אז, המועמדים מטעם החברה לא יוכלו לקבל את הרוב הנדרש לבחירתם על פי תקנון החברה, והקרן האקטיביסטית תוכל להשתלט על דירקטוריון החברה גם אם רק מיעוט מן המועמדים שהציעה זכו לתמיכת רוב בעלי המניות.

חשש זה דחף את מלאנוקס לכנס אסיפת בעלי מניות מיוחדת, שבה נתבקשו בעלי המניות לאשר שימוש בשיטת "הרוב היחסי" במקרה של בחירה שנויה במחלוקת לדירקטוריון החברה (contested election), כך שדירקטוריון מלאנוקס יורכב ממועמדים שקיבלו את מספר הקולות הגבוה ביותר (ללא רף מינימום של 50% מקרב בעלי המניות). השינוי הנוסף שנתבקש הוא לעשות שימוש בכרטיס הצבעה אוניברסלי (במקום בשני כרטיסי הצבעה נפרדים), אשר יאפשר לבעלי המניות להצביע בעד כל שילוב של מועמדים, מבין נציגי החברה ונציגי הקרן האקטיביסטית, שיראו לנכון.³⁹ בעלי המניות אישרו שתי הצעות של החברה לשינוי התקנון, אולם בסופו של יום השימוש במנגנונים אלו לא נבחן בפועל כי הצדדים הגיעו לפשרה לפיה הקרן האקטיביסטית תמנה שלושה נציגים מטעמה לדירקטוריון החברה.⁴⁰

בישראל, בניגוד לארצות הברית, שיטת רוב הקולות למינוי דירקטורים היא זו שאומצה כברירת המחדל בחוק, ועל מנת לסטות ממנה נדרש שינוי בהוראות תקנון החברה.⁴¹ דומה כי מדובר בבחירה מוצדקת של

³⁷ ראו, למשל: שירי חביב ולדהורן "סטארבורד דורשת להחליף את דירקטוריון מלאנוקס" אחרי שנים של ביצועים חלשים", **גלובס** (18.1.2018) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001220353>; יורם גביזון "דירקטוריון מלאנוקס: סטארבורד מנסה להשתלט על החברה בלי לשלם פרמיה" **TheMarker** (12.3.2018) <https://www.themarker.com/markets/1.5893017>.

³⁸ שם.
³⁹ ראו: Mellanox to Hold Extraordinary General Meeting of Shareholders, NVIDIA (03.2018), <https://katr.net/2cac5c>; Tiffany Fobes Campion & Christopher R. Drewry & Joshua M. Dubofsky, ראו גם: *Latham & Watkins LLP, Universal Proxies: What Companies Need to Know*, HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE, <https://katr.net/d7d6c9>.

⁴⁰ ראו: דרור רייך "העימות הסתיים: מלאנוקס וסטארבורד הגיעו להסכם" **כלכליסט** – שוק ההון (20.6.2018), <https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3740649,00.html>; דירקטוריון - אך עדיין לא במלחמה" **כלכליסט** – שוק ההון (20.6.2018), <https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3738835,00.html>.

⁴¹ ראו ס' 85 לחוק החברות, שקובע כי החלטות באסיפה הכללית (ובכלל זה החלטות בנוגע למינוי דירקטורים) יתקבלו ברוב רגיל, אלא אם נקבע רוב אחר בחוק או בתקנון.

המחוקק הישראלי, שכן הניסיון האמריקאי מלמד על כך ששיטת הרוב היחסי מהווה ברירת מחדל שנדרשים מאמצים כדי לסטות ממנה.⁴² עם זאת, נדמה שהדין הישראלי בהקשר של יישום השיטה והשלכותיה אינו מפותח דיו, ונכון יהיה – במעלה הדרך – לנהל דיון מעמיק יותר בהשלכותיה של השיטה, כמו גם באופני קליטתה אל תוך המשפט הישראלי, וכן לשאוב תובנות מתוך הניסיון שנצבר עד כה במשפט האמריקאי (למשל, בהקשר של שימוש בשיטת במקרה של בחירות שנויות במחלוקת או בכל הנוגע לשימוש בכרטיס הצבעה אוניברסאלי).

חרף פוטנציאל ההשפעה של בעלי מניות – באמצעות קולותיהם – על תוצאותיהן של הצבעות על מינויי דירקטורים, מחקרים שנערכו בארצות הברית מלמדים כי מרבית הבחירות לדירקטוריון מסתיימות ברוב מוחץ לטובת הדירקטורים הנבחרים, הזוכים לתמיכה גורפת בקרב בעלי המניות.⁴³ במצב דברים זה, נשאלת השאלה האם יש ערך כלשהו בהצבעה נגד מינוי דירקטור מסוים, אם באחוז משמעותי מן המקרים אין בה כדי למנוע את אישורו במישור הפורמלי? בשאלה זו נפנה לדון כעת.

(ב) הצבעת נגד

חשיבותה העצמאית של הצבעה נגד מינויי דירקטורים נדונה בהרחבה בספרות התיאורטית והאמפירית בארצות הברית. בשנת 1993 פרסם המלומד ג'וזף גרונדפס מאמר שזכה לתהודה רבה, בו הוא קרא לבעלי מניות המתנגדים למינוי מועמדים לדירקטוריון להצביע נגד מינויים באסיפה הכללית, גם אם אין בהצבעות הנגד כדי לסכל את מינויים של אותם הדירקטורים.⁴⁴ הצעה זו זכתה לכינוי המפורסם "Just Vote No".⁴⁵

בבסיסו של רעיון זה ניצבה התפיסה שלפיה הפרסום השלילי הנלווה להצבעות הנגד בחברות ציבוריות – המחויבות לפרסם את מספר הקולות המתנגדים להצבעות – עשוי להרתיע את דירקטוריון החברה מלהתנהל באופן בלתי רצוי, ועל כן יש בכוחן של הצבעות אלה לשמש בידי בעלי המניות כאמצעי מחאה זול ואפקטיבי נגד תפקוד לקוי של דירקטוריון החברה,⁴⁶ ואף לתמרץ את החברה לבצע שינויים בתחומים מסוימים שביחס אליהם הביעו בעלי המניות את אי שביעות רצונם.⁴⁷

מידת יעילותן של הצבעות הנגד כאמצעי לפיקוח על הדירקטוריון נבחנה לאורך השנים בשורת מחקרים אמפיריים.⁴⁸ כך, נמצא כי התנגדות למינוי של דירקטור גוררת פרסום שלילי ופגיעה במוניטין החברה והדירקטור השנוי במחלוקת, אף אם אין בהתנגדות כדי לסכל את המינוי.⁴⁹ מחקר עדכני מספק ראיות

⁴² נתונים מראים שמחוז ל-500 החברות הגדולות, האפשרות לקבל אחוזי תמיכה יורדים משמעותית. ראו: Kobi Kastiel & Yaron Nili, *The Corporate Governance Gap*, YALE L. J. (forthcoming, 2021).

⁴³ ראו: Jie Cai, Jacqueline L. Garner & Ralph A. Walking, *Electing Directors*, 64(5) J. FIN. 2389 (2009) (באותו מאמר הראו החוקרים כי ברוב המוחץ של הבחירות לדירקטוריונים של חברות בארצות הברית, דירקטורים זוכים לתמיכה של למעלה מ-90%, כלומר תמיכה שחוצה באופן ברור ומשמעותי את רף ה-50% הדרוש לפי השיטה המחמירה יותר של "רוב קולות"). בדומה, פרסום של הבורסה של ניו יורק גם הוא מלמדנו שרוב הדירקטורים נבחרים לכהונה מחדש בתמיכה של רוב מוחץ מהקולות. כך, בשנת 2013, דירקטורים בחברות אמריקאיות זכו, בממוצע, בתמיכה בשיעור של 95 אחוזים עבור הארכת כהונתם. ראו: NYSE, *Corporate Governance Guide* 15 (December 2014).

⁴⁴ זאת, משום שבזמנו, ברוב המוחץ של החברות הייתה נהוגה שיטה של רוב יחסי. כזכור, בשיטה זו, בבחירות ללא מחלוקת, די בקול אחד כדי להביא לבחירה של דירקטור.

⁴⁵ ראו: Joseph A. Grundfest, *Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates*, 45 STAN. L. REV. 857 (1993).

⁴⁶ ראו: Grundfest, לעיל, בעמ' 905 ("Just vote no" is therefore a purely symbolic device that allows shareholders to cast a vote of no confidence in management).

ראו גם: Andrew R. Brownstein & Igor Kirman, *Can A Board Say No When Shareholders Say Yes – Responding to Majority Vote Resolutions*, 60 BUS. LAW 23, 46-7 & note 131 (2004) (מסבירים כיצד לעיתים, אף איום בהצבעה נגד עשוי להספיק כדי לגרום לחברה לאמץ את השינוי המבוקש).

⁴⁷ ראו: Marcel Kahan & Edward Rock, *The Insignificance of Proxy Access*, 97 VA. L. REV. 1347, 1421-5 (2011).

⁴⁸ ראו: Yaron Nili & Kobi Kastiel, *Competing for Votes*, 10 HARV. BUS. L. REV. 287, 303-304 (2020) (והפניות שם).

⁴⁹ ראו: Reena Aggrawal & Sandeep Dahiya & Nagpurnanand R. Prabhala, *The Power of Shareholder Votes*.

אמפיריות לכך שדירקטור שנתקל בהתנגדות למינויו, גם אם מונה לבסוף, סובל מהשלכות שליליות בהמשך הדרך: הסיכוי שיסיים כהונה לפני תום הכהונה, גבוה יותר מהסיכוי של דירקטור שלא נתקל בהתנגדויות בהצבעה על מינויו; הוא צפוי לאבד את מעמדו ואת חברותו בוועדות נחשבות של הדירקטוריון (ועדת הביקורת, התגמול והמינויים) בסבירות גבוהה יותר מדירקטור שלא נתקל בהתנגדויות בעת מינויו; וחברותו בדירקטוריונים של חברות אחרות עלולה להיפגע.⁵⁰ החוקרים Edward B Rock ו-Marcel Kahan מסבירים במאמרם כי יעילותן של הצבעות הנגד מותנית בכך שהן בעלות נפח מספרי ממשי ולא זניח, ומדגימים את טענתם בכך שדירקטורים שלמועמדותם התנגדו כ- 25% אחוז מבעלי המניות מוצאים עצמם בבעיה.⁵¹

זאת ועוד, במחקר אחר נמצא כי קמפיינים מסוג "Just Vote No" שניהלו משקיעים מוסדיים בחברות ציבוריות בארה"ב עשויים להביא לשיפור בביצועי החברות שהיו יעד לאותם קמפיינים, אף במקרים החורגים ממינוי דירקטורים גרידא.⁵² מחקר נוסף של Cai, Garner ו-Walking שהתפרסם בשנת 2009, מלמד כי הצבעת הנגד מהווה אמצעי בידי בעלי מניות להבעת דעתם, אף במסגרת בחירות ללא מועמד נגדי שבהן ברור שהיכולת שלהם לסכל מינויו של דירקטור מוגבלת במידה רבה.⁵³

בניסיון להתחקות אחר הנסיבות שבהן נעשה שימוש באמצעי של הצבעת נגד, הספרות המחקרית מצביעה על מגוון פרמטרים מרכזיים העשויים לעודד הצבעת נגד מינוי מועמד לדירקטוריון: ראשית, לרמת הממשל התאגידי של החברה קשר הדוק לשיעור תמיכתם של בעלי המניות במועמדים לכהונה בדירקטוריון.⁵⁴ כפי שמראים מחקרים אמפיריים, דירוגים נמוכים במדדי ממשל תאגידי מתרגמים לרוב לשיעור תמיכה נמוך יותר במועמדים לדירקטוריון.⁵⁵ שנית, להרכב הדירקטוריון ומידת עצמאותו ישנה השפעה ניכרת על אופן ההצבעה של בעלי המניות. כך, נמצא כי דירקטוריון הכולל מספר רב יותר של דירקטורים, ובפרט דירקטורים בלתי תלויים, עשוי לזכות לתמיכה גדולה יותר מצד בעלי המניות במסגרת הצבעות להארכת כהונה ומינוי לדירקטוריון.⁵⁶ שלישית, ביצועי הדירקטור הנדון וכהונתו בחברות נוספות במקביל משפיעים גם הם על אופן הצבעתם של בעלי מניות בהליך המינוי לדירקטוריון. בפרט, ניתן להצביע על שתי אינדיקציות עיקריות לביצועי דירקטורים המשפיעות על אופן ההצבעה: נוכחות בישיבות הדירקטוריון

⁵⁰ ראו: Kahan & Rock, לעיל ה"ש 47, בעמ' 1419 (מסבירים כיצד באותו המקרה, ההתנגדות הנרחבת למינויים של הדירקטורים הובילה את בעלי המניות לבטל את המבנה של "דירקטוריון מדורג" ובמקומו להעמיד את הדירקטורים לבחירה מחדשת מידי שנה). בנוסף, היו גם מקרים שבהם חברות ראו בשיעור התנגדות של בין 15% ל- 20% כבעייתי וקימו הצבעה נוספת בניסיון לצבור יותר קולות בעד מינוי של דירקטור. ראו: Kahan & Rock, לעיל ה"ש 47, בעמ' 20-1419; ראו גם: Choi, Fisch & Kahan, לעיל ה"ש 10, בעמ' 63 (מגדירים התנגדות משמעותית של בעלי מניות ככזו שעומדת על 30% או יותר מכוח ההצבעה); לבסוף, ראו: Diane Del Guercio, Laura Seery Cole & Tracie Woidtke, *Do Boards Pay Attention When Institutional Investor Activists "Just Vote No"?*, 90 J. FIN. ECON. 84, 89 (2008). (מגדירים התנגדות שעומדת על 20% או יותר כהתנגדות משמעותית).

⁵¹ ראו: Kahan & Rock, לעיל ה"ש 47, בעמ' 1419 (מסבירים כיצד באותו המקרה, ההתנגדות הנרחבת למינויים של הדירקטורים הובילה את בעלי המניות לבטל את המבנה של "דירקטוריון מדורג" ובמקומו להעמיד את הדירקטורים לבחירה מחדשת מידי שנה). בנוסף, היו גם מקרים שבהם חברות ראו בשיעור התנגדות של בין 15% ל- 20% כבעייתי וקימו הצבעה נוספת בניסיון לצבור יותר קולות בעד מינוי של דירקטור. ראו: Kahan & Rock, לעיל ה"ש 47, בעמ' 20-1419; ראו גם: Choi, Fisch & Kahan, לעיל ה"ש 10, בעמ' 63 (מגדירים התנגדות משמעותית של בעלי מניות ככזו שעומדת על 30% או יותר מכוח ההצבעה); לבסוף, ראו: Diane Del Guercio, Laura Seery Cole & Tracie Woidtke, *Do Boards Pay Attention When Institutional Investor Activists "Just Vote No"?*, 90 J. FIN. ECON. 84, 89 (2008). (מגדירים התנגדות שעומדת על 20% או יותר כהתנגדות משמעותית).

⁵² ראו: Cai, Garner & Walking, לעיל ה"ש 43, בעמ' 2404. החוקרים בחנו מדגם שכלל 2,488 בחירות שנערכו בשנים 2003 - 2005, מתוכן 2,484 בחירות ללא מחלוקת. הם מצאו שדירקטורים שנבחרו בשנה החולפת בפחות מ- 75% מיישובות הדירקטוריון זכו לכ- 14% פחות מהקולות שקיבלו חבריהם; ודירקטורים שנגד מינויים המליצה חברת הייעוץ למוסדיים המובילה בארצות הברית - ה- ISS - זכו לכ- 19% פחות מהקולות שקיבלו חבריהם.

⁵³ ראו: Randall S. Thomas & Patrick C. Tricker, *Shareholder Voting in Proxy Contests for Corporate Control*, 70 OKLA. L. REV. 9, 50-52 (2017). *Uncontested Director Elections and Management Proposals: A Review of the Empirical Literature*.

⁵⁴ ראו: Cai, Garner & Walking, לעיל ה"ש 43, בעמ' 2399 - 2408. שיעורי ההצבעה הנמוכים יותר נובעים מכך שבעלי מניות המשתתפים בהצבעה נמנעים מלתמוך במועמד החברה ותחת זאת עושים שימוש באמצעי של הצבעת נגד.

⁵⁵ שם.

וכהונה במקביל כדירקטורים בחברות נוספות.⁵⁷ מחקרים אמפיריים מלמדים כי השתתפות נמוכה יותר של הדירקטור בשיבות הדירקטוריון בחברה מיתרגמת לשיעור תמיכה נמוך יותר בקרב בעלי המניות. כמו כן, נמצא כי ככל שהמועמדים "עסוקים יותר", קרי מכהנים כדירקטורים במספר רב יותר של חברות חיצוניות, כך קטן שיעור התמיכה בהם במסגרת הליך המינוי לדירקטוריון החברה.⁵⁸ **רביעית**, מחקרים מצביעים על קשר מובהק בין נטייתן של קרנות נאמנות אחרות בחברה לתמוך במינוי המועמד לבין הצבעתה של קרן הנאמנות הקונקרטי. בפרט, נמצא כי קרנות נאמנות נוטות לתמוך יותר בדירקטורים אשר זכו לשיעור תמיכה גבוה מצד קרנות הנאמנות האחרות המשקיעות בחברה (Peer Effect).⁵⁹

בארצות הברית הצבעת הנגד מהווה כלי מקובל שהשימוש בו בידי משקיעים מוסדיים נמצא במגמת עלייה בשנים האחרונות. כלי זה אינו ממוקד בהבעת חוסר שביעות רצון ממועמדותו של דירקטור מסוים, אלא משמש גם כאמצעי מחאה שאינו מכוון כלפי ביצועיו של דירקטור ספציפי, ונועד לאלץ את הדירקטוריון להיות קשוב לעמדת בעלי המניות ביחס לסוגיות שונות מתחום הממשל התאגידי (מדיניות קביעת שכר מנהלים; גיוון מגדרי בדירקטוריון וכיוצ"ב).⁶⁰

הכרה בכוחן ובחשיבותן של הצבעות נגד ניתן למצוא גם בישראל. כך, למשל, במסגרת "שולחן עגול" שיזמה רשות ניירות ערך הישראלית בשנת 2013 הוכרה חשיבותה של הצבעת הנגד כאקט הצהרתי, גם בנסיבות שבהן אין בה כדי להכריע את גורל ההצבעה.⁶¹ במישור המעשי, דומה כי התופעה זוכה למקום צנוע יותר בשיח הממשל התאגידי בישראל בהשוואה לזה המתקיים בארצות הברית.⁶² במסגרת מחקר זה ננסה לאמוד את היקפה של התופעה בישראל בהקשר הספציפי של מינוי דירקטורים באופן מדויק יותר ובהתבסס על נתונים עדכניים; לאפיין את המצבים שבהם מקובל לעשות שימוש בכלי של הצבעות נגד בישראל ואת המטרות שלשמן הוא מופעל; וכן לעמוד על טעמים אפשריים לשוני בין ארצות הברית לישראל באופן ההתייחסות לכלי זה, כמו גם בהיקף ובאופן השימוש בו.

3. הצעה אקטיבית של מועמדים לדירקטוריון

שאלה מרכזית בהקשר של הליכי מינוי דירקטורים קשורה בזיהויו של הגורם בחברה אשר מופקד על הצעת המועמדים להצבעה באסיפה הכללית. שאלה זו עשויה להיות חשובה במיוחד נוכח העובדה שבמרביתם

⁵⁷ ראו: Cai, Garner & Walking, לעיל ה"ש 43, בעמ' 2402-2407; Thomas & Tricker, לעיל ה"ש 54, בעמ' 52. כך עולה מהמחקר עולה כי דירקטורים המשתתפים בפחות מ-75% משיבות הדירקטוריון בחברה זוכים ב-14% פחות קולות בקרב בעלי המניות.

⁵⁸ שם.
⁵⁹ Gregor Matvos & Michael Ostrovsky, *Heterogeneity and peer effects in mutual fund proxy voting*, 98 J. FIN. ECON. 90, 97-100 (2010) (Mutual funds are more likely to vote "for" a director if they think other funds are more likely to vote "for" her as well. As the results show, if the average vote of other funds increases by 10%, a fund becomes 6.3% more likely to vote for a director). בשנת 2003, אימץ ה-SEC כלל חדש המחייב את קרנות הנאמנות בארצות הברית לדווח על אופן ההצבעה שלהם במסגרת מינוי מועמדים לדירקטוריון. החוקרים בחנו במאמרם את דפוסי ההצבעה של מספר קרנות נאמנות במסגרת בחירות לדירקטוריון בשנים 2003-2005, לאחר אימוץ כללי ה-SEC ומצאו קשר מובהק בין נטייתן של קרנות נאמנות אחרות לתמוך במינוי המועמד לבין הצבעתה של קרן הנאמנות הקונקרטי.

⁶⁰ ראו: Yaron Nili & Kobi Kastiel, *The Giant Shadow of Corporate Gadflies*, 94 S. CAL. L. REV. (Forthcoming 2020); Michal Barzuza et al., *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, 93 S. CAL. L. REV. (Forthcoming 2020).

⁶¹ ראו: "שולחן עגול בנושא אקטיביזם מוסדי בשמירה על ממשל תאגידי והגנה על עניינם של המשקיעים" **רשות לניירות ערך** (7.5.2013), http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7685.pdf; ראו: "שלומי ברכה, מנכ"ל פסגות גמל ופנסיה: הגם שיש משמעות הצהרתית לעמדת הגופים המוסדיים, אין הצדקה לחייב השתתפות רגולטורית מקום בו לגופים המוסדיים אין יכולת להשפיע. יחד עם זאת, יתכן בהחלט שיהיו נסיבות בהן הגופים המוסדיים יראו לנכון להצביע מיוזמתם **כאקט הצהרתי**". השווה עם: "אלי בבלי, יו"ר איגוד קרנות הנאמנות: אקטיביזם אמיתי בא לידי ביטוי כאשר קיימת חובת השתתפות גם באסיפות בהן אין לגופים המוסדיים יכולת השפעה". ובהמשך: "איתי מקמל, מנכ"ל עמדה: חשוב שהמוסדיים יצביעו גם בשברי אחוזים, כדי לנצל את הכוח הקולקטיבי שיש למוסדיים. מסכים כי יש משמעות לנראויות וראוי שהגופים המוסדיים יצביעו לפיכך גם בנושאים שונים המובאים לאישור בעלי המניות באסיפות גם במידה ואין בכוחם את היכולת להשפיע." [ההדגשות אינן במקור].
⁶² ראו דיון בפרק ב'.

המוחלטת של המקרים, מועמד המוצע לכהונה ייבחר בסופו של דבר על-ידי האסיפה.⁶³ בחלק זה נעמוד בקצרה על הגישות השונות בעניין זכותם של בעלי מניות להציע באופן אקטיבי מועמדים לדירקטוריון מטעמם, כמו גם על הכלים העיקריים העומדים לרשות בעלי המניות בבואם לעשות כן.

השאלה האם נכון לאפשר לבעלי מניות למנות דירקטורים מטעמם נתונה לוויכוח ארוך שנים בספרות. לצד הקולות התומכים בהגברת מעורבותם של בעלי מניות מהציבור, ובכללם גופים מוסדיים, בהליכי קבלת ההחלטות בחברות בהן הם משקיעים, נשמעות גם עמדות חשדניות יותר אשר מבקשות לצמצם מעורבות זו, ואף להגבילה למצבים שבהם היא מהווה "מוצא אחרון".⁶⁴ גישה ספקנית זו מצאה ביטוי, בין היתר, במאמרו של Martin Lipton, הסבור כי הגברת מעורבותם הישירה של בעלי מניות מהציבור בקביעת הרכב הדירקטוריון כרוכה בעלויות רבות ואינה רצויה גם ממספר טעמים מהותיים.⁶⁵ ראשית, התנהלותם של משקיעים מסוימים, כדוגמת קרנות גידור הפועלות על בסיס יעדים קצרי טווח, מעוררת את החשש שמא אלה יבקשו לקדם אינטרסים צרים של לקוחותיהם על חשבון טובת כלל בעלי המניות.⁶⁶ שנית, העמדת כהונת הדירקטורים בסיכון מתמיד של התערבות חיצונית מצד בעלי מניות המעוניינים להחליפם עשויה לפגוע הן במרקם היחסים שבין הדירקטורים לבין ההנהלה והן בעצמאות שיקול דעתם של הדירקטורים המכהנים, להוביל לשמרנות יתר מצד הדירקטורים, ולהיתרגם לפגיעה בהשגת יעדים רצויים לחברה בטווח הרחוק.⁶⁷

חרף גישה ספקנית זו, אנו עדים בשנים האחרונות להכרה הולכת וגוברת בחשיבות מעורבותם של בעלי מניות מהציבור בהליכי מינוי לדירקטוריון.⁶⁸ ניתן להצביע על מספר טעמים מרכזיים הניצבים בבסיסה של מגמה זו: ראשית, מעורבות אקטיבית של בעלי מניות מהציבור בקביעת הרכב הדירקטוריון היא אמצעי חשוב והכרחי לפיקוח על הדירקטוריון, למיתון הטייתו לטובת בעל השליטה או ההנהלה, ולהבטחת פעולתו לטובת קידום האינטרסים של כלל בעלי המניות. חשש זה מפני הטייתו המבנית של הדירקטוריון מתקיים הן בחברות עם מבנה בעלות ריכוזי, שבהן הכוח האפקטיבי למנות חברי דירקטוריון מסור לבעל השליטה,⁶⁹ והן בחברות עם מבנה בעלות מבוזר והנהלה דומיננטית, המציעה על-פי רוב את שמות המועמדים לדירקטוריון.⁷⁰ שנית, מעורבות אקטיבית בקביעת הרכב הדירקטוריון מאפשרת לבעלי מניות מהציבור להגן על זכויותיהם ובכך מגבירה את אמון המשקיעים בשוק ואת נכונותם לסכן את כספיהם. על כן, הגברת מעורבותם של בעלי המניות עשויה לתמרץ כניסתם של משקיעים חדשים לשוק ולתרום לפיתוחו של שוק ההון בכללותו.⁷¹ חשיבותה של מעורבות בעלי מניות מהציבור בהליכי מינוי דירקטורים מתחדדת בהקשר

⁶³ ביחס למינויים בארצות הברית ראו ה"ש 43. ביחס למינויים בישראל ראו להלן בפרק ב' למאמר זה.
⁶⁴ ראו למשל: 601, 627 UCLA L. REV. 53, Stephen Bainbridge, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53 (2006) ("Importantly, however, like all accountability mechanisms, shareholder voting must be constrained in order to preserve the value of authority ... Accordingly, shareholder voting is properly understood not as an integral aspect of the corporate decisionmaking structure, but rather as an accountability device of last resort to be used sparingly, at best.")

