

ממשל תאגידי בבנקים בישראל: בעיית הנציג בבנקים ללא גרעין שליטה

מאת

יהושע (שוקי) שי*

המאמר עוסק בשינוי הדרמטי שחל בשנים האחרונות במבנה השליטה במערכת הבנקאות בישראל, שבמסגרתו עברו שלושת הבנקים הגדולים בישראל ממודל של "בנק עם גרעין שליטה" למודל של "בנק ללא גרעין שליטה". קדמו לשינוי זה שני תיקוני חקיקה, משנת 2004 ומשנת 2012, אשר נועדו להתאים את הרגולציה, ובייחוד את הרגולציה המטמיעה כללי ממשל תאגידי, לקיומם של בנקים ללא גרעין שליטה. בד בבד עם תיקוני החקיקה הללו עבר בשנת 2016 חוק המגביל את שכר הבכירים בתאגידים פיננסיים.

משמעות השינויים היא עצומה, שכן יציבותה, איתנותה ותפקודה של מערכת הבנקאות בישראל תלויים מעתה ברגולציה הייחודית ובממשל התאגידי הייחודי שחלים על בנקים ללא גרעין שליטה. המאמר בוחן בעין ביקורתית את הרגולציה הייחודית על בנקים ללא גרעין שליטה באמצעות ניתוח אופן ההתמודדות עם בעיות הנציג בין המנהלים לבין יתר מחזיקי העניין (stakeholders) בבנקים.

המסקנה שעולה במאמר היא שהרגולציה הקיימת איננה נותנת מענה מאוזן לבעיות הנציג השונות. מצד אחד, הרגולציה נותנת מענה מקיף לבעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי הפיקדונות והציבור הרחב, באמצעות רגולציה רחבה של הפיקוח על הבנקים, ומצד אחר, הרגולציה נטרלה כמעט לחלוטין את האפקטיביות של המנגנונים שעשויים לתת מענה לבעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות. נוסף על זה עולה המסקנה שהמדינה הלאימה, באמצעות בנק ישראל, את השליטה בפועל בשלושת הבנקים הגדולים בישראל (כלומר, רוב מערכת הבנקאות בישראל).

בסוף המאמר מוצגות כמה הצעות לשינוי הרגולציה על בנקים ללא גרעין שליטה אשר אימוצן יהיה דרך ביניים, שמצד אחד תגן על האינטרס של בעלי הפיקדונות והציבור הרחב, ומצד אחר, תאפשר לבעלי המניות להביא לידי ביטוי את האינטרס שלהם בבנק.

מבוא. א. ייחודם של הבנקים לעומת שאר החברות: מאפייני פעילות ורגולציה. 1. מאפייני פעילות ייחודיים של בנקים. 2. בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין בעלי הפיקדונות. 3. מאפיינים ייחודיים של מערכת הבנקאות. 4. בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין הציבור הרחב. 5. רגולציה ייחודית לבנקים. 6. מעגל הקסמים: בעיות נציג הנובעות מהרגולציה. ב. **הרגולציה על בנקים בישראל ומדיניות ההפרטה.** 1. רקע: המשבר במערכת הבנקאות ותוכנית החילוץ על ידי הממשלה. 2. העברת הבעלות על הבנקים למדינה ומדיניות ההפרטה

* עו"ד יהושע (שוקי) שי היה יועץ בכיר למנכ"ל משרד האוצר בשנים 2000–2005 וריכז את עבודת "הועדה לבחינת היבטים הקשורים במכירת בנק לאומי באמצעות שוק ההון". המאמר נכתב במסגרת סמינר בממשל תאגידי בהנחיית פרופ' אבישלום תור, בפקולטה למשפטים באוניברסיטת חיפה. תודה לחברי מערכת כתב העת **משפטים**, לעורכי כתב העת, הדס פירר-אש ותאיר אטיאס, ולעורכת משנה לעניינים טכניים, ערבה בן יעקב, על ההערות המקצועיות והחשובות אשר תרמו רבות למאמר. האמור במאמר משקף את עמדת המחבר בלבד.

באמצעות מכירת גרעין שליטה. 3. יישום מדיניות ההפרטה. 4. שינוי מדיניות ההפרטה: בנקים ללא גרעין שליטה. 5. יישום מדיניות ההפרטה החדשה. 6. הגבלת שכר הבכירים בתאגידים פיננסיים. ג. **בחירת בעיות הנציג בבנקים ללא גרעין שליטה**. 1. מסגרת הדיון ואופן הניתוח. 2. בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי הפיקדונות והציבור הרחב. 3. בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות. 4. האם הרגולציה מאזנת בין האינטרסים? 5. תפקיד בנק ישראל: טשטוש גבולות. 6. הצעה חלופית לרגולציה על בנקים ללא גרעין שליטה. ד. **סיכום**.

מבוא

בשנים האחרונות, מתחת לרדאר, וכמעט ללא דיון ציבורי, עברה מערכת הבנקאות בישראל שינויים דרמטיים במבנה השליטה והבעלות. בתקופה קצרה יחסית, בת כשבע שנים, עברו שלושת הבנקים הגדולים בישראל – בנק לאומי, בנק הפועלים ובנק דיסקונט – ממודל שבו קיים בעל מניות השולט בבנק, לאחר שקיבל היתר שליטה מנגיד בנק ישראל (להלן: "בנק עם גרעין שליטה"), למודל שבו אין בעל מניות השולט בבנק (להלן: "בנק ללא גרעין שליטה").¹ ביזור מניות בקרב בעלי מניות רבים בלי שיש בעל שליטה שמכוון את פעילות התאגיד משנה מהותית את