⁶⁵ Martin Lipton & William Savitt, *The Many Myths of Lucian Bebchuk*, 93 VA. L. REV. 733-740 (2007)

⁶⁶ שם, בעמ' 744-47.

⁶⁷ שם, בעמ' 748-49.

⁶⁸ בהקשר זה, ראו, למשל, את מדיניות ההצבעה של חברת "אנטרופי" שמיעצת בין היתר לגופים מוסדיים כיצד להצביע באספות כלליות של חברות ציבוריות שבהן הם משקיעים. אנטרופי, מדיניות הצבעה בעת הפעלת proxy אספות כלליות לשנת 2019-2020 (מרץ 2019), בעמודים 6 – 7 (אנטרופי מעודדת משקיעים מוסדיים להציע מועמדים מטעמם, ומצהירה כי תתמוך במועמדים שיציעו המוסדיים וכן תתמוך בהחלטות של דירקטורים חיצוניים שהוצעו על ידי מוסדיים).

⁶⁹ ראו: Bebchuk & Hamdani, לעיל ה"ש 12. ראו גם: דיאנה בחור-ניר וניב רחימי "הדח"צים שוכבים על הרצפה ואומרים 'כן'. פעם לנוחי, פעם לתשובה, פעם לפישמן" **כלכליסט** – בארץ (15.06.2018)

⁷⁰ <https://www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3740149,00.html>

⁷¹ אסף חמדני וקובי קסטיאל "בעלות מבוזרת, שליטה ושיתופי פעולה בין גופים מוסדיים במינוי דירקטורים" **המשפט** כו 265, 274 (2021).

⁷² Bernard S. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 UCLA L. REV. 781, 783 (2001)

של גופים מוסדיים, אשר נתפסים כ"שומרי הסף" של התאגיד.⁷² כך, מחקרים אמפיריים של לוסיאן בבצ'וק ושותפיו מלמדים כי אקטיביזם של קרנות גידור עשוי להועיל לחברה ולהביא לשיפור בביצועיה ובערכה לאורך זמן.⁷³ כמו כן, נמצא כי קיים מתאם חיובי בין שיעור ההחזקה של גופים מוסדיים במניותיה של חברה לבין נטייתה לבצע השקעות ארוכות טווח, כדוגמת קידום מחקר ופיתוח.⁷⁴ מכאן, שגופים מוסדיים אינם מתמקדים בהכרח בהשאת רווחים מידיים, ומכוונים באופן רחב יותר לתוצאות כלכליות לאורך זמן.

מבחינה מעשית, הצעת מועמדים לדירקטוריון מטעם בעלי מניות מהציבור ניתנת לביצוע בשתי דרכים מרכזיות. הדרך האחת היא הגשת טופס הצבעה עצמאי, המנותק מטופס ההצבעה מטעם החברה ומכיל רשימת מועמדים נפרדת. אולם, הגשת טופס הצבעה עצמאי כרוכה בעלויות משמעותיות (עריכת הטופס, הפצתו לבעלי המניות, וכו'), אשר עלולות לפגוע בתמריציהם של בעלי מניות מהציבור לפעול, ובכך לצמצם את מידת מעורבותם בהליכי מינוי דירקטורים אל מתחת לרף הרצוי. בנוסף, כוחה המשמעותי של ההנהלה והאמון לו היא זוכה מצד בעלי המניות, מציבים את בעל המניות האקטיביסט במקרים רבים בעמדת נחיתות מובנית.⁷⁵ הדרך השנייה היא גישה לטופס ההצבעה של החברה (Proxy Access), ובמסגרתה בעלי המניות האקטיביסטים מצרפים את שמותיהם של המועמדים מטעמם לטופס ההצבעה של החברה לצד המועמדים שהציגה. באופן זה, ההצבעה על כלל המועמדים מתבצעת במסגרת מאוחדת באמצעות טופס הצבעה יחיד.

בישראל, חוק החברות מעגן בחקיקה את הדרך השנייה, ומאפשר לבעלי המניות של החברה גישה ישירה להליך הבחירה של הדירקטורים. כפי שנקבע בחוק, בעל מניות רשאי לפנות לחברה ולבקש ממנה לשלוח הודעת עמדה מטעמו ליתר בעלי המניות בחברה, וזאת, לקראת כינוסה של האסיפה הכללית ובקשר לנושאים שעל סדר יומה של האסיפה – לרבות מינויים ופיטורין של דירקטורים.⁷⁶ בנוסף, חוק החברות מאפשר לבעל מניות המחזיק 5% לפחות מזכויות ההצבעה בחברה לבקש זימון של אסיפה מיוחדת;⁷⁷ ולבעל מניות המחזיק 1% לפחות מזכויות ההצבעה – לבקש להוסיף נושא לדיון באסיפה הכללית של החברה.⁷⁸

ההסדר הקבוע בחוק החברות הישראלי מיטיב באופן יחסי עם בעלי מניות מהציבור. לשם ההשוואה, חוק החברות הבריטי מאפשר לבעל מניות המחזיק למעלה מ-5% מזכויות ההצבעה בחברה להציע מועמד לדירקטוריון.⁷⁹ בארצות הברית, לעומת זאת, זכותם של בעלי המניות להשתתף באופן פעיל בהליכי מינוי דירקטורים כלל אינה מהווה ברירת מחדל. חלף זאת, חברות **רשאיות** לקבוע בתקנון כי לבעלי מניותיהן תהיה הזכות לפנות ולהציע מועמדים מטעמם לכהונה בדירקטוריון, בכפוף לתנאים מסוימים.⁸⁰ אחד

⁷² דו"ח ועדת גושן, לעיל ה"ש 25, בעמ' 38.

⁷³ כך, מראה בבצ'וק במחקרו בנושא קרנות גידור אקטיביסטיות, כי לא הוכח שפעילות אקטיביסטית פוגעת בחברה בטווח הארוך ואף להפך – ממצאים אמפיריים מוכיחים כי אקטיביזם מסוג זה מועיל לחברה ומביא לשיפור בביצועיה ובערכה לאורך זמן. ראו: Lucian A. Babchuk, *The Myth that Isolating Boards Serves Long-Term Value*, 113 COLUM. L. REV. 1637 (2013). ראו גם: Lucian A. Babchuk, Alon Brav & Wei Jiang, *The long-term effects of hedge fund activism*. No. w21227. National Bureau of Economic Research (2015).

⁷⁴ Mark J. Roe, *Corporate Short-Termism – In The Boardroom and in the Courtroom*, 68 BUS. LAW. 977, 993-96 (2013).

⁷⁵ Gary S. Hansen & Charles WL Hill, *Are institutional investors myopic? A time-series study of four* (2013). ראו גם: Bernard S. Black, *technology-driven industries*, 12(1) STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL 1 (1991).

⁷⁶ לבסוף, ראו: *Agents watching agents: The promise of institutional investor voice*, 39 UCLA L. REV. 811 (1991).

⁷⁷ ראו: Scott Hirst, *Universal Proxies*, 35 YALE J. ON REG. 437 (2018).

⁷⁸ ס' 87(א)(1), ס' 88 לחוק החברות.

⁷⁹ ראו: ס' 63(ב)(2) לחוק החברות.

⁸⁰ ראו: ס' 66(ב) לחוק החברות.

⁸¹ ראו: Companies Act, 2006 §338, §303.

⁸² ראו: Delaware General Corporation Law (DGCL), §112-§113.

ראו גם התייחסות של בית המשפט הצינסי של דלוואר לסעיפים הללו: Yucaipa Am. Alliance Fund II, L.P. v. Riggio, 1 A.3d 310, 356 n. 244 (Del. Ch. 2010) ("the stockholders of Delaware corporations have the authority to adopt potent bylaws shaping a more competitive election process. Sections 112 and 113 of the DGCL give stockholders the chance to shape their own company-specific approach to issues like proxy access and to require the corporation to reimburse even a losing proxy insurgent for expenses. See 8 Del. C. §§ 112, 113.")

הקשיים הבולטים בהסדר האמריקאי הוא המורכבות שנוצרת בעקבות קיומם של שלל מודלים חלופיים ליישום המנגנון ומעוררת חשש מכך שההנהלה תנצל את כוחה כדי לאמץ מודל מורכב שיהיה קשה ליישום בפועל.⁸¹

בהמשך לדברים האמורים, מהספרות המחקרית עולה כי גופים מוסדיים בארצות הברית ובבריטניה נמנעים מלעשות שימוש באפשרות זו.⁸² אחד ההסברים המרכזיים לתופעה זו נעוץ בבעיית האדישות הרציונלית המאפיינת בעלי מניות במבנה בעלות מבוזר, ומגבילה את מעורבותם האקטיבית של בעלי המניות בהליך המינוי לדירקטוריון.⁸³ בארצות הברית מתווספים להסבר זה טעמים נוספים אשר נגזרים ממאפייניו הייחודיים של שוק ההון המקומי. **ראשית**, כללי הדיווח הפדרליים מחייבים בעלי מניות שמחזיקים במעל 5% ממניות חברה ציבורית ומתכוונים להשפיע על השליטה בחברה (לרבות השפעה על הרכב הדירקטוריון) לעמוד במשטר גילוי קפדני, ועל כן מהווים תמרץ שלילי למעורבות מוסדיים במינוי דירקטורים.⁸⁴ **שנית**, גופים מוסדיים חוששים מפני חבות בגין סחר במידע פנים בשל האפשרות לחשיפה למידע שאינו פומבי על החברה דרך דירקטורים שימונו מטעמם.⁸⁵ **שלישית**, גופים מוסדיים מעוניינים להימנע מלהיתפס כשחקנים אקטיביסטיים בעלי כוח רב בשוק ההון – דבר אשר עלול לעורר נגדם מתקפה פוליטית ורגולטורית.⁸⁶

שוק ההון בישראל מתאפיין בדינאמיקה שונה, ועל כן מעורר סוגיות נפרדות. מחד, בישראל לא קיימות פעילות משמעותית של קרנות גידור.⁸⁷ מנגד, מקומם המרכזי של המשקיעים המוסדיים עשוי לספק תמיכה לבחירת המחוקק לאמץ הסדרים המיטיבים עם בעלי המניות מהציבור, ובכלל זה האפשרות למנות דירקטורים מטעמם באמצעות גישה לטופס ההצבעה של החברה כברירת מחדל, ומתן אפשרות נוחה להגשת הודעת עמדה.⁸⁸ מכל מקום, דומה כי בחינה אמפירית של האופן וההיקף שבהם זכות בעלי המניות למנות דירקטורים ממומשת בפועל היא בעלת חשיבות מכרעת בהקשר של פיתוח ההסדר הקבוע בחוק החברות ועיצוב גבולותיו.

4. גופי הייעוץ

מעורבותם של משקיעים מוסדיים בהתנהלותן השוטפת של חברות ובהצבעה באסיפה הכללית כרוכה בעלויות משמעותיות עבור הגופים המוסדיים, אשר נובעות מהצורך בהתארגנות אדמיניסטרטיבית ובניתוח הסוגיות העומדות להצבעה. לאור האמור, קיים חשש כי הרצון לחסוך בעלויות יוביל משקיעים מוסדיים לבחור ב"קיצורי דרך" שונים, כדוגמת הצבעה לפי מדיניות נוקשה שנקבעה מראש, ללא תלות במאפייניה

⁸¹ Hirst, ראו לעיל ה"ש 75. ראו גם: Yaron Nili & Kobi Kastiel, *Competing for Votes*, 10 HARV. BUS. L. REV. 287 (2020).

⁸² לסקירה מקיפה, ראו חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 70. בהקשר של היוזמה האמריקאית, Kahan & Rock סברו כי אף אם תתאפשר לבעלי מניות להציג מועמדים לדירקטוריון שאינם המועמדים שהציגה החברה, מעט מאוד בעלי מניות ינצלו את ההזדמנות וגם אז ככל הנראה לא יצליחו לשבץ מועמדים מטעמם לכהונה בדירקטוריון, ראו: Kahan & Rock, לעיל ה"ש 47, בעמ' 1351-2. בהקשר של בריטניה, ראו: Sophie Nachemson-Ekwall & Colin Mayer, *Nomination Committees and Corporate Governance: Lessons from Sweden and the UK*, 12 SAÏD BUSINESS SCHOOL WP, 8-9 (2018).

⁸³ ראו: Nachemson-Ekwall & Mayer, לעיל ה"ש, בעמ' 8 – 10. מסיבה זו, חברות בבעלות מבוזרת מגלות נטייה להסתמך יותר על מנגנון מינוי פנימי בדמות ועדת מינויים להצעת מועמדים לכהונה לדירקטוריון.

⁸⁴ חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 70, עמ' 286.

⁸⁵ חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 70, עמ' 286.

⁸⁶ חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 70, עמ' 287.

⁸⁷ חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 70, עמ' 270.

⁸⁸ למחקר המעיד על הכמות המצומצמת של הודעת עמדה שהוגשו בעבר, ראו דב סלומון "אדישות רציונלית של בעלי מניות: כיצד לעורר את ציבור המשקיעים מתרדמתו?" **עיוני משפט** 317, 358 (2016) ("אכן, היקף השימוש במנגנון הודעות העמדה בישראל מצומצם מאוד: בשנת 2012 שלחו בעלי מניות רק 14 הודעות עמדה מטעמם; בשנת 2013 ניצלו בעלי המניות את מנגנון הודעות העמדה 10 פעמים בלבד; ובשנת 2014 ירד היקף השימוש של בעלי המניות במנגנון זה לשפל של 7 הודעות עמדה"). יובהר כי במספר זה נכללות לא רק הודעות בעניין מינוי או פיטורין של דירקטורים, אלא הודעות העוסקות במכלול הנושאים שמאפשר חוק החברות לכלול בהודעות מסוג זה.

הייחודיים של כל חברה ומבלי להביא בחשבון את מערך הנסיבות הספציפי המתקיים בכל מקרה; "יישור קו" עם הצעות ההנהלה בהקשר של מינוי דירקטורים; או מיקור חוץ (outsourcing) של תהליך ההתארגנות להצבעות, ואף של ההצבעות עצמן, לחברות ייעוץ למשקיעים מוסדיים (Proxy Advisory Services).⁸⁹

ואכן, השפעתם של גופי הייעוץ לא פסחה על שוק ההון הישראלי, ובמרוצת השנים הפכו גופים אלה לשחקנים בולטים בו, אשר ממלאים תפקיד מרכזי בתהליך מימוש זכויות ההצבעה על-ידי המשקיעים המוסדיים. מעורבותם של גופי הייעוץ בהליכי מינוי דירקטורים זכתה לתנופה משמעותית בשנת 2007 בעקבות המלצותיה של ועדת חמדני, שקבעה כי יש לעודד את המשקיעים המוסדיים להיעזר בגופי ייעוץ מקצועיים לצורך גיבוש המלצות הצבעה, וזאת בשל תרומתם לשיפור הליך קבלת ההחלטות בגופים המוסדיים וסיועם בהפחתת העלויות הכרוכות בכך.⁹⁰ ואולם, מגמה זו עשויה להשתנות בעתיד. בעת האחרונה עלתה לכותרות יוזמה של ראש רשות שוק ההון, שמטרתה העיקרית היא להגביר את שיקול הדעת המופעל על ידי גופים מוסדיים בהצבעות ולעודד ביצוע אנליזה עצמאית, תוך הפחתת ההסתמכות על המלצותיהן של חברות הייעוץ החיצוניות.⁹¹ יוזמה זו, אשר מבקשת לקרוא תיגר על המשך פעילותן של חברות הייעוץ בישראל, משתלבת בדיון העקרוני בדבר חשיבות מעורבותם של גופי הייעוץ ומקומם בנוף התאגידי.

מחד, ניתן לטעון כי לגופי הייעוץ השפעה חיובית על שוק ההון, אשר חורגת מטובת הגופים המוסדיים השוכרים את שירותיהם. כך, למשל, הסתמכות על גופים מקצועיים ובלתי-תלויים בגיבוש אופן ההצבעה עשויה לסייע בהתמודדות עם החשש מפני ניגוד עניינים פוטנציאלי של הגופים המוסדיים בחברות שבהן הם משקיעים, ואף לשפר את איכות קבלת ההחלטות באסיפה הכללית. בנוסף, הסתייעות בגופי הייעוץ עשויה להוזיל באופן משמעותי את העלויות הכרוכות בתהליך קבלת ההחלטות ואיסוף המידע ובכך לסייע, במידה רבה, בהתגברות על בעיית הפעולה המשותפת של המשקיעים המוסדיים ועל תופעת האדישות הרציונלית המאפיינת את התנהלותם. מאידך, המתנגדים לשימוש הגובר בשירות של גופי ייעוץ מצביעים על הסיכונים הפוטנציאליים הטמונים בפעילותם, ובכללם היעדר שקיפות וניגודי עניינים.⁹² החשש מפני תופעות אלה מתעצם נוכח הריכוזיות הרבה המאפיינת את שוק הייעוץ בישראל.

לצד הדיון העקרוני בהצדקת מעורבותם של גופי הייעוץ בהליכי קבלת ההחלטות בגופים המוסדיים, ישנה חשיבות רבה לשאלה מהי השפעתם המעשית על דפוסי ההצבעה של המשקיעים המוסדיים, ובפרט בהקשר של מינוי דירקטורים. כך, למשל, מספר מחקרים אמפיריים שנערכו בארצות הברית מצביעים על קשר חיובי בין המלצת הגוף המייעץ לבין שיעור התמיכה במועמד לדירקטוריון בהצבעה באספה הכללית. בדומה לכך, נמצא כי המלצה שלילית של גוף הייעוץ ביחס למועמד מנבאת שיעור תמיכה הנמוך ב-19% בקרב המשקיעים המוסדיים בחברה.⁹³ עם זאת, למיטב הבנתנו, אין בנמצא מחקרים מקבילים בישראל אשר בוחנים את

⁸⁹ ראו: Choi, Fisch & Kahan, לעיל ה"ש 10, בעמ' 38.

⁹⁰ דו"ח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 26. לתיאור של התפתחות שוק הייעוץ בישראל, לאחר ועדת חמדני, ראו: דניס ורשבסקי וגיתית גור גרשגורן "נייר עבודה: הצבעות באסיפות כלליות של חברות, דפוסי ההצבעות של הגופים המוסדיים אל מול המלצות ייעוץ הפרוקסי" 18 – 22 (רשות ניירות ערך, ספטמבר 2011).

⁹¹ אסא ששון "משה ברקת למוסדיים: אין צורך באנטרופי" TheMarker – שוק ההון (21.5.2019), <https://www.themarker.com/markets/1.7271508>; עידו באום "ברקת מחסל את אנטרופי בלי הצדקה" TheMarker – שוק ההון (28.5.2019), <https://www.themarker.com/markets/premium-1.7298282>; רחלי בינדמן "ברקת התיש את אנטרופי: יוצאת מתחום הייעוץ לאסיפות כלליות" כלכליסט – שוק ההון (24.12.2019), <https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3776386,00.html>.

⁹² לפירוט נוסף ראו להלן ה"ש 165.
⁹³ ראו: Cai, Garner & Walking, לעיל ה"ש 43, בעמ' 2404. ראו גם: Stephen Choi et al., *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?* 59 EMORY L. J. 869, 903 (2010).

השפעת ההמלצות של גופי הייעוץ, ובפרט של אנטרופי, על דפוסי ההצבעה של המוסדיים, ומכאן חשיבותו של המחקר האמפירי שנציג בפרק הבא.

5. ועדות מינויים

דרך מרכזית להצעת מועמדים לדירקטוריון היא באמצעות הקמת ועדת מינויים, האחראית לאיתור והערכה של מועמדים ראויים לכהונה בדירקטוריון. הוועדה אמורה להמליץ לדירקטוריון החברה אילו מועמדים לשבץ בזימון לאסיפה הכללית שבמסגרתה יידונו המינויים לדירקטוריון. המלצה זו מתבססת על מגוון רחב של שיקולים, מתוך ניסיון להבטיח דירקטוריון מגוון אשר הולם את אופייה וצרכיה של החברה. הוועדה יכולה לקבל הצעות למועמדים ממקורות שונים ובהם חברי דירקטוריון, מנהלים בחברה, בעלי מניות ובמידת הצורך אף חברות איתור מקצועיות. בנוסף, הוועדה אמורה לבחון את תפקודם של הדירקטורים המכהנים: איכות התפקוד שלהם, שיעור הישיבות שבהן נכחו ועסקאות שבוצעו (אם בוצעו) בין החברה לבין הדירקטורים. בהתחשב בתפקידה המתוארים לעיל, ועדת המינויים ממלאת תפקיד מכריע בעיצוב דמותו של הדירקטוריון. בתוך כך, מצופה מהוועדה לקדם את הגיוון הדרוש בדירקטוריון מבחינת השתייכותם המגדרית, השכלתם ומיומנויותיהם של הדירקטורים, וכן תפיסות העולם שלהם.⁹⁴ מדובר בוועדה מרכזית מבין ועדות הדירקטוריון, ויש אף מי שרואה בה את החשובה שבהן.⁹⁵

(א) ועדות מינויים בראי המשפט המשווה

ועדת חובה וועדת רשות

בארצות הברית, לפי כללי הבורסה של ניו יורק, חברות ללא בעל שליטה מחויבות להקים ועדת מינויים (nomination committee) שמורכבת אך ורק מדירקטורים בלתי תלויים.⁹⁶ בדומה לכך, כללי בורסת נאסד"ק קובעים כי מועמדים לדירקטוריון ייבחרו או יומלצו לדירקטוריון על-ידי רוב של דירקטורים בלתי תלויים או ועדת מינויים שמורכבת אך ורק מדירקטורים בלתי תלויים.⁹⁷

הוראות המורות על הקמת ועדת מינויים קיימות גם במדינות מתקדמות נוספות. כך, למשל, באנגליה קיים קוד ממשל תאגידי המורה על הקמת ועדת מינויים שרוב חבריה הם דירקטורים בלתי תלויים.⁹⁸ הקוד חל על חברות שרשומות למסחר בבורסה של לונדון וכפופות לכללי הרישום שמפרסמת רשות ניירות ערך הבריטית (Financial Services Authority).⁹⁹ ואולם, בשונה ממערכת ההוראות המחייבות בארצות הברית, הקוד האנגלי מיושם בדרך של "אמץ או הסבר" (comply or explain), כלומר החברות חייבות לפעול בהתאם לקוד או להסביר מדוע אינן עושות כן.¹⁰⁰ בדומה לאנגליה, מדינות רבות נוטות להמליץ על

⁹⁴ ראו: Ernst Young, *A Look Inside Nominating and Governance Committees* 3 (March 2017).
⁹⁵ ראו: Ernst Young, *The Nomination Committee – Coming Out of the Shadow* (May 2016), at 4 ("In recent years the nomination committee has been portrayed as the poor relation of the main board committees. While its role may be less clearly defined than that of the audit committee, and its profile lower than that of the remuneration committee, it is arguably the most important of the three.")

⁹⁶ ראו: NYSE Listing Rules, §303A.04. לסקירה של הגדרת אי תלות בבורסה בניו יורק ראו: אסף אקשטיין ודוד האן "שליטה: פסיחה על שתי הסעיפים או שיווי משקל?" *מחקרי משפט* 2020).

⁹⁷ ראו: NASDAQ Marketplace Rules, §4350(C)(4)(A).

⁹⁸ ראו: Section 3 of the UK Corporate Governance Code, <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.PDF> (להלן: "הקוד הבריטי").

⁹⁹ חברות הרשומות למסחר בבורסת המשנה של אנגליה, ה-AIM (Alternative Investment Market), אינן כפופות להוראות של הקוד. למען הדיוק, גם לא כל החברות הרשומות למסחר בבורסה של לונדון כפופות להוראות הקוד אלא רק אלה שרשומות ברשימה הראשית (premium listing) ולא במה שנחשב לרשימה המשנית והיום קרוי ה-Standard Listing.

¹⁰⁰ ראו: הקוד הבריטי, לעיל ה"ש 98, בחלק המבוא.
ראו גם: Arad Reisberg, *Corporate Law in the UK After Recent Reforms: The Good, The Bad and the Ugly*, in: Current Legal Problems (Oxford University Press, 2011).

הקמת ועדת מינויים על בסיס מודל זה של "אמץ או הסבר". דו"ח של ה-OECD שהתפרסם בשנת 2019 ובחן 49 מדינות מצא שב-11 מדינות (22% מהמדגם) קיימת חובה לכוון ועדת מינויים מכוח חוק או אסדרה; ב-30 מדינות (61% מהמדגם) ישנו קוד ממשל תאגידי שממליץ להקים ועדת מינויים על בסיס "אמץ או הסבר", כאשר בדרך כלל הקוד ממליץ על ועדות שמורכבות רק או בעיקר מדירקטורים בלתי תלויים; וב-8 מדינות לא קיימת חובה או המלצה בנוגע להקמת ועדת מינויים.¹⁰¹ בהקשר זה ראוי לציין כי גם במדינות שבהן הקמת ועדת מינויים היא בגדר המלצה בלבד, חברות נוטות לפעול בהתאם לה.¹⁰²

המודל האנגלו-אמריקאי והמודל הנורדי

במנותק מהשאלה אם הקמת הוועדה היא עניין שברשות ובין אם לאו, הספרות מבחינה בין שני מודלים מרכזיים של ועדות מינויים: המודל האנגלו-אמריקאי והמודל הנורדי.¹⁰³ לפי המודל האנגלו-אמריקאי – המזוהה עם ארצות הברית ובריטניה, שהחברות בהן מתאפיינות במבנה בעלות מבוזר – ועדת המינויים מהווה תת-וועדה של הדירקטוריון.¹⁰⁴ לעומת זאת, המודל הנורדי, שמזוהה בעיקר עם שבדיה – שבה החברות מאופיינות במבנה בעלות ריכוזי – מבטא את התפיסה הרווחת בשבדיה ובמדינות נורדיות נוספות, אשר מעניקה עדיפות לבעלי המניות של החברה בקביעת הרכב הדירקטוריון. בשבדיה, כמו גם בנורבגיה, ועדת המינויים מתמנה על-ידי האספה הכללית של החברה.¹⁰⁵ למען שלמות התמונה יצוין כי לא כל המדינות הנורדיות פועלות לפי המודל הנורדי הקלאסי. כך, למשל, בפינלנד, הליך המינוי משתנה בהתאם למבנה הבעלות בחברה. כך, חברות עם גרעין שליטה בוחרות על-פי רוב במודל של נורבגיה ושבדיה, ובמסגרת הליך האיתור ועדת המינויים מתייעצת עם בעלי המניות העיקריים של החברה; לעומת זאת, חברות עם בעלות מבוזרת יותר מיישמות בדרך כלל את המודל האנגלו-אמריקאי.¹⁰⁶ בדנמרק, רוב החברות הרשומות למסחר מאמצות את המודל האנגלו-אמריקאי ומקימות ועדת מינויים שמורכבת מהדירקטורים המכהנים, כאשר רוב חברי ועדת המינויים הם בלתי תלויים ובראש הוועדה מכהן יו"ר הדירקטוריון.¹⁰⁷

הביקורת על ועדות המינויים

לפי המודל האמריקאי, הליך המינוי לדירקטוריון של חברות עם בעלות מבוזרת, מבוסס בעיקר על ועדות המינויים המורכבות מדירקטורים בלתי-תלויים בהנחה שאלה יבטיחו את עצמאות ואובייקטיביות ההליך. חרף זאת, מספר הולך וגובר של מחקרים שנערכו בארצות הברית, מבקשים לאתגר הנחה זו ולהטיל ספק באפקטיביות של ועדות המינויים ובתרומתן. כפי שעולה מהספרות, בארצות הברית, חרף הניסיון להבטיח את אי-התלות של ועדת המינויים, להנהלת החברה ישנה יכולת השפעה מכרעת, אף אם לא ישירה, על פעולתה והחלטותיה. בארצות הברית, המנכ"ל נהנה מהיכולת לקיים קשר עם הוועדה, להציע שמות ואף להתנגד למינויים של מועמדים מסוימים.¹⁰⁸ בנוסף, בעוד שבאופן עקרוני ועדת המינויים מורכבת ברובה

¹⁰¹ ראו: OECD (2019), OECD Corporate Governance Factbook 2019, <https://www.oecd.org/corporate/Corporate-Governance-Factbook.pdf> 121. ראו גם: OECD (2012), Board Member Nomination and Election, OECD Publishing, 29-30.

¹⁰² ראו, למשל: Nachemson-Ekwall & Mayer, לעיל ה"ש 82, בעמ' 4 (המאמר מתייחס בהקשר הזה לבריטניה ושבדיה).

¹⁰³ ראו, למשל: שם, שם. ראו גם: Per Lekvall, THE NORDIC CORPORATE GOVERNANCE MODEL (2014).

¹⁰⁴ ראו: George W. Dent, Jr., *Corporate Governance: The Swedish Solution*, 64 FLORIDA L. REV. 1633, 1635 (2012).

¹⁰⁵ ראו: Lekval, לעיל ה"ש 103, בעמ' 71 – 72.

¹⁰⁶ ראו: Lekval, לעיל, בעמ' 53, 72 – 73.

¹⁰⁷ ראו: Lekval, לעיל, בעמ' 71 – 72.

¹⁰⁸ ראו, למשל: J. Robert Brown Jr., *The demythification of the board of directors*, 52(1) AM. BUS. L. J., 131, 141-143 (2015). ראו גם: Lisa M. Fairfax, *The Uneasy Case for the Inside Director*, 96 Iowa L. Rev. 127, 158-159 (2010) ("notwithstanding the creation of independent nominating committees, evidence reveals that CEOs continue to influence the director-nomination process through informal consultations and recommendations of directorial candidates. Hence, boards continue to appoint people with social and professional connections to the CEO and other managers.")

מדירקטורים בלתי תלויים, הגדרת "אי-תלות" בארצות הברית אינה "מכסה" קשרים חברתיים בין המנכ"ל לבין הדירקטורים המכהנים בוועדת המינויים, וקשרים אלה עלולים להשפיע על ועדת המינויים לטובת המנכ"ל.¹⁰⁹ השפעה זו אינה חייבת להיעשות דווקא באמצעות לחץ מצד המנכ"ל על ועדת המינויים, אלא יכולה לנבוע גם מהרצון של ועדת המינויים לרצות את המנכ"ל ולבחור בדירקטור שלא צפוי להתנגד למדיניות ההנהלה, אף ללא התערבות ישירה של המנכ"ל בהליך המינוי.¹¹⁰ השפעה זו באה לידי ביטוי במינוי דירקטורים התומכים במדיניותה של ההנהלה, דבר אשר מפחית משמעותית את הסיכון להתערבות הדירקטוריון בהתנהלותה.¹¹¹

הדברים האמורים קיבלו חיזוק גם במישור האמפירי. מחקר איכותני שהתפרסם בשנת 2014 ובחן את מידת ההשפעה של המנכ"ל על ועדות מינויים בחברות ציבוריות באמצעות כ-20 ראיונות עם חברי ועדות מינויים מציג אינדיקציות לקיומה של השפעה של המנכ"ל על הליך המינוי לדירקטוריון.¹¹² בין היתר, המחקר הצביע על כך שההיתכנות להשפעה של המנכ"ל על הליך מינוי הדירקטורים עשויה לגבור בחברות גדולות שבהן המנכ"ל הוא דומיננטי, בעל נוכחות וכוזה שנהנה מקשרים ענפים.¹¹³ למען הזהירות, המחקר האמפירי המתואר ציין במפורש כי מחקר אמפירי נוסף דרוש כדי לעמוד במדויק יותר על ההשפעה של מנכ"לים בחברות ציבוריות בארצות הברית, על ההליך שאותו מובילות ועדות מינויים.¹¹⁴ מחקר נוסף שבחן עצמאות דירקטורים ב-100 החברות הציבוריות הגדולות בארצות הברית בין השנים 1996 ל-2005 (שנים בהם השימוש בוועדת מינויים הפך לפרקטיקה נפוצה) מצא שכ-30% מן הדירקטורים שמוגדרים כ"עצמאיים" לפי כללי הבורסות שם, הם בעלי קשרים חברתיים למנכ"ל החברה.¹¹⁵

זאת ועוד, הביקורת על ועדות המינויים אינה מתמצה רק בהשפעה האפשרית של המנכ"ל על הליך הבחירה, אלא גורסת גם, שמדובר בוועדות שאינן פרו-אקטיביות, כלומר הן מגיבות לאירועים של עזיבות של דירקטורים, אך לא יוזמות בחינה עתית של הצורך במינויים חדשים או בשינוי הרכב הדירקטוריון.¹¹⁶ כראיה נסיבתית לפאסיביות היחסית של ועדת המינויים, יש שמצביעים על העובדה שוועדת המינויים מתכנסת הרבה פחות מוועדות חשובות אחרות של החברה, כדוגמת ועדת התגמול.¹¹⁷

¹⁰⁹ ראו : Erica Beecher-Monas, *Marrying Diversity and Independence in the Boardroom: Just How Far Have You Come, Baby?*, 86 OR. L. REV. 373, 383 (2007).

¹¹⁰ ראו : Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Pay Without Performance: Overview of the Issues*, 30 J. CORP. L. 647, 655 (2005) (מסבירים כיצד ועדת המינויים תשאף לצמצם את החיכוך בין הדירקטורים המתמנים לבין המנכ"ל בהקשר של אישור התגמול של המנכ"ל).

¹¹¹ ראו : Brown, לעיל ה"ש 108, בעמ' 152.

¹¹² ראו : Richard Clune et. al, *The nominating committee process: A qualitative examination of board independence and formalization*, 31 CONTEMPORARY ACCOUNTING RESEARCH 748, 762 (2014).

¹¹³ ראו : Clune, לעיל, בעמ' 768 ("Finally, high CEO influence appears to be associated with larger companies/NCs [nomination committees] ... Similarly, the high CEO influence group is almost all NYSE companies (8 of 9 companies) ... These findings may run counter to expectations of greater monitoring and board independence in larger NYSE companies. However, large-company CEOs often are quite powerful, connected, and high-profile individuals, and as such may be able to influence board processes more than CEOs of smaller companies are able to do. We caution that additional research is needed on these issues.")

¹¹⁴ ראו : שם, בעמ' 768.

¹¹⁵ ראו : Byoung-Hyoun Hwang & Seoyoung Kim, *It Pays to Have Friends*, J. FIN. ECON. (2019).

¹¹⁶ ראו : Ernst Young, *The Nomination Committee – Coming Out of the Shadow* (May 2016), לעיל ה"ש 95, בעמ' 8 ("...nomination committee traditionally being more reactive than other committees – perhaps meeting only when a director is leaving the board for the purpose of identifying a replacement")

¹¹⁷ דו"ח של חברת הייעוץ Spencer Stuart משנת 2018 מלמדנו שבעוד שבשנת 2018 (הדו"ח מתייחס לחודשים מאי 2017 – מאי 2018) ועדות הביקורת של החברות הכלולות ב-S&P 500 התכנסו בממוצע 8.4 פעמים, ועדות המינויים התכנסו בממוצע 4.6 פעמים. יחס דומה תועד גם בשנים 2017, 2013 ו-2008. ראו : Spencer Stuart, 2018 United States Spencer Stuart Board Index 9 (2018), https://www.spencerstuart.com/-/media/2018/october/ssbi_2018.pdf.

(ב) המצב החוקי בישראל

בישראל לא קיימת חובה למנות ועדת מינוי לדירקטורים, זולת כאשר מדובר בתאגידים בנקאיים או תאגידים פיננסיים אחרים. ייתכן שההסבר לכך נעוץ במבנה הבעלות הריכוזי שאפיין את המשק הישראלי, בו לוועדת המינויים חשיבות מועטה בקביעת זהות המועמדים לדירקטוריון לנוכח דומיננטיות בעל השליטה בהליך המינוי.

באשר למצבים בהם חלה חובה להקים ועדת מינויים, חוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981 (להלן: "חוק הבנקאות (רישוי)") קובע שבתאגיד בנקאי ללא גרעין שליטה, הוועדה למינוי דירקטורים היא זו שתציע לאסיפה הכללית מועמדים לכהונה בדירקטוריון.¹¹⁸ הוועדה תתמנה על ידי נגיד בנק ישראל ותהיה מורכבת מחמישה חברים: שופט בדימוס שיכהן כיו"ר הוועדה, שני חברים שהם אנשי משק וכלכלה או אנשי סגל אקדמי בכיר במוסדות להשכלה גבוהה בתחומים הרלוונטיים, ושני דירקטורים המכהנים כדירקטורים חיצוניים בבנק שהוועדה דנה בעניינו. בדומה לתאגידים בנקאיים, גם תאגידים פיננסיים אחרים כמו חברות ביטוח למשל, חייבים בכינונה של ועדת מינוי או איתור. בחודש אוגוסט 2018 פרסמה רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר, חוזר שקובע הוראות רבות ומגוונות ביחס להרכב ותפקוד דירקטוריון גוף מוסדי.¹¹⁹ החוזר קובע כי בגוף מוסדי שנשלט על ידי בעל שליטה תוקם ועדת איתור שרוב חבריה, לרבות יושב הראש שלה, יהיו דירקטורים בלתי תלויים. החוזר קובע, כי ועדת האיתור תגדיר תנאי כשירות לכהונה בדירקטוריון, תבחן את הכישורים של המועמדים לכהונה ואת התאמתם לתפקיד, ותציע לאסיפה הכללית מועמדים לכהונה כדירקטורים בלתי תלויים.¹²⁰

על המנגנון הנ"ל המתייחס למינוי דירקטורים בבנקים נמתחה לא אחת ביקורת.¹²¹ כך למשל, נטען כי היא סובלת מהעדר שקיפות,¹²² כי המועמדים שנבחרים על-ידה משתייכים ל"מילייה" מסוים בלבד כאשר הליך המינוי למעשה "מכור" מראש,¹²³ וכי לא ברור האם היא מייצגת את בעלי המניות או את הציבור בכללותו, וכפועל יוצא לא ברור שהמועמדים שמתמנים על-ידה אכן יפעלו לטובת בעלי המניות.¹²⁴ ביקורת זו יכולה להיות רלוונטית גם ביחס לוועדות האיתור הנדרשות בתאגידים פיננסיים אחרים ובהם חברות ביטוח. מנגנון זה, אם כן, ודאי אינו יכול להוות מודל לשאר החברות הציבוריות בישראל.¹²⁵

מגמת ביזור השליטה על חברות ציבוריות בשוק הישראלי והחשיבות של תפקיד הפיקוח של הדירקטוריון בחברות שבהן אין בעלי שליטה מעוררים, איפוא, שורה של שאלות מורכבות בכל הנוגע להליך הצעת המועמדים לכהונת דירקטורים הן מטעם הנהלת החברה והן מטעם המשקיעים המוסדיים, ובכלל זה: האם יש צורך להסדיר את ההליך באמצעות הקמת ועדת מינויים, כמקובל במדינות מפותחות נוספות? במידה וכן, האם יש לעשות זאת באמצעות חקיקה מנדטורית או כהוראות מממשל תאגידי מומלצות (במודל של "אמץ או גלה")? האם יש לאפשר לנציגי בעלי המניות לקחת חלק בוועדה (בדומה למודל הנורדי)? האם יש להקים ועדות מינויים גם בחברות עם בעלי שליטה? מה יהיה הרכבן של ועדות המינויים ואלו סמכויות יש

¹¹⁸ סעיף 11 לחוק הבנקאות (רישוי).

¹¹⁹ רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, חוזר גופים מוסדיים 2018-9-31, **דירקטוריון גוף מוסדי** (26.8.2018).

¹²⁰ שם, בס' 16, וס' 51 – 52.

¹²¹ ראו למשל: יהושע שי "ממשל תאגידי בבנקים בישראל: בעיית הנציג בבנקים ללא גרעין שליטה" (1.1.2019), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3481723.

¹²² מיכאל רוכוורגר "די לחשאות: יש לפרק את הוועדה למינוי דירקטורים בבנקים" **דה-מרקר** (18.10.20), <https://www.themarket.com/markets/premium-1.9266835>.

¹²³ עירית אבישר "המועדון הסגור: כל השגיאות בדרך לבחירת דירקטורים בבנקים" **גלובס** (5.7.2018), <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001244495>.

¹²⁴ שי, לעיל ה"ש 121, בעמ' 27.

¹²⁵ מובן מאלי, שאם תהיה דרישה לכך שוועדת מינוי או איתור של חברות ציבוריות תוקם על ידי או באישור המאסדר (רגולטור) הרלוונטי, בדומה לאופן שבו נעשה הדבר במגזר הבנקאי או במגזר הביטוח, הדבר יוביל להשתתפות עלויות אדירות על המדינה.

להעניק לאותן ועדות המינויים והאם יש לאפשר להן לפסול מועמדים המוצעים מטעם בעלי המניות? אנו נשוב לבחון שאלות אלו בחלק ג' של המאמר, ובמסגרת זו אף נדון בתזכיר הצעה לתיקון חוק החברות שפרסם משרד המשפטים לאחרונה אשר נועדה, בין היתר, להסדיר את מעמד ועדות המינויים בדן הישראלי.¹²⁶

6. סיכום הסקירה

בחלק זה של המאמר נסקרו מספר היבטים מרכזיים בתשתית הנורמטיבית החלה על הליכי מינוי דירקטורים בישראל. מסקירה זו עולה כי הדין הישראלי מעניק בידי בעלי מניות מהציבור – באמצעות מערך רחב של כללי רקע משפטיים – כלים יעילים למעורבות פעילה ומשמעותית בהליכים אלה. בין כללים אלה ניתן למנות את קיבוע שיטת "רוב קולות" כברירת מחדל ואת זכויות הוטו הנרחבות הנתונות לבעלי מניות מיעוט בחברות עם בעלי שליטה, כללים אשר בכוחם לסייע לבעלי מניות מהציבור למנוע מינוי של מועמדים מסוימים או להעביר דירקטורים מכהנים מתפקידם, כמו גם את הגישה הנתונה לבעלי מניות מיעוט לטופס ההצבעה מטעם החברה (Proxy Access), אשר עשויה להקל עליהם בניסיון להציע מועמדים מטעמם לדירקטוריון החברה. כן עמדנו על התפקיד המרכזי שגופי הייעוץ בישראל עשויים למלא בכל הנוגע להצבעות על מינוי דירקטורים והעדרה של אסדרה הנוגעות להקמת ועדות מינויים לבחירת דירקטורים. בשלב הבא נבקש לברר האם – ובאיזו מידה – כללי הרקע שמספק הדין הישראלי משפעים על נכונות בעלי מניות מהציבור לקחת חלק בהליכי מינוי דירקטורים.

ב. מינוי דירקטורים – ראיות אמפיריות

בפרק זה נבחן כיצד בעלי מניות – ובכללם משקיעים מוסדיים – עושים שימוש בכוחם העולה בעקבות מגמת ביזור השליטה על חברות ציבוריות בשוק הישראלי כדי להשפיע על הליכי מינוי דירקטורים תוך שימוש בכלים שחוק החברות מעמיד לרשותם. לטובת בירור שאלה זו נתמקד עתה בבחינת דפוסי ההצבעה של בעלי מניות מהציבור, ובכללם משקיעים מוסדיים, ביחס להחלטות הנוגעות לקביעת הרכב הדירקטוריון. בהקשר זה נבקש לבחון כיצד משקיעים מהציבור מממשים את זכות ההצבעה הנתונה להם באספה הכללית; באילו נסיבות נוטים הגופים המוסדיים להתנגד למינוי מועמדים שהוצעו מטעם ההנהלה; האם הגופים המוסדיים נוטים לנמק את הצבעותיהם ולפרט את השיקולים המרכזיים המנחים אותם בקבלת ההחלטה; האם ובאיזה תדירות הם מציעים מועמדים משלהם; ואם – ובאיזו מידה – להמלצותיהם של גופי הייעוץ ניכרת השפעה על הליכי מינוי דירקטורים בחברות ציבוריות.

1. רקע

מחקרנו אינו מתבצע בחלל ריק. בכתובה האקדמית בישראל קיימים מספר מחקרים אשר התמקדו בניתוח דפוסי הצבעה של בעלי מניות בכלל וגופים מוסדיים בפרט. עם זאת, למחקר זה מספר היבטים ייחודיים. ראשית, הכתיבה הקיימת עוסקת בניתוח כללי של הצבעות בעלי מניות בנושאים מגוונים, ואינה כוללת מיקוד בלעדי בסוגיית מינוי דירקטורים על כל האספקטים הייחודיים שסוגיה זו מעוררת, ובכלל זה הנסיבות בהן מתנגדים המוסדיים למינוי מועמדים, הצעת מועמדים על ידם, והשפעת גופי הייעוץ. שנית, פרק הזמן המשמעותי שחלף מאז עריכת המחקר הבולט האחרון בתחום, שבמהלכו חלו שינויים מהותיים במאפייני השליטה בחברות ציבוריות בשוק הישראלי (בדגש על העמקת מגמת המעבר לבעלות מבוזרת) ועלייה בכוחם

¹²⁶ תזכיר חוק החברות, לעיל ה"ש 8.

של הגופים המוסדיים, מצדיקים, לשיטתנו, בחינה מחודשת של השאלות העומדות במוקד המאמר, תוך התבססות על נתונים עדכניים.

אופן ההצבעה של בעלי מניות בקשר למינוי דירקטורים נבחן בעבר באופן אמפירי במסגרת שני מחקרים בולטים. הראשון, הינו מחקר של אסף חמדני וישי יפה שהתפרסם בשנת 2013 ובחן את ההצבעות של גופים מוסדיים באסיפות כלליות של חברות ציבוריות שנערכו בשנת 2006 בקשר למנעד רחב של נושאים.¹²⁷ הממצאים שעלו במחקר מלמדים, בין השאר, על כך שלזהות הגוף המוסדי ישנה חשיבות לאופן ההצבעה בנושאים שונים. כך, הם מראים כי מוסדיים שהם חברות ציבוריות (או מוחזקים בידי חברות ציבוריות או קבוצות עסקיות שבאופן טבעי מנהלים קשרים עסקיים עם חברות ציבוריות אחרות), נוטים להצביע בעד יוזמות של הנהלות החברות שבהן הם מושקעים. זאת, בהשוואה למוסדיים שאותם מכנים החוקרים "Pure play" institutions (להלן: "מוסדיים נקיים"), שפועלים ללא אינטרסים עסקיים זולת ניהול הקרן עבור לקוחותיהם, ולכן הם חופשיים יחסית להתנגד ליוזמות של הנהלות החברות שבהן הם מושקעים. בהקשר של מאמר זה מראים חמדני ויפה כיצד בהצבעות על מינוי דירקטורים חיצוניים מוסדיים נקיים מצביעים בעד ב- 41.9 אחוז מהמקרים לעומת מוסדיים אחרים שמצביעים בעד ב- 86.4 אחוז מהמקרים; וכיצד בהצבעות על מינוי דירקטורים רגילים ורואי חשבון מבקרים (הנתונים מתייחסים לשני הנושאים ביחד) מוסדיים נקיים מצביעים בעד ב- 70.4 אחוז מהמקרים ומוסדיים אחרים מצביעים בעד ב- 92.5 אחוז מהמקרים.¹²⁸

המחקר השני שהתפרסם בשנת 2011 הינו מחקר שהובילה רשות ניירות ערך שבחן את ההצבעות של גופים מוסדיים בשנים 2007 – 2009. המחקר ערך השוואה בין הצבעות של מוסדיים שמשתמשים בשירותים של חברות ייעוץ למוסדיים (להלן: "מוסדיים משתמשים"), בהשוואה להצבעות של מוסדיים שלא משתמשים בשירותים הללו.¹²⁹ המחקר של רשות ניירות ערך מראה כי בהצבעות על מינוי דירקטורים רגילים מוסדיים משתמשים הצביעו בעד בשיעור של 81.5 אחוז; ומוסדיים לא משתמשים (רק קרנות נאמנות) הצביעו בעד בשיעור של 87.3 אחוז.¹³⁰ לפי המחקר, בהצבעות על מינוי של דירקטורים חיצוניים, מוסדיים משתמשים הצביעו בעד בשיעור של 53.7 אחוז ומוסדיים לא משתמשים הצביעו בעד בשיעור של 70.4 אחוז.¹³¹

בנוסף, המחקר שביצעה הרשות בחן את הסטייה של ההצבעות בפועל של המוסדיים המשתמשים והלא משתמשים מהמלצות בעד ונגד שניתנו על ידי חברות הייעוץ לגופים המוסדיים, בקשר למגוון רחב של נושאים שעלו להצבעה. בהקשר העומד במרכזו של מאמר זה, המחקר שביצעה הרשות ערך הבחנה בין המלצות חברות הייעוץ נגד מינוי דירקטור לבין המלצות בעד מינוי דירקטור. המחקר הראה כי שיעור הסטייה מהמלצה של חברת הייעוץ נגד מינוי דירקטור עמד על 75.2 אחוז כאשר מדובר במנהלי קרנות שאינם משתמשים ועל 3.4 אחוז כאשר מדובר במנהלי קרנות משתמשים; ובהקשר של מינוי דירקטורים חיצוניים שיעור הסטייה עמד על 40 אחוז כאשר מדובר במנהלי קרנות שאינם משתמשים ועל 1.7 אחוז

¹²⁷ ראו: Assaf Hamdani & Yishay Yafeh, *Institutional Investors as Minority Shareholders*, 17 REV. FIN. 691, 702 (2013). בין היתר, החוקרים בחנו דפוסי הצבעה בעסקאות עם בעלי שליטה (ובכלל זה עסקאות לאישור תגמול של בעל שליטה); תנאי כהונה והעסקה של בעלי שליטה ושל נושאי משרה (מנהלים או דירקטורים); איחוד או הפרדה של תפקידי מנכ"ל ויו"ר דירקטוריון; שינויים בתקנון החברה; אישור תגמול של נושאי משרה (מנהלים או דירקטורים); מינוי של דירקטורים חיצוניים; ומינוי של דירקטורים ורואי חשבון. בין היתר, הם מראים שמוסדיים מעורבים בהצבעות במקרים שבהם החוק או האסדרה מחייבים אותם לעשות כן. שם, בעמ' 705.

¹²⁸ שם, בעמ' 706 ובעמ' 711 – 712.

¹²⁹ ראו: דניס ורשבסקי וגיתית גור גרשגורן "נייר עבודה: הצבעות באסיפות כלליות של חברות, דפוסי ההצבעות של הגופים המוסדיים אל מול המלצות ייעוץ הפרוקסי" (רשות ניירות ערך, ספטמבר 2011).

¹³⁰ שם, בעמ' 27.

¹³¹ שם.

כאשר מדובר במנהלי קרנות משתמשים.¹³² לעומת זאת, שיעור הסטייה מהמלצה של חברת הייעוץ בעד מינוי דירקטור עמד על 8.6 אחוז כאשר מדובר במנהלי קרנות שאינם משתמשים ועל 1.3 אחוז כאשר מדובר במנהלי קרנות משתמשים; ובהקשר של מינוי דירקטורים חיצוניים שיעור הסטייה עמד על 21.8 אחוז כאשר מדובר במנהלי קרנות שאינם משתמשים ועל 3.2 אחוז כאשר מדובר במנהלי קרנות משתמשים.¹³³

2. מתודולוגיה

במטרה להעמיק את ההיכרות עם הליך מינוי הדירקטורים בישראל, המאמר מנתח את הליכי מינוי הדירקטורים בכל החברות הכלולות במדד ת"א 125, שאינן דואליות, בין השנים 2015 – 2018.¹³⁴ מאגר הנתונים שעליו מבוסס המאמר כולל נתונים של 364 אסיפות שבמסגרתן הובאה להצבעה מועמדותם של 2001 דירקטורים לכהונה ראשונה בדירקטוריון או להארכת כהונה. גוף הנתונים שעליו מתבסס הניתוח הורכב מארבעה נדבכים מרכזיים:

ראשית, אותרו הדיווחים המתעדים את תוצאות האסיפות הכלליות של החברות הכלולות במחקר, כפי שהתפרסמו במערכת אינטרנט להודעות (מאיה) של הבורסה לניירות ערך. מתוך הדיווחים נאספו באופן ידני מגוון רחב של נתונים, שאליהם התווספו – לצורך השלמת המידע – נתונים שהושגו מעיון ידני בפרסומים תקשורתיים ומקורות פומביים נוספים. נתונים אלה מתייחסים לאופייה של החברה (הסקטור שבו היא פועלת, מבנה הבעלות בה וקיומו או היעדרו של בעל שליטה); למאפייני האסיפה (תאריך כינוס ושיעור המשתתפים); לטיבו של המינוי המוצע (סוג התפקיד – דח"צ או דירקטור – וסוג המינוי – ראשוני/המשך); למאפייני האישיים של המועמד (מין וגיל); וכן לתוצאות ההצבעה (הכרעה סופית, שיעור המצביעים בעד ונגד, שיעור הנמנעים, זהות הגופים המוסדיים הגדולים שהצביעו בעד או נגד המינוי ושיעור אחזקותיהם בחברה במועד האסיפה).

שנית, במטרה לאפיין את המצבים שבהם בעלי מניות מצביעים נגד מינויו של מועמד ולהתחקות אחרי הטעמים לכך, נעשה ניסיון לאתר את נימוקיהם של הגופים המוסדיים להצבעות נגד מינוי של דירקטורים חדשים או הארכת כהונה של דירקטורים מכהנים. תחילה נעשה ניסיון לאתר את הנימוקים שפרסמו קרנות הנאמנות, שכזכור, מחויבות לדווח על האופן בו הצביעו באסיפות ביחס למינוי או פיטורין של דירקטורים.¹³⁵ חובת הדיווח מתייחסת לאופן שבו הצביעו חברות ביטוח וקרנות פנסיה וגמל (בעד או נגד), והיא אינה כוללת דרישה לפרסום הטעמים שעמדו בבסיס ההצבעה. אולם, בחלק מהדיווחים מופיעה בכל זאת הנמקה ביחס לאופן ההצבעה. במקרים בודדים אלה, הנתונים נאספו.

בהיעדר מידע ממשי על נימוקיהם של הגופים המוסדיים לגבי רובן המוחץ של ההצבעות נגד מינוי דירקטורים, בוצעה בחינה מעמיקה של המינויים שנדחו. בחינה זו – אשר הקיפה עשרות מקרים – התבססה על מידע פומבי שנאסף ידנית, והתמקדה ברקע להצעות המינוי ולאספות שבמסגרתן הן הועלו, כמו גם בזהותם של המועמדים המוצעים ובדינאמיקה בין מוקדי הכוח השונים בחברה. במקביל, נאסף מידע בדבר מדיניות ההצבעה העקרונית של הגופים המוסדיים באסיפות הכלליות, כפי שהופיעה באתרי הבית של הגופים השונים.¹³⁶ מהנתונים שנאספו עולה כי חלק לא מבוטל מהמוסדיים מפנים למדיניות ההצבעה

¹³² שם, בעמ' 38.

¹³³ שם.

¹³⁴ מדובר בתאריכים 1.1.2015 – 31.12.2018. הרכב החברות במדד ת"א 125 תועד בחודש ינואר 2019.

¹³⁵ ראו לעיל ה"ש 27.

¹³⁶ מוסדיים מסוג קופות גמל, קרנות פנסיה וחברות ביטוח, חויבו לפרסם את מדיניות ההצבעה שלהם בחוזר גופים מוסדיים 2009-9-11, לעיל ה"ש 28, שהתפרסם בשנת 2009.

שעוצבה על-ידי אחת משתי חברות הייעוץ הישראליות: אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ או עמדה מחקר כלכלי.¹³⁷

שלישית, ולאור השפעתן המסתמנת של חברות הייעוץ על אופן הצבעת הגופים המוסדיים, נאספו נתונים על המלצות שניתנו על-ידי חברת הייעוץ אנטרופי, חברת הייעוץ הגדולה בישראל, בהקשר של הארכת מינוי דירקטורים. במסגרת זו תועדו, בהתבסס על נתונים שהתקבלו מאנטרופי ביחס לשנים 2016-2018, הכמות הכוללת של מינויים שהובאו לאישור אסיפה כללית, אופן המלצתה של אנטרופי ביחס לכל אחד מהמינויים, וכן תוצאות ההצבעה בפועל.

לבסוף, נאסף מידע על מקרים שבהם גופים מוסדיים הציעו מועמדים לדירקטוריון מטעמם, וזאת בהתבסס על נתונים שהתקבלו מחברת הייעוץ אנטרופי ביחס לשנים 2016-2017. מטרתו של נדבך זה היא לספק זווית נוספת לבחינת מידת מעורבותם של בעלי מניות בהליכי מינוי דירקטורים, שעניינה בנכונותם של בעלי המניות להשתתף בתהליך המקדמי של עיצוב רשימת המועמדים, להבדיל ממידת מוכנותם לפעול במסגרת גבולותיה של רשימת מועמדים קיימת.

כאן המקום להעיר כי עבור מרבית מינויי הדירקטורים שנבחנו, המידע שנמצא בנוגע לתוצאות ההצבעה התאפיין ברמת פירוט מצומצמת ביותר, וכלל רק את תוצאות ההצבעה הסופיות. הטעם לכך הוא שחובת הדיווח הקבועה כיום בחקיקה המשנית מוגבלת, ומחייבת לפרסם את תוצאותיהן של הצבעות באופן מפורט רק במקרים שבהם מדובר במינוי דירקטור חיצוני או שנושא ההצבעה מחייב את בחינת קיומו של עניין אישי של בעל המניות המצביע.¹³⁸ פערי מידע נוספים נוגעים להעדר דיווח אחיד בנוגע למינוי דירקטורים על ידי בעל מניות, דבר אשר מקשה על איסוף הנתונים בנוגע להיבט זה, ומוביל לכך שאין זה ברור ממסמכי הדיווח מהו אחוז המוסדיים המסתייעים בשירותיה של אנטרופי מבין כלל בעלי המניות של החברות שנבחנו. מגבלות מחקריות אלו מחייבות זהירות מסוימת בנוגע להסקת מסקנות נחרצות מן הנתונים, אך כפי שנראה בתת הפרק הבא, אין בפערי מידע אלו כדי לערער את הממצאים המרכזיים העולים ממחקרנו.

3. ממצאים

(א) הצבעות נגד

השאלה הראשונה אותה בחנו היא האם בעלי המניות מפעילים את כוחם לשם סיכול מינויים של דירקטורים, או לכל הפחות עושים שימוש באמצעי של הצבעת מחאה לשם הבעתן וקידומן של עמדותיהם ביחס למינויים בתוך החברה. כפי שתיארנו לעיל, מדובר באמצעי מתון יותר בהשוואה למעורבות אקטיבית במינוי דירקטורים. שימוש בכלי זה בידי משקיעים מוסדיים בארצות הברית נמצא במגמת עלייה בשנים האחרונות, ומספר רב של מחקרים מצביעים על כך שהוא בעל פוטנציאל השפעה בלתי מבוטל על מגוון רחב של היבטים הקשורים בפעילותן של חברות ציבוריות ואף על מהלך הקריירה של דירקטורים.¹³⁹

¹³⁷ כך למשל, בין הגופים המוסדיים הבולטים הנעזרים באנטרופי או מפנים למדיניות ההצבעה של גוף ייעוץ זה ניתן למנות את מגדל, מנורה והפניקס.

¹³⁸ תקנה 36ד(ב) לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970.

¹³⁹ ראו Yaron Nili & Kobi Kastiel, *Competing for Votes*, 10 HARV. BUS. L. REV. 287, 303-304 (2020), וההפניות שם. ראו גם: Yaron Nili & Kobi Kastiel, *The Giant Shadow of Corporate Gadflies*, 94 S. CAL. L. REV. (Forthcoming 2020).

ראו גם: Michal Barzuza et al., *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, 93 S. CAL. L. REV. (Forthcoming 2020).

בחינה כללית של הנתונים שנאספו מגלה כי בעלי מניות מהציבור עושים שימוש מועט ביותר בכלי של הצבעות נגד כהצבעות מחאה. עדות ראשונה לכך ניתן למצוא בעובדה שמינויי דירקטורים מאושרים במרביתם המוחלטת של המקרים (97.35% מכלל האסיפות/הצבעות שנבחנו).¹⁴⁰ ממצאים אלה מתקיימים באופן עקבי עבור כל אחת מהשנים שנבחנו. כך, בשנת 2015 אושרו 98.47% מהמינויים; בשנת 2016 אושרו 97.29% מהמינויים; בשנת 2017 אושרו 97.64% מהמינויים; ובשנת 2018 אושרו 96.11% מהמינויים.

טבלה 1. תוצאות הצבעה לפי שנה

שנה	אושרו (לא אושרו)
2015	98.47% (1.53%)
2016	97.29% (2.71%)
2017	97.64% (2.36%)
2018	96.11% (3.70%)

מסקנה זו עולה מהנתונים באופן מובהק אף יותר לאחר נטרול המידע הנוגע למוסדות בנקאיים. הטעם להבחנה זו קשור בהליך המיוחד הנדרש לשם מינוי חברי דירקטוריון בגופים אלה על-פי הוראות פקודת הבנקאות.¹⁴¹ ההליך מתבצע לפי הוועדה למינוי דירקטורים שממנה נגיד בנק ישראל, אשר מציעה מועמדים כמספר המשרות הפנויות בדירקטוריון, בתוספת מועמד אחד לכל סוג, מצב אשר מחייב, בפועל, את דחיית מועמדותו של מועמד אחד לפחות בסוף ההליך.¹⁴²

ביחס לתת-המדגם שאינו כולל את המוסדות הבנקאיים, שיעור המינויים שאושרו עומד על 98.13%. בהשוואה לכך, בתת-המדגם הכולל רק את המוסדות הבנקאיים, שיעור המינויים שאושרו עומד על 86.57%.¹⁴³

טבלה 2. תוצאות הצבעה לפי גוף

סוג הגוף	אושרו (לא אושרו)
בנקאי	86.57% (13.43%)
אחר	98.13% (1.82%)

¹⁴⁰ יצוין כי לא נמצא קשר בין השתייכותו המגדרית המועמד לבין ההסתברות לאישור מינויו (ללא תלות בשאלת סוג הכהונה, שנת ההצבעה, זהות החברה או השתייכותה הסקטוריאלית).

¹⁴¹ ס' 11 ד(א)(2) לפקודת הבנקאות, 1941.

¹⁴² יוער כי קיים דמיון מסוים בין מנגנון זה לבין המנגנון הרגולטורי שאליו כפופים הגופים המוסדיים (חברות ביטוח, חברות המנהלות קופות גמל וחברות המנהלות קרנות פנסיה). לפי סעיף 52 (ג) לחוק גופים מוסדיים 2018-9-31 בנושא "דירקטוריון גוף מוסדי" (26.8.2018), את ההליך למינוי דירקטורים בלתי תלויים בגופים אלה מובילה ועדת איתור שמורכבת מחברי הדירקטוריון (רוב חבריה הם דירקטורים בלתי תלויים). הוועדה מאתרת מועמדים לכהונה, מעריכה את התאמתם לתפקיד ומציעה לפחות שני מועמדים עבור כל מינוי לאסיפה הכללית. עם זאת, מאחר שהוראה זו קיבלה תוקף רק ברבעון האחרון של שנת 2018 והיא חלה רק על חברות בבעלות מבוזרת, סברנו שהשפעתה על הנתונים הנוגעים לגופים אלה (המתייחסים, כאמור, למינויים שהוצעו בין השנים 2015-2018) אינה מצדיקה את הכללתם באותה קטגוריה יחד עם הגופים הבנקאיים.

¹⁴³ לשם שלמות התמונה יצוין כי נמצאו 134 הצבעות על מינוי דירקטורים בגופים בנקאיים, אשר היוו כ-7% מכלל ההצבעות במדגם הנבחן.

הבחנה מהותית אחרת בין ההצבעות במדגם היא בין חברות המוחזקות בידי גרעין שליטה לבין חברות בבעלות מבוזרת. ניתוח הנתונים בחתך זה מלמד כי על אף שביחס לשני סוגי החברות מרבית המינויים מאושרים, קיים ביניהם הבדל משמעותי לעניין תוצאות ההצבעה. כך, בעוד שבחברות עם גרעין שליטה שיעור אישור המינויים עומד על 98.90%; בחברות בבעלות מבוזרת שיעור אישור המינויים עומד על 80.92%¹⁴⁴. ניתן אם כן לראות שחברות בבעלות מבוזרת מתאפיינות ברמת אקטיביזם גבוהה יותר מצד בעלי המניות, ובשיעור נמוך יותר של אישור מינויי דירקטורים. נתון זה מקבל משנה חשיבות לאור מגמת ביזור השליטה במשק הישראלי.

טבלה 3. תוצאות הצבעה לפי סוג בעלות

סוג הבעלות	אושרו (לא אושרו)
גרעין שליטה	98.90% (1.04%)
בעלות מבוזרת	80.92% (19.08%)

ניתכן טענה שלפיה אחוזי התמיכה הגבוהים במינויים בחברות עם בעלי שליטה נובעים מקיומו של כוח הצבעה המקנה להם שליטה על המינויים בפועל, בעוד שהפער בנתון זה בהשוואה לחברות בבעלות מבוזרת נובע מהיעדרו של כוח הצבעה שכזה. ואולם, אנו סבורים כי אין בכוחה של טענה זו להסביר את הנתונים באופן מלא. גם בחברות בעלות גרעין שליטה, כוח ההצבעה הנתון לבעל השליטה ביחס למינוי דירקטורים אינו מוחלט, והוא נסוג מפני כוחם של בעלי מניות כאשר מדובר במינוי דירקטורים חיצוניים. נסיגה זו חלה באופן חלקי כאשר מדובר במינוי דירקטור חיצוני לכהונה ראשונה – תרחיש שבו אישור המינוי מחייב רוב מכלל המצביעים באסיפה בנוסף לרוב מהמיעוט, באופן אשר יוצר בפועל מעין זכות "וטו הדדי" על אישור המינוי¹⁴⁵ – ובאופן מלא כאשר מדובר בהארכת כהונה – תרחיש שבו נדרש רוב מהמיעוט, באופן המאפשר לבעלי המניות מהציבור להכריע בדבר הארכת מינויו של דירקטור גם בניגוד לעמדתו של בעל השליטה.¹⁴⁶ במקרים אלה, ובשים לב לכך שחלק בלתי מבוטל מההצבעות בחברות עם בעלי שליטה (24.23%) נגעו למינוי דח"צים, ניתן היה לצפות כי בעלי מניות יפעלו למימוש כוחם באופן שיותר עקבות מוחשיים יותר בנתונים, ויוביל לאישור מינויים בשיעור נמוך יותר.

בניסיון להתחקות אחר הסבר מדויק יותר לפער שנמצא, העמקנו בניתוח הנתונים לאורך שני צירים שלובים אשר נגזרים מהשוני בין המשטרים השונים החלים על שני סוגי החברות ביחס להליכי מינוי דירקטורים. הציר הראשון, עניינו בהבחנה בין ההצבעות לעניין התפקיד בדירקטוריון שאליו יועד כל מועמד (דירקטור רגיל/בלתי תלוי או דירקטור חיצוני). הציר השני – שהשפעתו רלוונטית בעיקר לגבי דירקטורים חיצוניים – ממוקד בהבחנה בין ההצבעות לעניין סוג המינוי, ובפרט, בין הצעה למינוי דירקטור לכהונה ראשונה לבין הצעה להארכת כהונתו של דירקטור מכהן. טבלה 4 להלן מסכמת את הממצאים ביחס לשני צירים אלה עבור כל אחד מסוגי החברות.

¹⁴⁴ יוער כי במדגם הנבחן נמצאו 173 הצבעות על מינוי דירקטורים בחברות בבעלות מבוזרת, המהוות כ-9% מכלל ההצבעות הכלולות במדגם.

¹⁴⁵ ס' 239 לחוק החברות; ראו גם חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 70, בעמ' 274.

¹⁴⁶ ס' 254(1א)(1) לחוק החברות.

טבלה 4. תוצאות הצבעה לפי תפקיד וסוג כהונה¹⁴⁷

גרעין שליטה				בעלות מבוזרת			
תפקיד	כהונה	אושרו	שיעור הצבעה נגד (ממוצע)	תפקיד	כהונה	אושרו	שיעור הצבעה נגד (ממוצע)
דח"צ	ראשון	90.20%	5.26%	דח"צ	ראשון	65.85%	17.66%
ה				ה			
המשך	97.84%	1.18%		המשך	88.89%	8.42%	
דירקטור	ראשון	100%	-	דירקטור	ראשון	72.09%	-
ה				ה			
המשך	99.93%	-		המשך	92.5%	-	

עיון בנתונים המתייחסים לחברות בעלות גרעין שליטה מעלה כי כפי שניתן היה לצפות, בחברות מסוג זה מינויי דירקטורים רגילים מאושרים באופן גורף. ואולם, התמקדות בתוצאות ההצבעות למינוי דירקטורים חיצוניים מגלה כי על אף שבמינויים אלה בעלי המניות מחזיקים בכוח מוגבר, בפועל גם מינויים אלה מאושרים בשיעורים גבוהים מאוד. יתרה מזאת – מינויי דירקטורים חיצוניים לכהונת המשך מאושרים בשיעור גבוה משמעותית ממינויי דח"צים לכהונה ראשונה (97.84% לעומת 90.20%) ואף זוכים לאחוז הצבעה נגד נמוך יותר (1.18% לעומת 5.26%), וזאת על אף שבמינויים אלה בעלי המניות מהציבור מחזיקים בכוח להכריע את גורל המינוי המוצע. משמעות הדבר היא שבחברות עם בעל שליטה, בעלי מניות פועלים באופן מוגבל ביותר להשפעה על מינויים גם כאשר הם מחזיקים בכוח לעשות כן באופן אפקטיבי. בנוסף, נראה כי בעלי מניות נמנעים כמעט לחלוטין מלהפעיל את כוחם שלא להאריך כהונתו של דירקטור מכהן.

בחינת תת-המדגם המתייחס לחברות בבעלות מבוזרת מעלה תמונה שונה בתכלית. על-פי הנתונים, מינויי דירקטורים רגילים לכהונה ראשונה מאושרים בשיעור נמוך באופן משמעותי מאלה שנמצאו בחברות עם בעלי שליטה (72.09%), ואילו מינויים לכהונה שנייה מאושרים באחוזים גבוהים באופן כללי, אך נמוכים ביחס לחברות עם גרעין שליטה (92.5% לעומת 99.93%). באשר למינויי דח"צים, המחקר מעלה כי 65.85% מהמינויים הראשונים מאושרים עם שיעור הצבעות נגד ממוצע של 17.66%, וכי מינויי המשך מאושרים בשיעור גבוה בהרבה (88.89%), עם שיעור הצבעות נגד ממוצע של 8.42%. אם כן, ניתן לראות שחברות בבעלות מבוזרת מתאפיינות ברמת אקטיביזם גבוהה יותר מצד בעלי המניות, אם כי גם בהן בעלי מניות אינם נוטים לעשות שימוש בכוחם לשם אי הארכת כהונתו של דירקטור מכהן.

תוצאות אלו מעלות שתי שאלות שהראשונה בהן היא מהי הסיבה לכך שמינויי המשך מאושרים בשיעור כה גבוה? לשאלה זו ניתן להציע מספר תשובות אפשריות. ראשית, דירקטור אשר מועמד להארכת כהונה עבר בהכרח את מסננת הליך המינוי הראשוני בשלב מוקדם יותר וכישוריו/עמדותיו כבר עמדו למבחן. שנית, ניתן לטעון שדירקטור מכהן שמבין שסיכוייו להיבחר לכהונה נוספת נמוך יוריד את המועמדות שלו מסדר

¹⁴⁷ בשל הדמיון בהליך מינוי דירקטורים בלתי תלויים לזה של דירקטורים רגילים לעניין יכולתו של המיעוט להשפיע על תוצאות ההצבעה, ההתייחסות לדירקטורים בלתי תלויים במסגרת הניתוח הייתה כשל דירקטורים רגילים.

היום בכדי להימנע מהמבוכה ומהפגיעה הפוטנציאלית במוניטין הכרוכים בהצבעה שלילית. אולם, כפי שנראה להלן, האפשרות האחרונה מוטלת בספק. בחינת הנתונים הנוגעים להמלצותיה של חברת אנטרופי לגבי הצבעות להארכת כהונה מלמדת שבמקרים רבים חברת הייעוץ ממליצה שלא לאשר את הארכת כהונתו של דירקטור מכהן, ובכל זאת, במרבית המקרים בעלי מניות מאשרים את המינוי בניגוד להמלצה השלילית.¹⁴⁸ שלישית, יתכן כי לבעלי המניות בישראל ערוצים נוספים להביע את מחאתם בנוגע להתנהלות ההנהלה. כך, במקום להצביע נגד מינוי דירקטורים (המהווה אמצעי מחאה מקובל בארצות הברית), בעלי המניות יכולים להביע את מחאתם באמצעות איום לסרב לאשר את חבילת השכר של ההנהלה.¹⁴⁹ מאחר שחוק החברות מחייב כי הרכב וגובה התגמול של בעלי שליטה ונושאי משרה יאושר מראש (ולא בדיעבד) בידי בעלי המניות ולאור החשיבות שהאחרונים מייחסים לסוגית השכר, יתכן והדבר מעניק לבעלי מניות אמצעי מיקוח תחליפי להצבעת מחאה על מינוי דירקטורים.¹⁵⁰

השאלה השנייה המתעוררת בעקבות תוצאות מחקרנו היא מדוע אין אינדיקציה משמעותית יותר לאקטיביזם של בעלי מניות בחברות עם בעל שליטה סביב מינוי דירקטורים, או לכל הפחות סביב מינוי דירקטורים חיצוניים. גם לשאלה זו ניתן להציע מספר תשובות אפשריות. ראשית, ייתכן שהיעדר מעורבותם של בעלי המניות נובעת מחשש מתגובת נגד של בעל השליטה, אשר עשויה לבוא לידי ביטוי בהיעדר שיתוף פעולה או סנקציות רכות מסוגים שונים. ייתכן אף שבעלי המניות מנהלים מגעים עם בעל השליטה "מאחורי הקלעים" ומגיעים להסכמות שמייתרות את הצורך בהצבעה נגד מינוי של דירקטור – הצבעה שנחשבת למהלך משמעותי מאוד, ויש שיאמרו מרחיק לכת. כך, למשל, אפשר שבעלי המניות יגיעו עם בעל השליטה להסכמה בקשר לכך שדירקטור מסוים לא יוכל עוד לכהן כיו"ר ועדה חשובה, וימשיך לכהן כדירקטור רגיל בדירקטוריון החברה. בדומה, אפשר וההסכמה תהא כזו שלפיה דירקטור שמסווג כבלתי תלוי יסווג מעתה כדירקטור רגיל, ועוד. שנית, ניתן לטעון כי בעלי מניות ייטו להתערב במינויים רק בלית ברירה, במצבי קיצון המתאפיינים בחשיפה ציבורית ותקשורתית גבוהה.¹⁵¹ לבסוף, ניתן לטעון כי בחברות בעלות גרעין שליטה, כוח ההצבעה העדיף הנתון בידי בעל השליטה גורם לכך שמידת יכולתם של בעלי מניות להשפיע על מנגנון קבלת ההחלטות בחברה – גם בהינתן שהמאמצים לקידום מועמד מטעמם לדירקטוריון יישאו פרי – מצומצמת ממילא, דבר אשר הופך את הפעילות עתירת התשומות ללא משתלמת במונחי עלות-תועלת מנקודת מבטם של בעלי המניות.¹⁵²

מניתוח הנתונים שנאספו עולה כי על פי רוב, המתנגדים הבולטים למינויים מבין הגופים המוסדיים הגדולים הפועלים בשוק הישראלי לדירקטוריון הם חברות זרות (כדוגמת State Street Bank, אשר התנגדו לכ-1% מכלל ההצבעות שנבחנו), או גופים שבדרך כלל לא היו חלק מקבוצה פירמידאלית, כדוגמת אלטשולר שחם, אשר התנגדו לכ-1.5% מכלל ההצבעות שנבחנו. גופים מוסדיים גדולים נוספים שהתנגדו למספר גבוה של

¹⁴⁸ ראו להלן בתת-פרק 3.3.

¹⁴⁹ ראו סי' 267, 272 ו-275 לחוק החברות.

¹⁵⁰ אנו מודים לאסף חמדני על הסבר זה.

¹⁵¹ כך, למשל, בחודש מאי 2019, עם הגעתו של מאבק כוח סוער בין דירקטוריון חברת איילון לבעל השליטה בה (בין היתר סביב שינוי באיוש הדירקטוריון) לסף רתיחה, חברת הלמן אלדובי התערבה בהליך להדחת היו"ר ודירקטורית מכהנת בכך ששלחה מכתב חריף להנהלת החברה, ובו הביעה, בין היתר, את חששה כי הלחצים המופעלים על הדירקטוריון מצד בעל השליטה, כמו גם המהלך להחלפת הדירקטורים, עלולים להוביל לפגיעה בחברה.

ראו, למשל: רחלי בינדמן "המוסדיים באיילון התעוררו: הלמן אלדובי דורש הבהרות מהדירקטוריון" **כלכליסט** (01.05.2019) <https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3761364,00.html>.

¹⁵² ראו: Kobi Kastiel, *Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies*, 2016 COLUM. BUS. L. REV. 60 (2016).

מינויים הם מגדל ביטוח ומנורה מבטחים (שהתנגדו, כל אחת, לכ-0.8% מכלל ההצבעות שנבחנו), וכן פסגות בית השקעות ורשף חברה לניהול קופות גמל (שהתנגדו, כל אחת, לכ-0.6% מכלל ההצבעות שנבחנו).¹⁵³

הסבר אפשרי לאחוז ההתנגדות היחסית גבוה של חלק מן הגופים המוסדיים המופיעים בטבלה נוגע להאצלת החלטות ההצבעה למומחים חיצוניים, החסינים יותר ללחצים של הנהלות של חברות. כך למשל, מפרסומים בכלי התקשורת עולה כי בית ההשקעות אלטשולר שחם עושה שימוש בשירותיו של יועץ חיצוני המכריע בסוגיות ממשל תאגידי עבורו, ואילו גילעד אלטשולר, מנכ"ל משותף בבית ההשקעות ומבעלי השליטה, מדייר את עצמו מהעיסוק בנושאים אלה.¹⁵⁴ מגדל ומנורה נסמכות אף הן על שירות ייעוץ חיצוני של אנטרופי, כפי שעולה ממדיניות ההצבעה שלהן. הסתמכות על מומחה חיצוני עשויה להפחית את אי הנעימות שחווים מנהלי גוף מוסדי בבואם להצביע נגד מועמד של החברה, שכן במקרים אלו הם יכולים להציג להנהלת החברה את ההחלטה להתנגד למועמד מסוים ככזו שאינה בשליטתם.

טבלה 5. מתנגדים בולטים

שם הגוף	מס' התנגדויות
אלטשולר שחם	25
State Street Bank	20
מגדל ביטוח	15
מנורה מבטחים	14
פסגות בית השקעות	11
רשף חברה לניהול קופות גמל	9

כמתואר לעיל, במטרה לאפיין את המצבים שבהם בעלי מניות מצביעים נגד מינוי דירקטורים ולהתחקות אחרי הטעמים לכך, בוצע איסוף ידני רחב היקף של מידע פומבי בנוגע להצעות למינויים שנדחו, או בנוגע לאספות שבמסגרתן הן הועלו. מאמץ מחקרי זה העלה כי מינויו של מועמד מוצע לדירקטוריון עשוי, ככלל, להידחות באחת משני תרחישים מרכזיים. **התרחיש הראשון**, שאותו נכנה "תחרות יופיי", מתאר מצבים שבהם החברה נדרשת להציע מועמדים במספר גבוה מכמות המושבים הפנויים בדירקטוריון כחלק מהליך המינוי. כאמור לעיל, תרחיש מעין זה מחייב את בעלי המניות לתעדף בין מועמדים, ועל כן כרוך מעצם הגדרתו בדחיית ההצעה למינוי מועמד אחד לפחות. בחינת הנתונים שנאספו מלמד כי זהו התרחיש הנפוץ ביותר, אשר מהווה הסבר לדחייתם של 42 מינויים, המהווים יותר מ-80% מהמינויים שנדחו בין השנים 2015-2018. **התרחיש השני**, עניינו ב"מאבקי כוח" בין בעלי מניות לבעל השליטה, ההנהלה או הדירקטוריון הקיים, שבמסגרתו בעל מניות אקטיביסט מציע מועמד מטעמו, ולעתים אף מצליח להביא למינויו. תרחיש זה מסביר את דחייתם של 9 מינויים, המהווים כ-18% מהמינויים שנדחו בין השנים 2015 – 2018.

¹⁵³ ממצאים אלו אף עולים בקנה אחד עם מחקרם של חמדני ויפה שתואר לעיל. ראו: Hamdani & Yafeh, לעיל ה"ש 127.
¹⁵⁴ שירות כלכליסט "למרות ההתנגדויות: אושר מינויים של האחים צרפתי כמנכ"לים משותפים בחברה שבשליטתם" **כלכליסט** – שוק ההון (17.10.2017) <https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3723014,00.html>

מכל מקום, לא עלה בידנו לאתר בנתונים אינדיקציה לקיום התופעה של "הצבעת מחאה" במהלך התקופה הנבחנת. זאת בשונה, למשל, מארצות הברית, שם מדובר בכלי מקובל שבו נעשה שימוש נגד חברי דירקטוריון מסוימים (כגון ועדת תגמול במקרה של שכר מנהלים גבוה, ועדת מינויים במקרה של אי-מינוי נשים לדירקטוריון, וכיו"ב).¹⁵⁵

יחד עם זאת, כאן המקום לציין כי עבור מרבית המינויים שנבחנו בחברות עם בעל שליטה, המידע שנמצא בנוגע לתוצאות ההצבעה התאפיין ברמת פירוט מצומצמת ביותר, והוא אינו כולל נתונים בדבר שיעורי הצבעות הנגד ביחס למינוי דירקטורים שאינם חיצוניים, ושמנויים הלכה למעשה מוכרע על ידי בעל השליטה.¹⁵⁶ דיווח חלקיים אלו מקשים על ראית התמונה הכוללת בכל הנוגע להצבעות בעלי מניות על מינוי דירקטורים, ולכן בחלק הבא של המאמר, הדן בהמלצות המדיניות, אנו קוראים למחוקק להגביר את השקיפות סביב תוצאות ההצבעה של בעלי מניות במספר דרכים שונות. על פניו, פערי מידע אלו אינם מאפשרים לשלול את האפשרות שבעלי המניות מתנגדים לעיתים למינוי דירקטורים שאינם חיצוניים, על אף שהדירקטורים ממונים לבסוף. לשיטתנו, ספק רב שכן הדבר.

ראשית, סביר להניח שאקטיביזם של בעלי מניות מיעוט בחברות עם בעלי שליטה יבוא לידי ביטוי לא רק בהצבעת מחאה, אלא גם בחסימת מינויים בפועל של דירקטורים חיצוניים, מקום בו קיימת להם זכות וטו. אולם, הנתונים שאספנו מצביעים על אחוז נמוך מאד של סיכול מינויים גם במקרים בהם קיימת לבעלי המניות מהציבור זכות וטו. אין זה סביר שדווקא בנתונים הזמינים לנו במלואם, בנוגע להצבעות על מינוי דירקטורים חיצוניים, גופים מוסדיים יגלו סימני אקטיביזם רק לעיתים רחוקות, ואילו בנתונים הזמינים לנו בצורה חלקית (בנוגע להצבעות על מינוי דירקטורים שאינם חיצוניים), הן יפעלו באופן שונה לחלוטין. באופן דומה, כפי שצינו קודם לכן, בחינה מדוקדקת שערכנו לכל המקרים שבהם מינויו של מועמד מוצע לדירקטוריון נדחה, העלתה כי מדובר או ב"תחרות יופי" בין מספר מועמדים (מצב שבו החברה נדרשת להציע מועמדים במספר גבוה מכמות המושבים הפנויים בדירקטוריון) או במאבקי שליטה. אף לא אחד מבין אותם מקרים כולל הצבעת מחאה, מבלי ש"הורץ" מועמד נוסף על אותו מושב. אף כאן, אין זה סביר שדווקא בנתונים הזמינים לנו במלואם ימנעו באופן מוחלט מהצבעות מחאה, ואילו בנתונים הזמינים לנו בצורה חלקית בלבד, הן יפעלו אחרת.

שנית, הצבעות המחאה של גופים מוסדיים בארצות הברית מלוות בדרך כלל בשורה על אינדיקציות חיצוניות. כך למשל, אותם גופים מוסדיים מרבים להתבטא בכלי התקשורת בנוגע לכוונתם לעשות שימוש בהצבעות מחאה כדי לקדם גיוון מגדרי בדירקטוריון, מניעת כהונה במקביל של דירקטורים מעל לרף מסוים וכן בנושאים הנוגעים לשמירה על איכות סביבה או ערכים אחרים שהם מבקשים לקדם.¹⁵⁷ מדיניות ההצבעה של אותם גופים מוסדיים כוללת אף היא רשימה של נושאים קבועים שמהווים עילה להצבעת נגד חברי דירקטוריון מסוימים.¹⁵⁸ להוציא מספר התבטאויות חריגות,¹⁵⁹ לא עלו בידנו לאתר אינדיקציות חיצוניות דומות הן במסמכי מדיניות ההצבעה של גופים מוסדיים ישראלים והן בהתבטאויות פומביות

¹⁵⁵ ראו לעיל בתת-פרק א' 2.2.

¹⁵⁶ ראו ה"ש 138 והטקסט המופיע סביבה.

¹⁵⁷ ראו לעיל בתת-פרק א' 2.2.

¹⁵⁸ לסקירה מקיפה של העקרונות המנחים של גופי מוסדיים בכל הנוגע לאופן הצבעתם באסיפות כלליות של חברות ציבוריות, ראו: Asaf Eckstein, *The Push Towards Corporate Guidelines* (Working Paper, 2020).

¹⁵⁹ ראו למשל: חזי שטרנליכט "גת מגידו: 'פסגות ידרוש שיויון מגדרי בדירקטוריונים של החברות הציבוריות'" **כלכליסט** – שוק ההון (8.3.2021). <https://www.calcalist.co.il/conference/articles/0,7340,L-3897230,00.html>

שלהם בכלי התקשורת. לאור כל האמור, אין זה סביר כי גופים מוסדיים מעורבים בפעילות משמעותית של הצבעות מחאה, בדומה למקביליהם בארצות הברית.

(ב) הצעת מועמדים על ידי בעלי המניות

כאמור, במסגרת המחקר נבחנו במקביל לדפוס ההצבעה גם מידת מעורבותם של בעלי מניות מהציבור בהצעת דירקטורים. בהקשר זה נבחנו נתונים ממגוון מקורות, ובכללם המידע שנאסף ידנית במסגרת המחקר ביחס למינויים שנדחו; המידע שהתקבל מחברת אנטרופי; וכן נתונים שפורסמו בנייר העמדה של משרד עו"ד שבולת.¹⁶⁰ הנתונים מוגבלים לתקופה שבין השנים 2016-2018, אך הם מספקים חלון הצצה בעל ערך לתופעה הנבחנת, ומצביעים על כך שבעלי מניות מוסדיים גם נוקטים בפעולות אקטיביות למינוי דירקטורים. כך, בין השנים 2016-2018, הגופים המוסדיים העלו לסדר היום הצעות למינויים של 29 דירקטורים ב-16 חברות שונות, המהוות כ-1.9% מכלל ההצעות למינוי דירקטורים שנדונו במהלך שנים אלו.

כאן המקום להדגיש כי פעילותם של גופים מוסדיים בישראל מתאפיינת במעורבות גבוהה יותר במינוי דירקטורים בהשוואה למדינות אחרות, דבר אשר מעורר סוגיות סבוכות בייחוד סביב שיתופי פעולה בין גופים מוסדיים לצורך קידום משותף של מינויים רצויים.¹⁶¹ כך, למשל, גופים מוסדיים בבריטניה ובארצות הברית, מדינות המאופיינות במבנה בעלות מבוזר, אינם מציעים מועמדים מטעמם לדירקטוריון בשל מגוון שיקולים משפטיים, ובכלל זה חשש מהכפפה לדיני הצעת רכש, מחובות דיווח מוגברות, מחבות בגין סחר במידע פנים או מתגובת נגד רגולטורית.¹⁶² במדינות אלו, בניגוד לישראל, הגופים המוסדיים אינם יוזמים מינוי דירקטורים מטעמם, אך עיקר פעילות זו מבוצעת על ידי קרנות גידור (hedge funds) אקטיביסטיות, שפעילותן בישראל היא מצומצמת.

עוד יצוין כי שיקולים דומים חלים על פעילותם של גופים מוסדיים בישראל הפועלים במגזר הפיננסי. בפרט, מגבלות שונות שנקבעו על-ידי המפקח על הבנקים בהוראות ניהול בנקאי תקין בעניין עבודתו של מי שמוגדר "אדם קשור", החלות, בין היתר, על מי שמחזקי מעל 2.5% מזכויות ההצבעה בתאגיד בנקאי ופועל באופן אקטיבי למינוי חברי דירקטוריון, יוצרות תמריץ שלילי עבור המוסדיים להציע מועמדים מטעמם לדירקטוריון.¹⁶³ מבחינה מעשית, סביבה רגולטורית זו מגבילה באופן ממשי את יכולתם של בעלי המניות להציע מועמדים, ומובילה בפועל לכך שבמרביתם המוחלטת של המקרים, מושבי הדירקטוריונים בתאגידים הבנקאיים יאוישו על-ידי מועמדים שהציגה ועדת המינויים של בנק ישראל.¹⁶⁴

(ג) השפעת גופי הייעוץ

היבט נוסף של התנהלות בעלי מניות סביב מינוי דירקטורים אשר נבחן במסגרת המחקר הוא מידת ההתאמה בין המלצות חברות הייעוץ לבין אופן הצבעתם של בעלי מניות בפועל. חשיבותה של שאלה זו טמונה בהשפעתן של חברות ייעוץ הפרוקסי על דפוס ההצבעתם של בעלי מניות, הנגזרת מהשילוב בין מגמת

¹⁶⁰ אמיר שחר "אקטיביזם של בעלי מניות – 2017 השחיזה את החרב וקצת כיוונים לשנת 2018" **ניוזלטר שבולת** (22.1.2018) (עותק קשיח של נייר העמדה נמצא בידי הכותבים).

¹⁶¹ ראו חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 70, בעמ' 278 – 282.

¹⁶² שם, בעמ' 282 – 288.

¹⁶³ המפקח על בנקים "הוראות ניהול בנקאי תקין מס' 312 : עסקי תאגיד בנקאי עם אנשים קשורים" סעיף 3(ג) www.boi.org.il/he/BankingSupervision/SupervisorsDirectives/DocLib/312.pdf.

¹⁶⁴ ראו למשל, יהושע שי "ממשל תאגיד בנקים בישראל: בעיית הנציג בבנקים ללא גרעין שליטה", בעמ' 25-26. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3481723

ביזור השוק ועליית מעמדם של גופי ההשקעה המוסדיים, לבין נטייתם המובהקת של גופים אלה להיעזר בשירותיהן של חברות ייעוץ לצורך הצבעה באסיפות.¹⁶⁵

עיון בנתונים שנאספו בהקשר זה מלמד כי קיים פער בין המלצותיהן של חברות הייעוץ בעניין מינוי **מחדש** של דירקטורים לבין אופן הצבעתם של בעלי מניות בפועל, ובפרט, כי במרביתם של המקרים בעלי המניות **נמנעים** מלאמץ את המלצותיה של חברת אנטרופי להצבעה נגד מינוי מוצע. כך, בחינה פרטנית של המקרים שבהם אנטרופי המליצה נגד מינויים שהועלו להצבעה בין השנים 2016-2019, מלמדת כי מרביתם המוחלטת של מינויים אלה אושרו חרף המלצתה השלילית של אנטרופי, ואילו רק ב-11% מהמקרים המלצתה של אנטרופי אומצה והמינוי נדחה. מדובר בממצא משמעותי. בניגוד לטענות שהועלו בעבר כנגד השפעתה העודפת של אנטרופי, הנתונים מראים בבירור כי משקיעים מוסדיים נוטים להפעיל שיקול דעת עצמאי בבואם להצביע כנגד מינוי דירקטורים. רק אחת מתוך עשר המלצות נגד של אנטרופי בכל הנוגע למינוי דירקטורים מביאה בסופו של יום לאי בחירת דירקטור.¹⁶⁶

טבלה 6. תוצאות הצבעה לפי שנה

שנה	הועמדו למינוי	המלצה נגד (%) מתוך כלל (המועמדים)	לא אושרו (%) מתוך (המלצה נגד)
2016	357	50 (14%)	3 (6%)
2017	311	30 (9.6%)	2 (6.7%)
2018	676	124 (18.3%)	5 (4%)
2019	732	107 (14.6%)	25 (23.4%)

בניסיון למצוא הסבר לפער שזוהה, נבחנו נימוקיה של חברת אנטרופי להמלצותיה להצבעה נגד מינויים מחדש של דירקטורים בין השנים 2016-2019. יוער כי המידע אותו ניתחנו נוגע להמלצותיה של אנטרופי ביחס להצבעות על מינויי המשך בלבד, ועל כן לא מן הנמנע כי חלק מהנימוקים האפשריים להמלצות נגד מינויים ראשונים אינם מצויים בידינו. מעיון בנימוקים עולה כי ההמלצה להצביע נגד עשויה להישען על נימוקים מגוונים, ובכללם פערים בכשירותו או בפעילותו הקודמת של המועמד בחברה (כדוגמת שיעור השתתפות נמוך מסף מוגדר באספות דירקטוריות); קיומו של פוטנציאל לניגוד עניינים (שיעור גבוה של בני המשפחה בדירקטוריות החברה; קרבה משפחתית לבעל השליטה בנסיבות מסוימות; היותו של המועמד עובד החברה באופן היוצר חשש לניגוד עניינים מבני); קשיים במבנה הדירקטוריות הקיים (שיעור נמוך של דירקטורים בלתי תלויים; קיומו של מנגנון "דירקטוריות מדורגות"); וכן העדפת מועמדים אחרים שהתמודדו על אותו מושב בדירקטוריות. תיתכן טענה שלפיה בעוד שבמקרים מסוימים המלצותיה של אנטרופי נסמכות

¹⁶⁵ ראו עידו באום ועדי ארן "מה עשה הכסף שלנו היום?" (חוסר) שקיפות בהצבעות הגופים המוסדיים באספות כלליות של בעלי מניות" **המשפט** כו (2020) (70% מהגופים המוסדיים נעזרים בשירותיהן של חברות יעוץ לצורך הצבעה באסיפות). ראו גם: ורשבסקי וגרשגורן, לעיל ה"ש 129. לדיון במגמה זו בארה"ב, ראו: Asaf Eckstein & Sharon Hannes, *A Long/Short Incentive Campaign Scheme for Proxy Advisory Firms*, 53 WAKE FOREST L. REV. 787 (2018).

¹⁶⁶ בשל מגבלות נתונים לא עלה בידינו לבחון את תמונת המראה של התופעה, והיא שיעור המקרים בהם חרף המלצה של אנטרופי לאשר את מינוי של דירקטור, גופים מוסדיים בחרו להצביע נגד המינוי. עם זאת, ובהתבסס על מחקר קודם בתחום, יש יסוד להניח שבמצב בו אנטרופי ממליצה לאשר מינוי של מועמד מסוים לדירקטוריות, אחוזי הסתייה של המוסדיים מהמלצות של אנטרופי יקטנו באופן משמעותי. ראו ה"ש 129-133, והטקסט סביבן.

על מדיניות מוגדרת של החברה להתנגדות להמשך כהונה של דירקטור, המכילה לעתים כללים וספים "קשיחים", בעלי מניות נוטים להפעיל מידה רבה יותר של שיקול דעת בהחלטה על אופן הצבעתם לגבי מינוי קונקרטי.¹⁶⁷

כאן המקום להדגיש כי מן הנתונים שנמצאים בידינו, לא ברור מהו אחוז המוסדיים המסתייעים בשירותיה של אנטרופי מבין כלל בעלי המניות של חברה אשר בחרה שלא לאמץ את המלצתה של אנטרופי.¹⁶⁸ על פניו, ייתכן שבקרב בעלי המניות של החברה, אחוז המוסדיים המסתייעים בחברת אנטרופי הינו נמוך יחסית ולכן אף אם מרביתם מצביעים בהתאם להמלצת אנטרופי נגד מינוי דירקטורים, לא היה בכך די בכדי להשפיע על תוצאות ההצבעה. אף אם נניח לרגע כי יש ממש בטענה זו, אנו סבורים כי אין בה כדי להשפיע על הממצא המרכזי שבתת פרק זה, לפיו לגופי הייעוץ השפעה יחסית מצומצמת על תוצאות ההצבעה בכל הנוגע למינוי דירקטורים. לצורך השלכות המדיניות הנובעות מכך, ובכלל זה הדיון החשוב בשאלה האם יש מקום להגביל את כוחה של אנטרופי, אין זה באמת קריטי (לפחות לשיטתנו) אם ההשפעה המוגבלת של גוף הייעוץ נובעת מכך שהמוסדיים מתעלמים ממרבית המלצותיו של גוף הייעוץ מאחר ואינם מסתייעים בשירותיו או משום שהם בוחרים להפעיל שיקול דעת עצמאי ולהתעלם מההמלצות שהם מקבלים.

בסיכומו של חלק זה, עיון במכלול הנתונים הנוגעים לשימוש שבעלי מניות עושים בכוחם להשפיע על מינוי דירקטורים מעלה את הממצאים המרכזיים הבאים: ראשית, הראנו כי בעלי מניות בחברות עם בעלי שליטה ממעטים להתנגד למינוי דירקטורים – וזאת אף במקרים שבהם ניתן היה לצפות לאקטיביות מצדם (למשל בהקשר של מינוי ד"צים). לעומת זאת, חברות בבעלות מבוזרת מתאפיינות ברמת אקטיביזם גבוהה יותר מצד בעלי המניות, אם כי גם בהן בעלי מניות אינם נוטים לעשות שימוש בכוחם לשם אי הארכת כהונתו של דירקטור מכהן. שנית, הראנו כי בעלי מניות אינם עושים שימוש בכלי של הצבעת מחאה בשונה, למשל, מארצות הברית, שם מדובר באמצעי מקובל להפעלת לחץ על ההנהלה. בהקשר זה אף מצאנו כי בכל המקרים בהם מועמדות דירקטורים נדחתה, היה זה סביב מצבים בהם התחרה יותר ממועמד אחד על תפקיד הדירקטור (contested election), ולכן בהגדרה היו לאחר הבחירות מועמדים שלא נבחרו. שלישית, מצאנו כי במהלך תקופה של שלוש שנים, בעלי מניות מוסדיים הציעו 29 מועמדים מטעמם לדירקטוריון ב-16 חברות שונות. בהיבט השוואתי, מדובר במעורבות חריגה של מוסדיים במינויים דירקטורים. לבסוף, הראנו כי גם כאשר חברות הייעוץ ממליצות על הצבעה נגד מינוי מוצע, מינויים של דירקטורים מאושר באחוזים גבוהים מאד ממצא זה עשוי להעיד על כך שלחברות הייעוץ ישנה השפעה מוגבלת על תוצאות ההצבעות בקשר למינוי דירקטורים.

ג. המלצות מדיניות

בחלקו הקודם של המאמר הצגנו את הממצאים המרכזיים של מחקר אמפירי שביצענו בנוגע למינוי דירקטורים לכהונה בחברות הציבוריות הגדולות בישראל. בחלק זה של המאמר נדון במשמעויות נורמטיביות אשר עולות מהממצאים, ונציע המלצות מדיניות בהתבסס עליהן. כפי שניתן יהיה לראות, ההמלצות נוגעות להיבטים שקשורים ישירות לנושא של מינוי דירקטורים, כמו ההמלצה על הגברת

¹⁶⁷ בהקשר זה ראו: Asaf Eckstein, *The Push Towards Corporate Guidelines* (Working Paper, 2020) (מסביר כיצד העקרונות המנחים להצבעה באספות כלליות של חברות ציבוריות, שמפרסמים משקיעים מוסדיים גדולים בארה"ב ואף חברות ייעוץ למוסדיים, מהווים "נקודת פתיחה" בלבד להידברות בין בעלי המניות לבין החברות ואינם מכתיבים את אופן ההצבעה. כלומר, חברות מודעות לעקרונות המנחים אבל במידת הצורך מסבירות ומנמקות לבעלי המניות שלהן, מדוע עליהן לסטות מהעקרונות הכלליים במקרים ספציפיים).

¹⁶⁸ לשם איתור מידע זה יש צורך בבחינה פרטנית וקונקרטית של דפוסי ההצבעה של כל אחד מן הגופים המוסדיים שהסתייעו בשירותיה של אנטרופי במועד ההצבעה ביחס להמלצותיה, בחינה שלא עלה בידינו לבצע לאור מגבלת הנתונים שבידינו, אשר אינם כוללים מידע בנוגע לאופן ההצבעה הפרט של כל גוף מוסדי או בנוגע לשאלה האם הוא משתמש בשירותי חברת ייעוץ.

השקיפות בנוגע לאופן הצבעתם של בעלי מניות – ובכללם משקיעים מוסדיים – בהקשר של מינוי של דירקטורים, וכן ההמלצה על הקמת ועדות מינויים. בנוסף, להמלצות יש השלכות רחבות יותר, הקשורות במעמד, בתפקודם ובמעורבותם של הגופים המוסדיים בממשל התאגידי בישראל. כך, למשל, ההמלצות מתייחסות לצורך לבחון את האפשרות לשיתוף פעולה ביניהם לצורך מינוי דירקטורים ואת הקשר בינם לבין לחברות הייעוץ למוסדיים, ועוד.

1. הגברת השקיפות בנוגע להליך המינוי של דירקטורים

בחלק זה של הדיון נבקש להצביע על חשיבותה של השקיפות בהליכי מינוי דירקטורים כאמצעי להגברת הפיקוח על הנהלות של חברות ציבוריות. תחילה, נתמקד בצעדים שבראייתנו יש ליישם בחברות ציבוריות בישראל לשם שיפור זמינותו של מידע אשר עשוי לסייע לבעלי מניות לגבש עמדה ביחס למינוי דירקטורים. בנוסף, נדון באמצעים להגברת השקיפות ביחס לאופן התנהלותם של משקיעים מוסדיים סביב הליכי מינוי דירקטורים. כפי שנטען בהמשך, היבט זה של הגברת השקיפות עשוי לא רק לתרום להעשרת המידע הנגיש לבעלי המניות של חברות הפורטפוליו, אלא אף להשפיע לטובה על מידת מעורבותם של המשקיעים המוסדיים – המהווים, כאמור, שחקן מפתח בשוק הישראלי של היום – בהליכי מינוי דירקטורים.

(א) הגברת השקיפות – שיפור אופן הצגת מידע על הצבעות על-ידי החברה

כאמור בחלק ב', במהלך איסוף הנתונים התעורר קושי משמעותי להתחקות אחר תוצאות ההצבעות למינוי דירקטורים רגילים ברמת פירוט גבוהה, וזאת מאחר שבמצב המשפטי הקיים, החיוב לפרסם את תוצאות ההצבעה באופן מפורט מוגבל למקרים שבהם נושא ההצבעה מחייב את בחינת קיומו של עניין אישי של מצביע.¹⁶⁹ משמעות הדבר היא שבמרביתם המוחלטת של המינויים השגרתיים – המהווים את מרבית המינויים לדירקטוריונים בחברות ציבוריות – המידע שניתן להשיג בדבר הצבעה על מינוי דירקטור ספציפי מוגבל לתוצאותיה הסופיות, ללא כל פילוח נוסף (למשל, חלוקה להצבעות בעד ונגד). הצגה בינארית זו של המידע הופכת בעייתית במיוחד לאור מגמת ביזור השליטה בשוק הישראלי, שמתאפיינת, בין היתר, בפיזור תוצאותיהן האפשריות של הצבעות על פני מרחב מורכב יותר של מצביי ביניים (כפי שעולה מהחלק האמפירי, שבו הצבענו על כך ששיעור ההצבעה נגד מינוי דח"צים בחברות בבעלות מבוזרת גבוה בהרבה מזה המאפיין חברות בעלות גרעין שליטה).¹⁷⁰ רידוד המידע בדבר תוצאות ההצבעות עשוי להקשות על מגוון בעלי העניין בפעילותה של החברה, ובמרכזם בעלי מניות המבקשים להתעדכן על שינויים במצבת הדירקטוריון ברמת פירוט גבוהה, אשר תאפשר להם לזהות מינויים שנויים במחלוקת ולהגביר את הפיקוח על אותם דירקטורים. במענה לקושי זה ניתן להציע את הכללת המידע בדבר תוצאות ההצבעה שבמסגרתה הוחלט על מינוי הדירקטור במסגרת רשימת הפרטים החייבים בדיווח ביחס לדירקטורים שמינויים אושרו על-ידי האסיפה הכללית.¹⁷¹

המלצה נוספת נוגעת למידע הנמסר על-ידי החברה בנוגע לדירקטורים המכהנים שלא לקראת הצבעה ספציפית על מינויים לדירקטוריון, אלא במסגרת הדוחות התקופתיים של החברה. על-פי תקנה 26 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), תש"ל-1970 (להלן: "**תקנות הדיווח**"), דו"חות שנתיים של חברות

¹⁶⁹ תקנה 36ד(ב) לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970.

¹⁷⁰ ראו לעיל, בפרק ב'.

¹⁷¹ תקנות 26 ו-34 (ב) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970.

ציבוריות כוללים חלק המפרט נתונים שונים ביחס לדירקטורים המכהנים.¹⁷² דו"חות אלה כוללים גם שאלון ממשל תאגידי, שבו מפורטים נתונים נוספים ביחס לדירקטורים מכהנים, וזאת מכוח הנחיית גילוי של רשות ניירות ערך.¹⁷³ ואולם, הדו"חות נעדרים כל התייחסות לשיעור התמיכה וההתנגדות של בעלי המניות שהצביעו על מינויים או על הארכת כהונתם של הדירקטורים. נתון זה עשוי להיות בעל ערך אינפורמטיבי משמעותי עבור בעלי המניות של החברה, עבור משקיעים פוטנציאליים ועבור אנשי מקצוע רלוונטיים כדוגמת אנליסטים.

להגברת שקיפות המידע בנוגע לתוצאות ההצבעה על מינוי דירקטורים עשויות להיות שתי השלכות חיוביות משמעותיות. ראשית, גילוי עשוי לשמש גורם מרסן ביחס להתנהלותם של דירקטורים מכהנים, דירקטורים שמועמדים לכהונה, ואף ביחס לבעלי שליטה שבמקרים מסוימים יכולים להתעקש על מינוי של דירקטור מסוים (בחברות עם בעלי שליטה), חרף התנגדות עניינית של גופים מוסדיים. הגילוי הוכר כבר כמנגנון שיש בו כדי לכוון התנהגות ולהגביר את הפיקוח על הנהלת החברה, באמצעות שיתוף של הציבור במידע הרלוונטי, ובמקרים המתאימים אף באמצעות הטלת סנקציות מוניטניות וביוש (shaming).¹⁷⁴ להגברת הגילוי, אם כן, עשויה להיות תרומה חשובה, שעומדת בפניה עצמה, לשכלול פעילות שוק ההון בישראל. לטעמנו, ראוי גם לשקול את צירוף נימוקיהם של בעלי המניות הגדולים שהתנגדו למינוי או להארכת הכהונה – פרסום טעמי ההצבעה נגד מינויו של דירקטור עשוי "להפנות זרקור" אל עבר היבטים בהתנהלותו או בהליך מינויו שנחזו בעיני המתנגדים כבעייתיים, דבר אשר עשוי להשפיע על תפקודו העתידי של הדירקטור או לעודד בעלי מניות לשקול באופן מתמשך את עמדתם ביחס לכהונתו בדירקטוריון.

שנית, להגברת השקיפות עשויה להיות תרומה נוספת, אם כי עקיפה, על תמריצי בעלי מניות בולטים להיות מעורבים בהצבעות על מינוי דירקטורים מלכתחילה. במשטר עם גילוי מוגבל של תוצאות ההצבעה, לבעלי מניות (בין אם בחברות בבעלות מבוזרת ובין בחברות עם בעלות ריכוזית) תמריץ נמוך יותר להתנגד למינוי דירקטורים, גם כאלו שהתנהגותם נחזית בעיניהם כבעייתית, מאחר ותוצאות הצבעת מחאה ממילא לא יפורסמו, ולכן להתנגדותם עשוי להיות ערך הרתעתי רק במקרה הקיצון בו מינוי הדירקטור יסוכל. לעומת זאת, תחת משטר גילוי מקיף, גדל התמריץ להתנגד למינויים, שכן אף אם המינוי מאושר לעצם ההתנגדות – בייחוד אם מדובר באחוז משמעותי של מצביעים – עשויה להיות השפעה הרתעתית בפני עצמה. לנוכח הדברים האמורים, מוצע לכלול בדוח השנתי של החברה גילוי ביחס לשיעור התמיכה בכהונת הדירקטורים באספה הכללית של בעלי המניות של החברה. בחברות עם בעלי שליטה, מוצע אף לכלול גילוי בנוגע לשיעור התמיכה של בעלי המניות שאינם בעל השליטה או מי מטעמו.

(ב) הגברת השקיפות – הרחבת חובת הגילוי החלה על גופים מוסדיים

בחלקים מוקדמים של המאמר עמדנו על חשיבות מעורבותם של המשקיעים המוסדיים בממשל התאגידי של חברות הפורטפוליו, אותן חברות שבהן מושקעים כספי הציבור, ובפרט, בהליכי מינוי הדירקטורים

¹⁷² התקנה קובעת כי ביחס לכל אחד מהדירקטורים יפרט הדו"ח את שמו; מספר הזיהוי שלו; תאריך הלידה שלו; מענו להמצאת כתבי בי-דין; הנתניות שלו; חברותו בוועדה או ועדות של הדירקטוריון; האם מדובר בדירקטור בלתי תלוי או חיצוני כהגדרתו בחוק החברות, אם הוא בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית או כשירות מקצועית, ואם הוא דירקטור חיצוני מומחה; האם הוא עובד של התאגיד או של חברת-בת שלו או של חברה קשורה שלו או של בעל ענין בו; התאריך שבו החלה כהונתו כדירקטור של התאגיד; השכלתו ועיסוקיו בחמש השנים האחרונות, תוך פירוט החברות האחרות שבהן הוא מכהן כדירקטור; האם הוא בן משפחה של בעל ענין; והאם הוא דירקטור בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית.

¹⁷³ אמנם, מדובר בהנחיה שפג תוקפה, אולם רשות ניירות ערך מצויה בתהליך של עיגון תוכן ההנחיה בתקנות הדיווח, ולעת הזו חברות ציבוריות ממשיכות לדווח בהתאם להנחיית הגילוי. שאלון ממשל תאגידי כולל נתונים חשובים ביחס לשיעור הדירקטורים החיצוניים המכהנים בחברה; שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים; ושיעור ההשתתפות של כל אחד מהדירקטורים בשיבות הדירקטוריון ובוועדותיו.

¹⁷⁴ רועי שפירא "משפט ומוניטין: כיצד ההליך המשפטי מכתב סנקציות מוניטניות" משפט ועסקים כג (תשע"ט); שרון ידן, "המרחב ההבטעי של הרגולציה: האם המדינה צריכה לבייש?" משפט ועסקים כג (תשע"ט).

באותן חברות הפורטפוליו. דרך משמעותית לעידוד מעורבות זו היא באמצעות הגברת השקיפות בנוגע לאופן הצבעתם במסגרת הליכים אלה תוך הרחבת חובת הדיווח החלה עליהם. כיום, כפופים המוסדיים לשתי חובות דיווח עיקריות שאומצו בעקבות ועדות גושן וחמדני,¹⁷⁵ באסדרה של רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון.¹⁷⁶ בהתאם לאותה אסדרה, גופים מוסדיים נדרשים לפרסם באתר האינטרנט שלהם את מדיניות ההצבעה שקבעה ועדת ההשקעות שלהם. לדרישה זו חשיבות בלתי מבוטלת בהקשר של קידום ובשיפור הממשל התאגידי בחברות הפורטפוליו, שכן מדיניות ההצבעה לא רק מנחה את הגופים המוסדיים כיצד להצביע, אלא היא גם מהווה מנגנון לתקשורת (קומוניקציה) בין הגופים המוסדיים לבין חברות הפורטפוליו.¹⁷⁷ חברות הפורטפוליו אמורות להכיר מקרוב את מדיניות ההצבעה של הגופים המוסדיים, ובפרט את זו של המוסדיים המחזיקים בשיעור לא מבוטל של זכויות הצבעה בה. בדרך זו, יכולות החברות ללמוד על תפיסת העולם של המוסדיים ועל ציפיות המוסדיים מחברות הפורטפוליו.¹⁷⁸

בנוסף, המשקיעים המוסדיים נדרשים לפרסם דיווח אודות האופן שבו הצביעו בפועל באספות כלליות של חברות הפורטפוליו שלהם.¹⁷⁹ במסגרת אותו הדיווח, הגוף המוסדי מפרט, בין השאר, מידע בנוגע לנושא ההצבעה; לאופן שבו הוא הצביע; למידת ההתאמה בין אופן ההצבעה בפועל לבין מדיניות ההצבעה של ועדת ההשקעות של הגוף; לשאלה האם ההצבעה נעשתה בנסיבות של ניגוד עניינים; לשיעור האחזקה של הגוף מוסדי בחברה שבאספה הכללית שלה הוא הצביע; ולתוצאות ההצבעה בפועל. מעניין לציין שכיום, גוף מוסדי אינו חייב לגלות לציבור את הסיבות שהובילו אותו להצביע בניגוד למדיניות ההצבעה של ועדת ההשקעות שלו.¹⁸⁰ בנוסף, הוא גם אינו חייב לגלות את הסיבות שהובילו אותו להצביע נגד ההצעה שעלתה לסדר היום באספה הכללית. לבסוף, גם לא קיימת חובת גילוי בנוגע לסיבות שבעטיין נושא מסוים הורד מסדר היום באספה הכללית. בהיעדר חובות גילוי שכאלה, גופים מוסדיים אינם מתנדבים לפרט מידע בנוגע להתנגדות שלהם לנושא מסוים, ומשכך קשה לדעת מה עומד מאחורי אותה התנגדות.

לשיטתנו, ראוי להרחיב את היקף חובת הגילוי המוטלת על המשקיעים המוסדיים ביחס להצבעות בקשר למינוי דירקטורים, ובפרט ביחס להצבעות של מוסדיים נגד מינוי או הארכת כהונה של דירקטורים. זאת, באמצעות הוראה מפורשת שתאומץ בחוק או בדבר אסדרה.¹⁸¹

כפי שהסברנו בחלק מוקדם יותר של המאמר, להצבעה של מוסדי נגד מינוי דירקטור מסוים, בנסיבות שבהן אותו המוסדי מוצא לנכון להתנגד לאישור המינוי, עשויה להיות חשיבות רבה. זאת, גם אם התנגדותו של אותו המוסדי לא הכריעה בסופו של יום את תוצאות האספה. הצבעה נגד, ודאי אם היא נעשית על ידי גוף מוסדי גדול שנהנה משיעור אחזקות גבוה בחברה, עשויה לשמש כאקט מחאתי שבכוחו "להביך" את החברה, ובכך לרסן אותה, את בעלי השליטה בה ואת נושאי המשרה המכהנים בה.

לצורך התחקות אחר הטעמים להצבעות הנגד, נדרש מאמץ מיוחד שכולל פנייה לדו"ח ההשתתפות באסיפות שמפרסם כל מוסדי בנפרד. עם זאת, ברוב המוחץ של המקרים, דו"ח ההשתתפות של המוסדי אינו כולל גילוי להצבעה נגד מינוי לראשונה או מינוי מחדש של דירקטור. משכך, ברוב המוחץ של המקרים, מקור המידע הזמין היחיד בהקשר זה הוא מדיניות ההצבעה של הגוף המוסדי. אולם, הבעיה היא, שמדיניות

¹⁷⁵ ראו: דו"ח ועדת גושן, לעיל ה"ש 25, בעמ' 41 – 42; דו"ח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 26, בעמ' 19.

¹⁷⁶ לפירוט האסדרה הקיימת והתפתחותה ראו: באום וארן, לעיל ה"ש 165, בעמ' 126.

¹⁷⁷ ראו: Eckstein, *The Push Towards Corporate Guidelines*, לעיל ה"ש 167.

¹⁷⁸ שם.

¹⁷⁹ ראו: באום וארן, לעיל ה"ש 165.

¹⁸⁰ שם.

¹⁸¹ במאמרנו כאן, אנו מתמקדים בהצבעות בנושא של כהונת דירקטורים. עם זאת, יתכן שהגברת השקיפות רצויה גם בקשר להצבעות של גופים מוסדיים בנושאים אחרים.

ההצבעה של הגוף המוסדי מספקת קווים מנחים, שיקולים כלליים, ותיאור כללי של הציפייה של הגוף המוסדי מהדירקטור. חלק גדול מהשיקולים הנכללים במדיניות ההצבעה בקשר למינוי דירקטורים, מתייחס גם לשיקולים שאינם נוגעים לדירקטור המועמד באופן ספציפי, אלא לפרופיל הדירקטוריון באופן כללי: גיוון מגדרי, שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים, ביצועי החברה ועוד. פעמים רבות מדיניות ההצבעה של הגוף המוסדי מפנה למדיניות ההצבעה של חברת הייעוץ למוסדיים: "אנטרופיי" או "עמדה".¹⁸² מכאן, שבמצב הנוכחי קשה לגזור מסקנה ביחס לסיבות שעמדו בבסיס ההתנגדות של הגוף המוסדי למינוי (או הארכת הכהונה) של הדירקטור. חיזוק לדברים האמורים ניתן למצוא בעובדה שלמרות הדמיון הרב (שעולה לעיתים עד כדי זהות מוחלטת) בין מדיניות ההצבעה של המוסדיים השונים, בחלק מההצבעות שנבחנו במאמר, קיים שוני באופן שבו הצביעו המוסדיים.

במצב שכזה לא ניתן להבין מדוע על בסיס מדיניות הצבעה דומה, לעיתים זהה, גוף מוסדי אחד הצביע בעד כהונה של דירקטור, בעוד שגוף מוסדי אחר הצביע נגד כהונה של אותו הדירקטור, במסגרת אותה האספה. ההסבר ההגיוני לכך הוא שמדיניות ההצבעה כוללת עקרונות רחבים, ומותירה שיקול דעת רחב לגוף המוסדי בבואו להצביע בנסיבות הייחודיות (אידיאליסטיות) לחברה מסוימת ולדירקטור מסוים.¹⁸³ אותם עקרונות להצבעה הם למעשה מעין "נקודת פתיחה" ממנה יכולה להתנהל הידברות בין החברה לבין הגוף המוסדי בנוגע להצבעה על מינוי הדירקטור (או על נושא אחר).¹⁸⁴

הדברים האמורים מחדדים את הצורך בפירוט ההנמקות להצבעות הנגד שמצביעים הגופים המוסדיים. לפירוט ההנמקות עשוי להיות ערך אינפורמטיבי משמעותי עבור המשקיעים הקיימים והמשקיעים הפוטנציאליים בחברה,¹⁸⁵ ועצם פרסומן עשוי להיות **גורם מרסן** התנהלות בעייתית של הדירקטוריון או של דירקטורים שנויים במחלוקת (וזאת אף ללא קשר לשאלה האם יש בכך כדי להגביר את מעורבות בעלי מניות במינוי דירקטורים). בנוסף, הגברת השקיפות תאפשר גם ללקוחות של המוסדיים (חוסכים, מבוטחים, עמיתים וכו'), שאת כספם משקיעים הגופים המוסדיים ובשם למעשה הם מצביעים בחברות הפורטפוליו, לפקח באופן אפקטיבי יותר על מעורבותם של המוסדיים בנעשה באותן החברות.¹⁸⁶ על-כן, כאמור, הגיעה העת לחייב גופים מוסדיים בגילוי הטעמים להצבעה נגד.

בהקשר זה, אפשר ותישמע טענה ולפיה בהינתן המספר העצום של ההצבעות שבהן נדרשים הגופים המוסדיים להשתתף, חיוב המוסדיים לפרט את ההנמקות יטיל נטל מכביד נוסף על המוסדיים. בתגובה לחשש זה, אפשר לקבוע שלא כל התנגדות תהיה מחויבת בגילוי ההנמקה להתנגדות, אלא רק התנגדות של מוסדי שמחזיק במועד ההצבעה הרלוונטית בשיעור מסוים של זכויות ההצבעה. לטעמנו, ובהתחשב בממצאי

¹⁸² ראו: לעיל ה"ש 137.

¹⁸³ ראו: Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 COLUM. L. REV. 767 (2017).

¹⁸⁴ ראו: Eckstein, *The Push Towards Corporate Guidelines*, לעיל ה"ש 167.

¹⁸⁵ כבר בדוח ועדת גושן, זוהו הגופים המוסדיים, בצדק, כ"מובילי דעה". ראו: דוח ועדת גושן, לעיל ה"ש 25, בעמ' 40.
¹⁸⁶ בהקשר זה ראו את דברי ההסבר לכלל שאימצה רשות ניירות ערך האמריקאית בשנת 2003, שהורה על הגברת השקיפות וגילוי האופן שבו קרנות נאמנות בארצות הברית הצביעו בחברות הפורטפוליו. *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, Release No. 8188 (Ja. 31, 2003), 68 Fed. Reg. 6564, 6565 (Feb. 7, 2003), <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2003-02-07/pdf/03-2951.pdf> ("This increased transparency will enable fund to monitor their funds' involvement in the governance activities of portfolio companies, which may have a dramatic impact on shareholder value.")

המחקר, ראוי להעמיד שיעור זה על 1%, כך שמוסדי שמחזיק בזכות הצבעה בשיעור של לפחות 1% ובוחר להתנגד למינוי הדירקטור, יחויב לנמק את התנגדותו.¹⁸⁷

בנוסף, ובהמשך ישיר לנתונים שהצגנו בפרק הקודם, יכולה להישמע טענה, שחיוב של גוף מוסדי לגלות את הטעמים להתנגדותו למינוי של דירקטור, מעבר לעובדה שאותו מוסדי הצביע נגד המינוי, תייצר אפקט מצנן (chilling effect) ותרתיע את המוסדי, מלכתחילה, מלהצביע נגד המינוי.¹⁸⁸ לפי הלך מחשבה זה, גילוי הטעמים להתנגדות, בנוסף להצבעת הנגד (כל זאת כמקשה אחת), עלול להחרף את הסיכון לעימות בין הגוף המוסדי לבין חברות הפורטפוליו, מחיר שאותו המוסדי לא יהיה מוכן לשלם.¹⁸⁹ זאת, בשל הרצון שלו לשמור על קשרים תקינים עם החברות שעם חלקן הגדול עשויים להיות לו קשרים עסקיים,¹⁹⁰ ובהכירו את הכוח שבו אוחזים בעלי שליטה ומנהלים בכירים של חלק מן החברות – בזירה הפוליטית ובזירה האסדרתית; כוח זה יכול לייצר התנגדות פוליטית וכן יוזמות אסדרה נגד פעילותו של הגוף המוסדי.¹⁹¹

אנו סבורים שחששות אלה אינם מצדיקים הימנעות מחיוב של הגופים המוסדיים בתיאור הטעמים להצבעה נגד. ראשית, הערך הגלום במידע מסוג זה הוא רב, וממילא מצופה מהגופים המוסדיים לפעול כשומרי סף בעלי תרומה משמעותית לפיקוח על התנהלותן של חברות הפורטפוליו שבהן מושקע כספם של "משקיעי הקצה", המשקיעים הקמעונאיים (המבוטחים, חוסכים, עמיתים וכו'). שנית, ההצעה שהצענו מוקדם יותר, להחיל את החיוב על גופים מוסדיים שמחזיקים בזכויות הצבעה בשיעור הגבוה מ-1%, מאזנת אף היא בין החשש ליצירת אפקט מצנן לבין התרומה שישנה בגילוי. יש להניח שמוסדיים בעלי שיעור אחזקות שכזה הם גופים גדולים שמסוגלים להדוף ניסיונות של בעלי שליטה, הנהלות, או גורמים אינטרסנטיים להרתיע באמצעות איום בניתוק קשרים עסקיים, קמפיינים שליליים או התערבות פסולה אחרת. שלישית, הצבעה נגד בליווי גילוי הטעמים להצבעה נגד, מהווים מנגנון שהשימוש בו כרוך בעלויות נמוכות יחסית, שעדיין מאפשר למוסדיים לקדם מטרות כלליות שנוגעות לאימוץ עקרונות של ממשל תאגידי שהמוסדיים תומכים בהם, כמו למשל גיוון מגדרי, הגבלה על כהונה במספר דירקטוריונים במקביל (overboarding), מחאה בנוגע לשכר גבוה וכו'. בהקשר זה יש לציין, כי הגברת הגילוי והחלתו גם ביחס לטעמים שעומדים בבסיס הצבעות נגד, עשויה אף להוביל את המוסדיים לגבש עקרונות ברורים יותר במסגרת מדיניות ההצבעה. כיום, מדיניות ההצבעה כוללת מסגרת כללית המורכבת מעקרונות "גנריים". חיוב גופים מוסדיים בגילוי הטעמים להתנגדות במקרים ספציפיים, עשוי לעודד את המוסדיים לחדד את העקרונות הרלוונטיים במדיניות ההצבעה שלהם. רביעית, במנגנון של הצבעה נגד ניתן לראות אמצעי ביניים שמאפשר למוסדיים למנוע כהונה בדירקטוריון של מועמדים לא ראויים, אך יחד עם זאת אמצעי זה לא מגיע לכדי התערבות של המוסדיים להנהלת החברה בבחירת זהות הדירקטורים.

¹⁸⁷ הבחירה בשיעור אחזקות של 1% איננה שרירותית. נזכיר, כי לפי ס' 66(ב) לחוק החברות, "בעל מניה, אחד או יותר, שלו אחוז אחד לפחות מזכויות ההצבעה באסיפה הכללית, רשאי לבקש מהדירקטוריון לכלול נושא בסדר היום של אסיפה כללית שתתכנס בעתיד." ; בנוסף, לפי ס' 245 (א) לחוק החברות, דירקטור חיצוני בחברה ציבורית ימונה לתקופת כהונה נוספת אם, בין השאר, "בעל מניות, אחד או יותר, שלו אחוז אחד לפחות מכלל זכויות ההצבעה בחברה, הציע את מועמדותו לכהונה נוספת, ...".

¹⁸⁸ ראו הנתונים שהוצגו בתת פרק 3.1 של החלק האמפירי בנוגע על נטיית המוסדיים שלא להתנגד למינוי דירקטורים חיצוניים בחברות עם בעלי שליטה גם במצבים שביכולתם להטיל וטו על מינוי הדירקטורים.

¹⁸⁹ לדיון בחשש זה ראו: Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 COLUM. L. REV. 2029 (2019).

¹⁹¹ לדיון בחשש זה ראו: Bebchuk & Hirst, לעיל, בעמ' 2066 – 2070. בארצות הברית, עובר לאימוץ הכלל המחייב מוסדיים בגילוי האופן שבו הם מצביעים, שאומץ בראשית שנת 2003, העלו מוסדיים חששות דומים. בהתאם לאותם החששות, הגברת השקיפות ביחס לאופן שבו מוסדיים מצביעים בחברות הפורטפוליו עלולה להוביל לפעולות "גמול" מצד חברות הפורטפוליו, ולקמפיינים "מתזמרים" נגד המוסדיים. ראו: הכלל האמריקאי המורה על גילוי, לעיל ה"ש 186, בעמוד 65–68.

2. עידוד מעורבות הגופים המוסדיים במינוי דירקטורים

ביחד עם הגידול בהיקף הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים בישראל, התעורר השיח בדבר התרומה האפשרית של אקטיביזם של משקיעים מוסדיים, ביחס לחברות שבהן הם משקיעים את כספי הציבור. אותו השיח קיבל דחיפה לאחר פרסום המלצות הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל,¹⁹² והוועדה לבחינת הצעדים להגברת מעורבותם של הגופים המוסדיים בשוק ההון הישראלי.¹⁹³ כיום, משקיעים מוסדיים אינם כפופים לחובה גורפת להשתתף במכלול ההצבעות על הנושאים השונים שעולים להצבעות באספות של חברות, אלא כפופים לחובת השתתפות בהצבעות על עניינים ספציפיים. מכנה משותף רחב בהקשר זה מוצא ביטוי בחובה החלה על המוסדיים להשתתף בהצבעות על מינוי ופיקטורים של דירקטורים. חובה זו חלה על קרנות נאמנות שגם מחויבות לדווח על אופן הצבעתן,¹⁹⁴ קופות גמל, חברות ביטוח, וכן קרנות פנסיה.¹⁹⁵

בחלק זה של המאמר נתייחס לשתי דרכים נוספות לעידוד מעורבות הגופים המוסדיים בקשר למינוי דירקטורים. אולם, לפני שנפנה לעשות כן, נבקש להתייחס בקצרה לשאלה מדוע יש בכלל צורך בעידוד מעורבות המוסדיים. הנתונים שהצגנו בפרק הקודם מראים אמנם כי בחברות בעלות מבנה מבוזר יש שיעור לא זניח של דירקטורים שמינויים לא אושר, וכן קיימת מעורבות חריגה של המוסדיים במינוי אקטיבי של דירקטורים, בהשוואה לארצות הברית ובריטניה. יחד עם זאת, בשתי מדינות אלו מינוי דירקטורים מבוצע כעניין שבשגרה על ידי קרנות גידור אקטיביסטיות שפעילותן בישראל היא מצומצמת,¹⁹⁶ ולכן יש בפעילות המוסדיים כדי למלא את החלל שנוצר (גם כאשר מדובר בחברות עם מבנה בעלות מבוזר). בהקשר זה, וכפי שנראה מיד, המסגרת החקיקתית והאסדרתית הקיימת כיום בישראל עלולה להרתיע מוסדיים מלשתף פעולה ביניהם, שכן הם עלולים להיחשב למחזיקים יחד, ובכך להימצא כמי שהפרו את מגבלת רף האחזקות המותר למוסדיים לפי החוק. לבסוף, המעורבות המצומצמת של מוסדיים במינוי דירקטורים בחברות עם בעלי שליטה, כפי שעולה מן הממצאים שהצגנו בפרק הקודם, מצדיקה אף היא נקיטה באמצעים שונים לעידוד מעורבות המוסדיים בהליכי מינוי לדירקטוריון, והדברים אך מקבלים משנה תוקף לאור ההכרה הולכת וגוברת בקרב חוקרי ממשל תאגידי וקובעי מדיניות בנוגע לחשיבות מעורבות זו.¹⁹⁷

(א) שיתופי פעולה בין גופים מוסדיים לצורך מינוי דירקטורים

היקף הנכסים המנוהלים על ידי גופים מוסדיים עלה בשנים האחרונות בשיעור ניכר – הן בישראל והן בעולם.¹⁹⁸ לנוכח דריסת הרגל המשמעותית של גופים אלה בפעילות הכלכלית והשפעתם עליה, מצופה מהם לפעול באופן אקטיבי בחברות שבהן הם משקיעים את כספם של לקוחותיהם (חברות הפורטפוליו). ניתן למקם את מידת מעורבותם של המוסדיים במינוי דירקטורים על ציר המתאר את עוצמתה: בקצהו האחד של הציר ניתן למקם מעורבות "רכה" המבוססת בעיקר על הבעת עמדה או על תקשורת מילולית בין המוסדיים לבין חברות הפורטפוליו (engagement), פעמים רבות "מאחורי הקלעים"; מעורבות אקטיבית יותר עשויה לכלול התנגדות של המוסדיים למינוי או להארכת כהונה של דירקטור מסוים; ואילו בקצהו

¹⁹² ראו: דו"ח ועדת גושן, לעיל ה"ש 25, בעמ' 36 – 42.

¹⁹³ ראו: דו"ח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 26.

¹⁹⁴ ראו: ס' 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994, בצירוף תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים), תשע"ו-2015. קרנות נאמנות מחויבות גם לדווח על אודות האופן שבו הצביעו. ראו: תקנה 27 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (דוחות), התשנ"ה-1994.

¹⁹⁵ ראו: תקנה 2 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), תשס"ט-2009; ראו גם: משרד האוצר – אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, "הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון", חוזר גופים מוסדיים 2009-9-11 (21.6.2009); וחוזר גופים מוסדיים 2014-9-6 באותו נושא מיום 10.6.2014.

¹⁹⁶ חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 70, עמ' 270.

¹⁹⁷ ראו דיון נרחב בעניין זה בתת פרק א.3.

¹⁹⁸ לעיל ה"ש 209 – 210.

השני של הציר ניתן למקם את ההתערבות האקטיבית ביותר מצד המוסדיים, אשר עשויה למצוא ביטוי בהצעת מועמדים ספציפיים לדיקטוריון.¹⁹⁹

עם זאת, מעורבות אקטיבית בנעשה בחברות הפורטפוליו כרוכה בהשקעת משאבים רבים. בנוסף, קיים חשש מבעיית "טפילות" (free-riding) שמדכאת מראש את התמריץ של כל אחד מהמוסדיים לפעול באופן אקטיבי.²⁰⁰ כך, משקיע מוסדי, שממילא גובה מלקוחותיו דמי ניהול המבוססים על אחוז נמוך מאוד מכלל הנכסים המנוהלים על ידו (ולא גובה דמי ניהול הנגזרים מתשואה על ההשקעה), חושש להשקיע תשומות לשם שיפור הממשל התאגידי בחברת פורטפוליו, תוך ידיעה שמוסדיים אחרים שמשקיעים באותה החברה עלולים שלא להשקיע ו"לִרְכֹּב" על השקעתו וליהנות מפירותיה.

בניסיון להתגבר על בעיית התמריצים המתוארת לעיל, הציע אחד מאיתנו, במאמר משותף עם אסף חמדני, לאפשר לגופים המוסדיים לשתף פעולה ביניהם בכל הקשור למינוי דירקטורים.²⁰¹ שיתוף הפעולה יאפשר למוסדיים לחלוק ביניהם את עלויות הפיקוח על חברות הפורטפוליו באופן כללי ואת העלויות הכרוכות בהליכי מינוי דירקטורים באופן ספציפי. בנוסף, שיתוף הפעולה יאפשר להציג חזית אחידה מול הנהלות ומול בעלי שליטה, בחברות עם בעלות מבוזרת ובחברות עם בעל שליטה, בהתאמה, לחזק את ההשפעה של המוסדיים באותן החברות ולהפחית את החשש מתגובת נגד של בעל השליטה או מנהלים בכירים אליו התייחסו בפרק הקודם.²⁰²

המסגרת החקיקתית והאסדרתית הקיימת כיום עלולה להרתיע מוסדיים מלשתף פעולה ביניהם. כך, למשל, גופים מוסדיים המשתפים פעולה לצורך מינוי דירקטורים יכולים להיחשב למחזיקים יחד, ובשל שיעור האחזקות המצטבר שייווצר בעקבות שיתוף הפעולה, הם עלולים להימצא כמי שהפרו את מגבלת רף האחזקות המותר למוסדיים לפי החוק והאסדרה הקיימת.²⁰³ על-כן, הוצע שקובעי המדיניות יעצבו הגנת "נמל מבטחים" שתבהיר מהם גבולות שיתוף הפעולה המותר בין הגופים המוסדיים לשם מינוי דירקטורים, מבלי שהדבר יהווה שליטה.²⁰⁴

בסיכום נקודה זו, לשיתוף פעולה בין גופים מוסדיים לצורך מינוי דירקטורים עשויה להיות תרומה משמעותית לפיתוח הממשל התאגידי בחברות פורטפוליו. שיתוף הפעולה צפוי להגביר את מעורבותם של המוסדיים בנעשה בחברות, דבר חשוב במיוחד לנוכח האדישות המאפיינת את בעלי המניות ה"קטנים" (קמעונאיים) המשקיעים בחברות ציבוריות בישראל, ובהינתן שבישראל כמעט ולא קיימת פעילות של קרנות גידור (hedge funds) אקטיביסטיות כדוגמת אלה שפועלות בארצות הברית.

¹⁹⁹ חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 70.

²⁰⁰ דב סלומון, לעיל ה"ש 88, בעמ' 339 – 350.

²⁰¹ חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 70.

²⁰² חמדני וקסטיאל, לעיל, בעמ' 272. באשר לחשש המוסדיים מעימות אפשרי עם בעל השליטה, ראו את הדיון שסביב ה"ש 151-152 לעיל.

²⁰³ חמדני וקסטיאל, לעיל, בעמ' 288 (מסבירים כיצד "גוף מוסדי או קבוצת משקיעים מוסדיים רשאים להחזיק עד 20% מסוג מסוים של אמצעי שליטה בתאגיד בודד, ובלבד שהחזקה אינה מקנה שליטה").

²⁰⁴ חמדני וקסטיאל, לעיל, בעמ' 296 – 307. בנוסף, לאחרונה, פרסמה רשות התחרות גילוי דעת ממנו עולה כי שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים לצורך הצבעה באסיפה הכללית של תאגיד מסוים לא יחשב כהסדר 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 שהשתתפו או 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>.

(ב) שיפוי מוסדיים בגין הוצאות הכרוכות במינוי דירקטורים

דרך נוספת שניתן לשקול לצורך הגברת מעורבותם של הגופים המוסדיים במינוי דירקטורים היא להציע לגופים המוסדיים שיפוי עבור הוצאות הכרוכות במאמצים שישקיעו בקשר למינוי דירקטורים. כאשר בעלי המניות מבקשים לקרוא תיגר על מועמדים שהוצעו מטעם החברה, ומנסים "להתחרות" על מינוי מועמדים לכהונה בדירקטוריון, תחרות מעין זו עשויה להיות כרוכה בהוצאות משמעותיות הקשורות להפצת המסמכים הרלוונטיים לבעלי מניות וביצוע פעולות נוספות, ובכלל זה טלפונים ותכתובות דוא"ל לבעלי המניות של החברה בניסיון לשכנע אותם לתמוך במועמדים מטעמם של בעלי המניות, מצגות למשקיעים מוסדיים, פרסומים בעיתונים ולעיתים גם ליטיגציה בבתי משפט.²⁰⁵ לכך יש להוסיף גם את החשש – עליו עמדנו בפרק התיאורטי – של בעל מניות ששוקל להציע מועמד מתחרה מטעמו, מבעיית הטפילות.²⁰⁶ כך, בעוד הוא צפוי לשאת בעלויות הגבוהות מכיסו, הוא צפוי להרוויח רק חלק קטן מן התועלת שעשויה לצמוח אם המועמד מטעמו יזכה ויתמנה לדירקטוריון.²⁰⁷ לוסיאן בבצ'וק הציע בעבר לשפות בעלי מניות שמנסים למנות מועמדים לדירקטוריון במסגרת הליך תחרותי, אם אותם מועמדים זכו בשיעור קולות המבטא תמיכה רחבה באספה הכללית של בעלי המניות (גם אם שיעור הקולות התומכים לא הספיק כדי להבטיח את בחירתו של המועמד המוצע).²⁰⁸

באופן דומה, ניתן לשקול יצירת מודל מקומי לשיפוי של מוסדיים בישראל בגין מאמצים והוצאות שיושקעו בניסיון למנות דירקטורים מטעמם בדירקטוריונים של חברות הפורטפוליו. על מודל כזה להביא בחשבון את מאפייניו הפרטניים של השוק הישראלי, כדוגמת שיעורי ההצבעה שייחשבו למייצגים "תמיכה רחבה" בהינתן מבני ההחזקה הנפוצים בשוק, וכן השוני בעלויות הכרוכות בניסיון לקדם את מינויו של מועמד חיצוני בישראל – שוני אשר נובע, בין היתר, מקיומה של אפשרות לגישה ישירה (Proxy Access) של בעלי מניות להליכי מינוי דירקטורים. הטמעת מודל שכזה אל תוך הדין הישראלי עשויה לתמרץ מוסדיים להיות אקטיביים יותר, ובהתאמה לשפר את איכות הדירקטוריונים ואת הממשל התאגידי בחברות הפורטפוליו. באופן עקיף, מודל מעין זה צפוי לתמרץ את ההנהלות של חברות הפורטפוליו לטייב את תהליכי מינוי הדירקטורים בחברות הציבוריות בישראל כדי למנוע התערבות של גופים מוסדיים.

²⁰⁵ ראו: Lucian A. Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 VA. L. REV. 675, 697-700 (2007). בבצ'וק עומד על כך שעלויות אלו, הנאמדות לעיתים במאות אלפי דולרים, נובעות מעלויות הקשורות לצורך במשלוח מסמכים רלוונטיים לבעלי המניות של החברה בניסיון לשכנע אותם בהתאמתם של המועמדים שאמורים להתחרות בדירקטורים המכהנים (או במועמדים אחרים מטעם החברה). מנתונים שאספו אד רוק ומרסל קהאן במאמרם, עולה כי ההליך הטכני (לבדו) הכולל את הפצת ההזמנות והנתונים הרלוונטיים לאסיפה (uncontested solicitation), כרוך בעלויות שגועות בטווח של 10,000 – 100,000 דולרים, תלוי בגודל החברה. ראו: Kahan & Rock, לעיל ה"ש 47, בעמ' 1364. כפי שמדגימים קהאן ורוק, כאשר מדובר בהתארגנות לקראת בחירות בין מועמדים שונים (contested solicitation), מדובר במהלך שמוזכר "קמפיין פוליטי" ומטבע הדברים כרוך בעלויות גבוהות בהרבה. שם, בעמ' 1364. פעולות אלה כרוכות בעלויות גבוהות מאוד, התלויות בגודל החברה: בחברות עם שווי שוק נמוך מ-300 מיליון דולר העלות הממוצעת (חציונית) עומדת על 267,000 דולר (200,000 דולר); בחברות עם שווי שוק שנע בין 300 מיליון דולר ל-1 מיליארד דולר העלות הממוצעת (חציונית) עומדת על 643,000 דולר (275,000 דולר); ובחברות עם שווי שוק שעולה על מיליארד דולר העלות הממוצעת (חציונית) עומדת על 2.17 מיליון דולר (1.15 מיליון דולר). שם, בעמ' 1365.

²⁰⁶ ראו ה"ש 82-84, לעיל, והטקסט סביבן.
²⁰⁷ ראו: Lucian A. Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, לעיל, בעמ' 689.
²⁰⁸ ראו: Kobi Kastiel & Yaron Nili, *Competing for Votes*, 10 HAR. BUS. L. REV. 699. לקריאה נוספת ראו גם: 287, 333-4 (2020). (מציעים לשקול מתן שיפוי אם מועמד חיצוני זכה לתמיכה בשיעור של כ-30% - 50% מהקולות).

3. חברות הייעוץ המוסדיים

התעצמותם של הגופים המוסדיים בשני העשורים האחרונים, בארצות הברית²⁰⁹ ובישראל,²¹⁰ הובילה להיוולדן ובהמשך להתעצמותם של חברות הייעוץ המוסדיים. תופעה זו משכה תשומת לב בעיקר בארצות הברית, עם שליטה כמעט מוחלטת של שתי חברות ייעוץ – ISS ו-Glass Lewis,²¹¹ ובהמשך גם בישראל.²¹² חברות הייעוץ מספקות שירותי ייעוץ למוסדיים בנוגע לאופן שבו עליהם להצביע באספות כלליות של חברות שבהן הם משקיעים, במגוון רחב של נושאים. הגופים המוסדיים אמורים להצביע במאות ובארצות הברית באלפי חברות, והם כורעים תחת העומס, שהולך וגדל עם ריבוי הנושאים שעולים להצבעה באספות הכלליות. התעצמותם של המוסדיים, בשילוב עם הגידול במטלות ההצבעה, דחפו את המוסדיים להיעזר בחברות הייעוץ באופן הולך וגובר. בהתאם לביקורת שהתעוררה בשנים האחרונות, נטען כי הגופים המוסדיים אף הגיעו למצב שבו הם מבצעים "מיקור חוץ" (outsourcing) של חובות ההצבעה שלהם. ביקורת חריפה יותר גורסת שהמוסדיים עוקבים באופן "עיוור" אחר המלצות חברות הייעוץ, מבלי לבצע ניתוח עצמאי בנוגע לנושאים שעולים להצבעה באספות הכלליות.²¹³ לאותה הביקורת שתוארה לעיל יש להוסיף את הביקורת שמכוונת לניגודי העניינים המובנים (אינהרנטיים) שבהם מצויות חברות הייעוץ, כאשר מצד אחד הן מייצעות לגופים המוסדיים כיצד להצביע באספות של חברות הפרטפוליו, ומצד שני הן מייצעות לחברות כיצד לצלוח את אותן ההצבעות.²¹⁴

הביקורת המתוארת לעיל הובילה קובעי מדיניות בחו"ל וגם בישראל "לחשב מסלול מחדש" בנוגע לפעילותן של חברות הייעוץ. כך, בארצות הברית התקיימו דיונים נרחבים בנוגע לאופן שבו ראוי לרסן את פעילותן של חברות הייעוץ ולצמצם את ההשפעות השליליות האפשריות של ניגודי העניינים המובנים במודל העסקי שלהן. בתוך כך, בארצות הברית, הדיונים בקונגרס האמריקאי וברשות ניירות ערך האמריקאית (ה-SEC) התייחסו לאופן שבו ראוי לטפל בחשש מהסתמכות עיוורת של הגופים המוסדיים על חברות הייעוץ.²¹⁵ בישראל, רשות שוק ההון פועלת באופן שיחייב את הגופים המוסדיים לקבל החלטות הצבעה על בסיס ניתוח עצמאי,²¹⁶ מה שהוביל את חברת הייעוץ הדומיננטית בישראל, אנטרופי, להכריז על הפסקת מתן שירותי ייעוץ למוסדיים.²¹⁷

הניתוח האמפירי שהוצג בפרק ב' למאמר מצביע על כך שהחשש מפני השפעתן של חברות הייעוץ – ובראשן אנטרופי – על הליכי מינוי דירקטורים בישראל הינו חשש שראוי לדיון ושקילה מחדש. הנתונים שהצגנו בפרק האמפירי, מלמדים שלפחות בכל הקשור למינוי דירקטורים, השפעתה של אנטרופי על אופן הצבעתם

²⁰⁹ לסקירה של הגידול בהחזקות המוסדיים בחברות בארצות הברית, ראו: Stuart L. Gillan & Laura T. Starks, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, 19 J. APPLIED CORP. FIN. 55 (2007). בשנת 1953 עמד שיעור ההחזקות של המוסדיים בחברות ציבוריות בארצות הברית על כ-10%, וכיצד באופן עקבי עלה שיעור ההחזקות שלהם עד שחצה רף של 60% בשנת 2005. מחקרים עדכניים יותר מלמדים על כך שהמוסדיים בארצות הברית מחזיקים כיום בלמעלה מ-70% בממוצע בחברות הציבוריות; לסקירה מקיפה ראו: Zohar Goshen & Sharon Hanes, *The Death of Corporate Law*, N.Y.U. L. REV. 101, 142 (2019).

²¹⁰ לניתוח של הגידול בהחזקות המוסדיים בישראל, ראו: רשות ניירות ערך, "התפתחויות בניהול כספי הציבור בישראל בעשור האחרון והשלכותיהן על שוק ההון" בעמ' 8 (דצמבר 2020), https://www.isa.gov.il/GeneralResearch/179/Documents/Institutional_Developments_Heb.pdf (הניתוח מראה כיצד היקף הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים בישראל הוכפל במהלך העשור האחרון).

²¹¹ לדיון במעורבות ובהשפעה של חברות הייעוץ בארצות הברית על הנעשה בשוק האמריקאי, ראו: Asaf Eckstein, *Skin in the Game for Credit Rating Agencies and Proxy Advisors: Reality Meets Theory*, 7 HARV. BUS. L. REV. 221 (2017); Asaf Eckstein, *Great Expectations: The Peril of an Expectations Gap in Proxy Advisory Firm Regulation*, 40 DEL. J. CORP. L. 77 (2015).

²¹² ראו: ורשבסקי וגרשגורן, לעיל ה"ש 129.

²¹³ ראו: Eckstein & Hanes, לעיל ה"ש 165.

²¹⁴ שם, שם.

²¹⁵ שם, שם.

²¹⁶ ראו: רחלי בינדמן "ברקת למוסדיים: תחליטו לבד" כלכליסט (15.4.19).

²¹⁷ ראו: רחלי בינדמן "ברקת התיש את אנטרופי: יוצאת מתחום הייעוץ לאסיפות כלליות" כלכליסט (24.12.19).

של הגופים המוסדיים ובהתאמה על תוצאות ההצבעה, הינה מוגבלת. כך, במרבית המקרים שבהם בחנו את הקשר בין אופן ההצבעה של המוסדיים לבין המלצות חברות הייעוץ, מצאנו שהמוסדיים אינם ממעלים לאמץ את המלצותיה של חברת אנטרופי להצבעה נגד מינוי מוצע. למעשה, רק אחת מתוך עשר המלצות נגד של אנטרופי בכל הנוגע למינוי דירקטורים מביאה בסופו של יום לאי-בחירת דירקטור. נתון זה מספק אינדיקציה לכך שהמשקיעים המוסדיים אינם מסתמכים על המלצותיה של אנטרופי באופן מוחלט או עיוור, אלא מפעילים שיקול דעת עצמאי בבואם להצביע נגד מינוי דירקטורים. לכל הפחות, ניתן להסיק שכאשר המלצה שלילית של חברות הייעוץ מסבה את תשומת לבם של הגופים המוסדיים למקרים בעייתיים או מורכבים מהרגיל, המוסדיים אינם מהססים להפעיל שיקול דעת עצמאי ולהכריע כראות עיניהם. ממצאי המחקר, אם כן, עשויים להצביע על כך שהחשש מפני השפעה מופרזת של חברות הייעוץ למוסדיים והסתמכות היתר של המוסדיים על חברות הייעוץ, הינו חשש מופרז שראוי לבחינה מחדש.

בהקשר זה ראוי לציין, כי הדיונים בארצות הברית בנוגע לאופן שבו ראוי לאסדר את פעילותן של חברות הייעוץ, נמשכים מזה שנים, והם נעשים בצורה שקולה ומאופקת, וכוללים "שולחנות עגולים", דיונים בקונגרס האמריקאי, התייעצות עם מכלול הגורמים הרלוונטיים בדרכים שונות, לרבות בדרך של בקשה לקבלת רעיונות לאסדרה (concept release),²¹⁸ ועוד.²¹⁹ לטעמנו, ראוי שגם בישראל תיערך בחינה מעמיקה של הצורך בשירותים שמספקות חברות הייעוץ, בהינתן העומס המוטל על הגופים המוסדיים בקשר להצבעות באספות.

כך, למשל, ראוי לשקול את התפקיד שעשויה אנטרופי למלא בעידוד של הגופים המוסדיים להציע דירקטורים מטעמם לכהונה בחברות הפורטפוליו. בהקשר זה מעניין לציין שאנטרופי ממליצה במדיניות ההצבעה שלה לתמוך במינוי של דירקטור רגיל או חיצוני שהוצע על ידי משקיע מוסדי.²²⁰ בנוסף, אנטרופי עשויה למלא תפקיד חשוב גם בתיאום הצבעות בין גופים מוסדיים.²²¹ ברקע לדברים האמורים ראוי גם להביט באופן מפוכח על מצב הדברים שנוצר, שלפיו החקיקה והאסדרה הן אלה שדחפו את המוסדיים להישען על חברות הייעוץ למוסדיים. הגופים המוסדיים כפופים לחובות הצבעה מכבידות, מבחינת היקף ההצבעות והמגוון הרחב של הנושאים העולים להצבעה. משכך, קיים קושי מעשי לחייב את הגופים המוסדיים להצביע בצורה יעילה ובתוך כך להגביל מאוד את היכולת שלהם להסתמך על חברות הייעוץ. לשון אחר, מטלות ההצבעה כרוכות בעלויות גבוהות מאוד עבור הגופים המוסדיים, והגברת חובות ההצבעה הובילה למהלך טבעי שבו המוסדיים נעזרו באופן הולך וגובר בשירותים שמציעות חברות הייעוץ.²²² הדברים

²¹⁸ להסבר על השימוש במנגנון זה, ראו: אסף אקשטיין "מי מפקח על המפקחת? ואת מי היא משתפת? רשות ניירות-ערך במבט השוואתי" **משפט ועסקים** יט 195, 225 – 226 (2015).

²¹⁹ לסקירה של הדיונים הנרחבים ראו: Eckstein & Hannes, לעיל ה"ש 165, בעמ' 803 – 807.
²²⁰ ראו: אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ, "מדיניות הצבעה בעת הפעלת proxy אספות הכלליות לשנת 2018", (אפריל 2018), בעמ' 5 – 6: "תמיכה במועמד שיציע משקיע מוסדי: במידה ובאסיפה הכללית יציע משקיע מוסדי מועמד לתפקיד דירקטור או דח"צ ומנגד דירקטוריון החברה יציע מועמד אחר שיזכה לתמיכת בעל השליטה, אנו נמליץ לבחור במועמד שיוצע או יקבל תמיכה על ידי המשקיע המוסדי, בהנחה שאכן מדובר במועמד ראוי מכל הבחינות." וראו גם שם, שם: "תמיכה בהחלטות דח"צ שהוצע ע"י גופים מוסדיים: על מנת לעודד את מינויו בפועל של המועמד לתפקיד דח"צ שהוצע על ידי משקיע מוסדי (לנוכח זכות הווטו שקיימת לבעל השליטה בהצבעה באסיפה הכללית כנגד מועמד שהוצע על ידי בעלי מניות מיעוט לתפקיד דח"צ בכהונה הראשונה), לדעתנו ראוי שיוענק אמון רב יותר בשיקול הדעת של ועדת התגמול שחבריה הוצעו על ידי גופים מוסדיים וזכו לתמיכתם. לכן, ניטה להעניק המלצה חיובית להחלטות בענייני תגמול, העולות לאישור האסיפה הכללית, בתקופת כהונתו של דח"צ שהוצע על ידי גופים מוסדיים, כל עוד דח"צ זה אכן תמך בהחלטות התגמול והיא אינה עומדת בסתירה מהותית לעקרונות מדיניות ההצבעה."

²²¹ לדיון בתרומה אפשרית זו של חברות הייעוץ למוסדיים בארצות הברית, ראו: Randall S. Thomas, Alan R. Palmiter & James F. Cotter, *Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance*, 97 CORNELL L. REV. 1213, 1231-2 (2012).

²²² לניתוח של הדינאמיקה המתוארת בקשר לשוק האמריקאי ראו: Zohar Goshen & Asaf Eckstein, *The Fallacies of Mandating Shareholder Vote* (Working Paper, 2020).

נכונים ביתר שאת כאשר מדובר בגופים מוסדיים בינוניים או קטנים יחסית שצפויים להתקשות אם האפשרות להיעזר בחברות ייעוץ תוגבל מאוד.

האצלת החלטות הצבעה בענייני ממשל תאגידי ליועץ חיצוני אף עשויה להפחית את אי הנעימות שחווים מנהלי גוף מוסדי בבואם להצביע נגד מועמד של החברה (כאשר הם אכן מעוניינים לעשות כן). זאת, משום שבמקרים אלו מנהלי הגוף המוסדי יכולים להציג להנהלת החברה או לבעל השליטה את ההחלטה להתנגד למועמד מסוים ככזו שאינה בשליטתם. ואכן, מחקרנו מאתר קורלציה מסוימת בין מוסדיים שבראש טבלת המתנגדים למינוי דירקטורים לשימוש בגורמי ייעוץ חיצוני.²²³

לאור הדברים האמורים, אנו מציעים לשקול מחדש את הצורך במהלך אסדרתי שידכא את פעילותן של חברות הייעוץ למוסדיים בישראל

4. ועדת מינויים

בחלקו האחרון של הדיון נבקש לדון בחשיבותן של ועדות מינויים – המהוות אמצעי מרכזי נוסף להצעת מועמדים לדירקטוריון – ובתרומתן האפשרית להליכי מינוי דירקטורים בחברות ציבוריות בישראל. חשיבותן של ועדות המינויים מקבלות משנה תוקף לאור מגמת ביזור השליטה על חברות ציבוריות בשוק הישראלי, והמעורבות הגוברת של בעלי מניות מוסדיים בישראל בהליכי מינוי דירקטורים אליה. הסדרת מעמד ועדת המינויים בדיון הישראלי - יוזמה שאף נכללה בתזכיר ההצעה לתיקון חוק החברות שפרסם לאחרונה משרד המשפטים²²⁴ - מעוררת שורה של שאלות מורכבות בכל הנוגע לאופן ההסדרה, הרכב הוועדה, סמכויותיה, והליך הצעת המועמדים לכהונת דירקטורים הן מטעם הנהלת החברה והן מטעם המשקיעים המוסדיים. אנו נפנה כעת לדון בשאלות אלו.

(א) קליטת המנגנון בישראל

אנו סבורים כי בשלה העת להסדיר את הנושא של ועדות המינויים בחברות הציבוריות בישראל. כידוע, הדירקטוריון ממלא תפקיד מרכזי בעיצוב מדיניות החברה ומחזיק בכוח השפעה רב על התנהלותה, ועל כן הוא נחשב לאורגן משמעותי ביותר. כנגזרת מכך, מינוי חברי דירקטוריון מהווה את אחד ההליכים החשובים ביותר בחיי החברה, וככזה ראוי לתת את הדעת על אופן ביצועו. כפי שהסברנו בהרחבה בחלק התיאורטי, כינון של ועדות מינויים מהווה מרכיב משמעותי באופן שבו בחרו מרבית המדינות המתקדמות להסדיר הליכי מינוי דירקטורים. לטעמנו, מדובר במנגנון בעל יתרונות משמעותיים אשר מידת התאמתו לאופיו ומבנהו של השוק הישראלי בעת הנוכחית רבה ועל כן, בדומה להצעה שבתזכיר החוק, אף אנו סבורים כי נכון לאמצו אל תוך נוף הממשל התאגידי בישראל.

יתרון הבולט של ועדות המינויים הוא בכך שהן תורמת לקיומו של הליך מינוי מובנה וסדור. כחלק מהגדרת תפקידה, ועדת המינויים תגבש מדיניות עקרונית ביחס למבנהו והרכבו הרצויים של הדירקטוריון, ומדיניות זו תוצג בפני בעלי המניות. על-בסיס מדיניות שכזו תוכל ועדת המינויים לבחון את מצבת הדירקטוריון באופן רחב, תוך מתן תשומת לב לתמהיל הכישורים, הניסיון, העצמאות והידע של חבריו, באופן שיאפשר להבטיח את רציפות הדירקטוריון. מנגנון זה יתרום גם לטיוב המינויים האינדיבידואליים, שיוכלו להתנהל באופן שיטתי, רשמי ושקוף על בסיס פרמטרים ידועים מראש. ליתרון זה חשיבות רבה בשוק הישראלי,

²²³ ראו טבלה 5 לעיל, והטקסט סביבה. עם זאת, כפי שצינו שם, זאת אינה בהכרח הסיבה היחידה להיות גופים אלו מתנגדים בולטים.

²²⁴ תזכיר חוק החברות, לעיל ה"ש 8.

המתאפיין במאגר מועמדים מצומצם יחסית וברמת היכרות גבוהה בין השחקנים השונים הפועלים בו. לצד היתרונות הישירים הנובעים מטיוב הליך המינוי, ניתן לצפות כי הוא יתרום לחברות בדרך עקיפה, באמצעות חיזוק האמון בהן מצד משקיעים קיימים ופוטנציאליים.

בנוסף, במהלך השנים האחרונות מצטברות ראיות אמפיריות לכך שוועדות מינויים משפיעות באופן חיובי על נורמות ממשל תאגידי בחברות שבהן הן פועלות, כמו גם על ביצועיהן של חברות אלו. כך, למשל, מאמר שהתפרסם בשנת 2012 בחן את החברות הגדולות בבריטניה בין השנים 1999-2008 ומצא שלהכללתם של נשים ושל חברים שאינם משתייכים ללאם הבריטי בוועדות מינויים צפויה להיות בעלת השפעה חיובית על רמת הגיוון המגדרי ועל הגיוון בקשר ללאם של דירקטורים.²²⁵ מאמר נוסף בדק ומצא קשר חיובי ומשמעותי בין הקמתן של ועדות מינויים בחברות לבין הביצועים של אותן החברות.²²⁶ לבסוף, מחקר נוסף מצא שהקמתן של ועדות מינויים תורמת לצמצום בהיקף פשיטות רגל של חברות בבריטניה.²²⁷ יש להודות, עם זאת, כי מדובר בבסיס מחקרי הולך ומתפתח, והוא עדיין איננו מגובש במידה מספקת בכדי לתמוך במסקנות חד משמעיות ביחס למידה המדויקת של תרומתן של ועדות המינויים.

לצד היתרונות שתוארו, חשוב להכיר במגבלות המבניות של ועדות מינויים. בראשם של מגבלות אלה ניצבת השפעתה הפוטנציאלית של ההנהלה על החלטותיהם של חברי הוועדה, אשר מאפשרת לה להמשיך ולקדם מועמדים מטעמה, ונובעת ממספר גורמים. ראשית, כיוון שהדירקטור הנבחר צפוי להידרש לעבוד עם הנהלת החברה, לוועדות ישנה נטייה להתחשב בעמדת ההנהלה ביחס למועמדים האפשריים. שנית, חברי הוועדה, כמי שכאמור משמשים כדירקטורים בחברה, עשויים לפסול מועמדים אשר צפויים להתעמת עם ההנהלה מחשש שהעיומותם הללו יפגעו בקולגיאיות של הדירקטוריון ומתוך רצון להימנע מתחושות חוסר הנעימות שעיומותים מול ההנהלה עלולים לייצר.²²⁸ חיסרון נוסף של ועדות המינויים קשור בחשש שהקמתן תיצור עומס על הדירקטורים (ובפרט הדירקטורים החיצוניים), שיצטרכו לאיש אותן במקביל לשאר חובותיהם בדירקטוריון. חשש זה אינו נובע ממאפייני הפרטניים של ועדת המינויים, אלא מעצם הקמתה של ועדת דירקטוריון נוספת, ועל כן ניתן לספק לו מענה באמצעות מגוון פתרונות מעשיים, כדוגמת מתן הקלות לחברות קטנות והסתפקות ברוב בלתי תלוי של דירקטורים בוועדה (להבדיל מדרישה שהוועדה כולה תורכב מדירקטורים בלתי תלויים).

לטעמנו, כאמור, יתרונותיהן של וועדות המינויים גוברים על החסרונות המקושרים עם הקמתן והפעלתן, ולפיכך, אנו סבורים כי ראוי לקבוע את הקמתן של ועדות מינויים כברירת מחדל בישראל. עם זאת, אימצו של המנגנון מעלה מגוון שאלות משמעותיות נוספות, שלחלקן נתייחס כעת.

²²⁵ ראו: Szymon Kaczmarek et al., *Antecedents of Board Composition: The Role of Nomination Committees*, 20 CORP. GOVERNANCE INT'L REV. 474 (2012). מחקר אחר בדק חברות הרשומות למסחר בשווייץ, ומצא יחס ישר בין קיומה של ועדת מינויים לבין שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בדירקטוריון, אבל לא מצא ראיה לכך שהקמתה של הוועדה מגדילה את שיעור הנשים המכהנות בדירקטוריון. ראו: Winfried Ruigrok, Simon Peck, Sabina Tacheva, Peder Greve & Yan Hu, *The Determinants and Effects of Board Nomination Committees*, 10 J. MANAGEMENT GOVERNANCE 119, 140 (2006).

²²⁶ ראו: Peter Agyemang-Mintah, *The Nomination Committee and Firm Performance: An Empirical Investigation of UK Financial Institutions during the pre/post financial crisis*, 11(3) CORPORATE BOARD: ROLE, DUTIES & COMPOSITIONS 716 (2015).

²²⁷ ראו: Kingsley Opoku Appiah & Amon Chizema, *The impact of board quality and nomination committee bankruptcy on Corporate Bankruptcy*, 35 ADVANCES IN ACCOUNTING 75 (2016).

²²⁸ לדיון נוסף ולראיות אמפיריות בנוגע לחסרונות אלו, ראו ה"ש 108 - 115 והטקסט הנלווה להן.

(ב) מנגנון חובה או רשות?

השאלה הראשונה מתייחסת לאופן ההסדרה הרצוי – בחקיקה מנדטורית או כמנגנון מוצע הנתון ליישום באמצעות Private Ordering?²²⁹ לטעמנו, ובדומה לאמור בתזכיר ההצעה לתיקון חוק החברות, הדרך הנכונה היא יצירת חובה מנדטורית להקמתן של וועדות מינויים. ראשית, קיים חשש כי עיצוב המנגנון כהסדר דיספוזיטיבי והותרתו להכרעתה האינדיבידואלית של כל אחת מהחברות בשוק תייצר "סלקציה שלילית", כך שדווקא החברות שבהן ועדות המינויים הן הנחוצות ביותר, ימנעו מלאמץ את ההסדר.²³⁰ בנוסף, קיימות אינדיקציות אמפיריות לכך שחברות ישראליות אינן ממהרות לאמץ אל קרבן מנגנוני ממשל תאגידי שאינם מעוגנים בחקיקה מנדטורית. כדוגמה רלוונטית לעניינו ניתן להביא את הדו"ח שפרסמה חברת הייעוץ אנטרופי משנת 2019, ובמסגרתו צוין – בהקשר של דפוסי איוש דירקטוריונים בישראל – כי "שיעור נמוך יחסית של דירקטורים בלתי תלויים הנמדד ביחס לרף מינימלי של 50%; בשליש מהחברות לא מכהנים דח"צים; ברבע מהחברות קיים מנגנון מינוי מדורג; קיים מספר גדול יחסית של דירקטורים המכהנים תקופות ארוכות. בנוסף, רק חברות בודדות אימצו מדיניות לתמהיל דירקטוריון."²³¹

(ג) רלוונטיות מבנה הבעלות

מערך מרכזי נוסף של דילמות נובע מההבחנה בין חברות בבעלות מבוזרת לחברות עם בעל שליטה. בהקשר זה יש לשאול האם נכון להחיל את החובה הסטטוטורית להקמת וועדות מינויים (ככל שתיקבע כזו) על כלל החברות, או להגבילה לחברות בבעלות מבוזרת?

בעניין היקף תחולתה של החובה, ניתן לטעון כי בחברות עם בעלי שליטה מינוי דירקטורים מהווה חלק אינטגרלי מהפעלת השליטה. לכן, על פניו, החלת דרישת חובה להקים ועדות מינויים בחברות אלו עלולה להביא לשלילת כלי משמעותי זה מידיהם של בעלי השליטה ולפגוע ביכולתם לממש את שליטתם.²³² היגיון זה עולה בקנה אחד עם הפטור שכללי הבורסה בארצות הברית מעניקים לחברות עם בעלי שליטה מהדרישה שבועדות המינויים יהיו רוב של דירקטורים עצמאיים.²³³

נראה שהמחוקק הישראלי נקט בגישה דומה. תזכיר ההצעה לתיקון חוק החברות אינו מחיל את ההוראות הנוגעות לוועדות מינויים (ובכלל זה החובה המנדטורית להקים ועדות מינויים) על חברות עם בעלי שליטה.²³⁴

עם זאת, גם בחברות עם בעל שליטה, כאשר מדובר במינוי דירקטורים חיצוניים החשש מהפקעת כלי לגיטימי להפעלת שליטה נסוג, שכן גם בחברות אלה – כמו בחברות בבעלות מבוזרת – יש להבטיח את עצמאותם של הדירקטורים החיצוניים מהנהלת החברה ומבעל השליטה. תיתכן טענה שלפיה במצב הקיים בישראל, יעד זה ניתן להשגה גם ללא הקמת ועדות מינויים, שכן בדרך כלל המנגנון הקיים – המעניק לבעלי המניות מהציבור זכות וטו בהקשר של מינוי דירקטורים חיצוניים – מתמרץ בעלי שליטה לבחור מראש דירקטורים חיצוניים אשר קיים סיכוי גבוה יחסית שיקבלו את אישור בעלי המניות מהציבור (כדי לחסוך לבעל השליטה את המבוכה הכרוכה באי אישורם). טענה זו מוצאת תימוכין בנתונים שהוצגו בפרק האמפירי של המאמר, אשר מצביעים על כך שבעלי מניות בוחרים להפעיל את זכות הווטו הנתונה להם רק לעיתים

²²⁹ ראו דיון תיאורטי, לעיל, בפרק א'.

²³⁰ Michal Barzuza, *Inefficient Tailoring: The Private Ordering Paradox in Corporate Law*, 8 HARV. BUS. L. REV. 131 (2018) (במאמר מובאות גם ראיות אמפיריות לתמיכה בטענה לגבי עצם קיומה של תופעת ההתמיינות השלילית תחת הסדרי ממשל תאגידי דיספוזיטיביים).

²³¹ ראו: Entropy, "נייר עמדה בנושא: ממשל תאגידי מאוזן בחברות ללא גרעין שליטה" 9 (מרץ 2019).

²³² ראו: Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 YALE L.J. 560, 565 (2016).

²³³ Gregory H. Shill, *The Independent Board as Shield*, 77 WASH. & LEE L. REV. 1811 (2020).

²³⁴ תזכיר חוק החברות, לעיל ה"ש 8.

רחוקות. ואולם, המנגנון הקיים אינו מספק מענה לרציונאלים הכלליים בעד הקמת ועדות מינויים, בדגש על השאיפה לקיום הליך סדור וסקוף למינוי דירקטורים ולהרחבת היצע המועמדים הפוטנציאליים. רציונאלים אלה עומדים בעינם בהקשר של מינוי דירקטורים חיצוניים בחברות עם בעל שליטה, ולטעמנו מצדיקים החלת מדיניות שווה על מקרים אלה ועל מינוי דירקטורים בחברות בבעלות מבוזרת. לפיכך, בניגוד לאמור בתזכיר החוק, אנו סבורים שגם בחברות עם בעלי שליטה ראוי להסדיר בחקיקה ראשית את הקמתן של ועדות מינויים לצורך הנקודתי של מינוי דירקטורים חיצוניים, או לכל הפחות לעשות זאת בהוראת חוק ממשל תאגידי מומלצת.

(ד) הרכב ועדת המינויים

מבנה ועדת המינויים ואופן איושה מעוררים גם הם סדרת שאלות חשובות, אשר התשובות להן עשויות להשפיע באופן מהותי על תפקודה של הועדה. כך, למשל, יש לשאול אם נכון לדרוש חוסר תלות של חברי הועדה, ואם כן, מהו שיעור הדירקטורים הבלתי-תלויים הרצוי? והאם יו"ר הדירקטוריון ראוי להשתתף בוועדה כאמור.

לדעתנו, ובדומה לאמור בתזכיר החוק, יש לקבוע כנקודת הייחוס לעניין זה את ועדת הביקורת, שעל רוב חבריה להיות בלתי תלויים.²³⁵ מעבר לעובדה שהשוואה זו מקדמת הרמוניה חקיקתית בחוק החברות ועולה בקנה אחד עם הסטנדרט המקובל ברחבי העולם,²³⁶ אנו סבורים כי היא מוצדקת גם מהותית: מחד, חשיבותו של רוב בלתי תלוי היא רבה, שכן היא מסייעת בהבטחת עצמאות ואובייקטיביות ההליך ומאפשרת לחברי הוועדה להתנהל בחופשיות, וכן בשל הצורך להבטיח את עצמאות הוועדה מהשפעה של הנהלת החברה או בעלי השליטה בה. מאידך, דרישת מחמירה לאיוש הועדה על-ידי דירקטורים בלתי-תלויים בלבד עלולה ליצור עומס על חברי הדירקטוריון ועל הדירקטורים הבלתי תלויים בפרט (אשר בדרך כלל מכהנים בוועדות נוספות).

בעניין יו"ר הדירקטוריון, בניגוד לאמור בתזכיר החוק, אנו סבורים כי בשונה מוועדת הביקורת, שבה הוא אינו יכול לכהן כחבר,²³⁷ בוועדת מינויים מעורבותו של יו"ר הדירקטוריון – שאינו נושא משרה בחברה – דווקא עשויה להיות חיונית, ואין הצדקה למנוע את האפשרות שיהיה חבר בוועדה, ובלבד שהוא עצמאי ואינו קשור לחברה. בהינתן רוב בלתי תלוי, לא ברור כי ישנה הצדקה להפקיע את זכותו של יושב ראש דירקטוריון שאינו קשור לחברה להשפיע על עיצובה ומימושה של מדיניות המינויים בחברה שבה הם מכהנים.²³⁸

(ה) תפקידי הוועדה וסמכויותיה

מערך אחר של שאלות נוגע לתפקיד ועדת המינויים, כמו גם לשאלה האם הסמכות לקבוע את זהות המועמדים לכהונה שיועלו על סדר יומה של האסיפה הכללית ומבנה הדירקטוריון הרצוי נתון לוועדה, או שמא לדירקטוריון החברה?

²³⁵ סעיף 115(א) לחוק החברות.
²³⁶ ראו הדיון בטקסט הנלווה לה"ש 96 - 107.
²³⁷ סעיף 115(ב) לחוק החברות.
²³⁸ ראו הוראות קוד הממשל התאגידי בבריטניה, אשר נכנס לתוקף ב-1 לינואר, 2019, <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.PDF>. סעיף 17 לקוד קובע כי יו"ר הדירקטוריון לא יכהן כיו"ר ועדת המינויים רק כאשר היא בוחנת את מינוי המחליף שלו.

כפי שצינו קודם לכן, כחלק מהגדרת תפקידה, ועדת המינויים נדרשת לגבש מדיניות עקרונית ביחס למבנה, תמהיל הדירקטוריון הרצוי והקריטריונים הראויים לבחירת דירקטורים (בדגש על כישורים, ניסיון מקצועי, גיוון מגדרי, אתני, גיל, אורך כהונה, וכיוצא בזה).²³⁹ מדיניות זו תוצג לדירקטוריון החברה, ועל בסיסה הוועדה תוכל למפות מועמדים לכהונה שיועלו על סדר יומה של האסיפה הכללית ולהמליץ לדירקטוריון על זהות מועמדים אלו. בהקשר זה, יש חשיבות לכך שסמכויותיה המפורשות של הוועדה יהיו שקופות למשקיעים, בדומה להוראות החוק בבריטניה.²⁴⁰

זאת ועוד, לוועדה – כמי שאמונה על סינון ראשוני של המועמדים לכהונה בדירקטורים – יש מעין זכות וטו על זהות המועמדים מטעם החברה המונחים על שולחן הדירקטוריון, וביכולתה לחסום מועמדים שאינם ראויים ולבצע סינון איכותי החורג מגבולות העמידה בתנאי הסף לכהונה בדירקטוריון. יחד עם זאת, בחברות בבעלות מבוזרת, אנו מציעים כי ההחלטה הסופית בנוגע לזהות המועמדים ששם יועלה להצבעה תהיה נתונה לדירקטוריון החברה. מוצע, אם כן, בדומה לאמור בתזכיר החוק, שהמלצותיה של הוועדה בנוגע לזהות המועמדים לכהונה יהיו בלתי מחייבות, וכי הדירקטוריון הוא זה שיבחר או יאשר את המועמדים ששם יועלה להצבעה, אלא אם הסמכות הואצלה במפורש לוועדת המינויים. איזון זה יבטיח כי המועמדים מטעם החברה, ששם עולה להצבעה, זוכים לתמיכת רוב מקרב חברי הדירקטוריון המכהנים.

(ו) סמכות הוועדה לגבי מועמדים מטעם בעלי המניות

ביחס להגדרת היקף סמכותה של ועדת המינויים, מתעוררת השאלה האם נכון לאפשר לוועדה לדון ולהכריע בעניינם של מועמדים מטעם בעלי מניות שהם בעלי זכות להציע נושא לסדר היום (קרי מחזיקים 1% או יותר ממניות החברה)? לשיטתנו, ובדומה למוצע בתזכיר החוק, אין מקום לאפשר לוועדה לחסום הצעות למינויים מטעם בעלי מניות, שכן ניתן להניח שהוועדה תעדיף לקדם את מועמדיה שלה במרביתם המוחלטת של המקרים, ועל כן משמעותו המעשית של מצב כזה היא סתימת הגולל על יכולתם של בעלי המניות להתערב בהליך המינוי.²⁴¹ עם זאת, ניתן לאפשר לוועדת המינויים יכולה לבדוק את התאמתם הטכנית של המועמדים מטעם בעלי המניות ולהעריך את מידת כשירותם ועמידתם בתנאי הסף למינוי, ולהביא בפני האסיפה הכללית את ממצאיה במסגרת המלצה לא מחייבת.

(ז) מעורבות בעלי מניות בוועדת המינויים

כזכור, על-פי המודל הנורדי ועדת המינויים מתמנה על-ידי האספה הכללית של החברה, ואינה מהווה תת-ועדה של הדירקטוריון. מנגנון זה מאפשר לבעלי מניות להשתתף בהליך המינוי מתחילתו באופן ישיר, וכך

²³⁹ שם ("The board should establish a nomination committee to lead the process for appointments, ensure plans are in place for orderly succession to both the board and senior management positions, and oversee the development of a diverse pipeline for succession"). ראו גם

²⁴⁰ ראו סעיף 23 לקוד הממשל התאגידי בבריטניה הקובע כי יש לפרסם בדוח השנתי תיאור לגבי עבודתה של ועדת המינויים. על תיאור זה להתייחס להליך המינוי, לאופן שבו מתבצעת הערכה לדירקטוריון, מדיניות החברה לגבי גיוון ואיזון מגדרי בקרב ההנהלה הבכירה והעובדים הכפופים לה, ועמידת החברה ביעידה שהציבה לעצמה. בנוסף, פורסמו הנחיות (Guidance on Board Effectiveness) מטעם ה-Financial Reporting Council שאינן מחייבות, ובהן יש פירוט נוסף על אופן העבודה הרצוי של ועדת המינויים. סעיפים 86-96 מתייחסים לוועדת המינויים, וקובעים כי על הוועדה לשקול את המינויים ביחס לאסטרטגיה של החברה, סדר העדיפויות שלה, והזמינות שדרושה לדירקטורים כדי למלא את תפקידם כראוי; כי יש להקפיד על גיוון, וכל דירקטוריון נדרש להחליט איזה סוג של גיוון חשוב לעסק הספציפי ולצרכים שלו; וכי יש לבחור מועמדים בעלי יכולות מתאימות, כאשר הליך המינוי צריך להתבצע לפי קריטריונים אובייקטיביים: כישורים, ניסיון, ידע ואתגרים שצפויים לחברה. על בסיס השיקולים הללו יש להכין תיאור של התכונות הנדרשות למינוי הספציפי, ולהסכים על תהליך גיוס המועמדים.

²⁴¹ בהקשר זה צוין בדברי ההסבר לתזכיר החוק: "יובהר כי הליך בחירת המועמדים על ידי ועדת המינויים ייעשה בנוגע למועמדים המוצעים על ידי דירקטוריון החברה בלבד ולא למועמדים שמוצעים מכוח זכותו של בעל מניות המחזיק 1% מזכויות ההצבעה באסיפה הכללית להציע מועמד כנושא בסדר יומה של האסיפה הכללית". תזכיר חוק החברות, לעיל ה"ש 8, דברי ההסבר לסעיף

מגביר את מידת מעורבותם בו. אנו סבורים כי מדובר בפתרון שאינו בהכרח מתאים ליישום בישראל, משני טעמים. ראשית, קיים חשש שהוא יגרום למאבקים בין המוסדיים על זהותם של בעלי המניות שישבו בוועדות המינויים. שנית, הוא מייצר שונות בדרישות הרגולטוריות בין ישראל למדינות אחרות כמו ארה"ב ואנגליה, ועל כן עשוי להיות יקר וקשה ליישום עבור חברות דואליות. כמו-כן, דומה כי בישראל הצורך בהסדר שכזה פחות, שכן כבר כיום חוק החברות מעניק לבעלי מניות המחזיקים ב-1% או יותר ממניות החברה גישה ישירה להליכי מינוי דירקטורים.

לסיכום, הסדרת הקמתן של ועדות מינויים בדין הישראלי – סוגיה המונחות בימים אלו על שולחנו של המחוקק – מעוררת שורה של שאלות מורכבות בכל הנוגע לאופן ההסדרה, הרכב הוועדה, סמכויותיה, והליך הצעת המועמדים לכהונת דירקטורים. בתת פרק זה, הצגנו את העקרונות המרכזיים להתמודדות עם שאלות חשובות אלו.

ד. סיכום

הזכות להשתתף בהליכי מינוי דירקטורים היא זכות מרכזית עבור בעלי המניות בחברות ציבוריות. בהקשר הישראלי, הנושא מקבל משנה חשיבות בשנים האחרונות לנוכח מגמת ביזור השליטה בחברות הציבוריות הנסחרות בבורסה בתל אביב; מגמה אשר העבירה כוח רב לידיהם של בעלי מניות מהציבור, ומשקיעים מוסדיים בפרט. חשיבותה הגוברת של הנושא לא נעלמה מעיני המחוקק, שעמל בימים אלו על תיקון לחוק החברות, מתוך התפיסה כי מבנה בעלות מבוזר מייצר אתגרים חדשים אשר ייתכן וחוק החברות – אשר ממוקד בהתמודדות עם בעיות הנובעות מקיומו של מבנה בעלות ריכוזי המתאפיין בקיומם של גרעיני שליטה – אינו מספק להם מענה הולם במתכונתו הנוכחית. חרף האמור, הכתיבה האקדמית בישראל בנוגע לנושא דלה, ומאמר זה נועד למלא את החלל.

המאמר משלב ניתוח תיאורטי, אמפירי ונורמטיבי שכל אחד מהם עומד בפני עצמו ומרים תרומה עצמאית לדיון בנושא מינוי דירקטורים בחברות ציבוריות בישראל. במישור התיאורטי, המאמר סוקר היבטים מרכזיים בתשתית הנורמטיבית החלה על הליכי מינוי דירקטורים בישראל, ובכלל זה שיטות למינוי דירקטורים, כוחן הפורמלי והמעשי של הצבעות נגד מועמדים לכהונה בדירקטוריון, וכן מודלים שונים להצעת מועמדים מטעם בעלי מניות מהציבור, לרבות שימוש בוועדות מינויים. הדיון בחלק זה מתבצע תוך עריכת ניתוח השוואתי לבריטניה ודלוור, ובראי הניסיון הרב שנצבר במקומות אלו.

במישור האמפירי, המאמר מצביע על מגמות עדכניות בהקשר של מינוי דירקטורים בחברות ציבוריות בישראל תוך התבססות על מאגר נתונים ייחודי, שנאסף באופן ידני, ותוך בחינה מקיפה של מגוון היבטים הנוגעים להצבעות בעלי מניות על מינוי דירקטורים ותוצאותיהן, לרבות החברות שבהן הן נערכו, כמו גם מאפיינים שונים של התפקידים שהועמדו על הפרק והמועמדים שהוצעו לאיושם. בתוך כך, המאמר בוחן גם את דפוסי ההצבעה של המשקיעים המוסדיים, בדגש על המקרים שבהם התנגדו למינוי דירקטור חדש או להארכת כהונה של דירקטור מכהן, וכן את היקף ההשפעה של חברות הייעוץ על הצבעות המוסדיים ועל תוצאות ההצבעה, נושא אשר נמצא אף הוא במרכז של סערה רגולטורית שטרם שככה.

במישור הנורמטיבי, על גבי התשתית האמפירית ועל בסיס הדיון התיאורטי בהיבטים השונים של מינוי דירקטורים, המאמר מניח נדבך נוסף שבמסגרתו נדונות ההשלכות העולות מממצאי המחקר, ועל-בסיסו מובאות המלצות לגיבוש מדיניות עתידית. בין היתר, אנו ממליצים לפעול במספר אפיקים אפשריים להגברת השקיפות בנוגע לאופן הצבעתם של בעלי מניות – ובכללם משקיעים מוסדיים – בהקשר של מינוי של

דירקטורים; לבחון מחדש את שאלת מערכת היחסים שבינם לבין לחברות הייעוץ למוסדיים על רקע ממצאי המאמר; ולהסדיר את מעורבותם של הגופים המוסדיים במינוי דירקטורים בחברות הפורטפוליו. אנו גם מציעים מודל מקיף להסדרת הקמתן של ועדות מינויים בחברות בבעלות מבוזרת, סוגיה אשר מונחת בימים אלו על שולחנו של המחוקק.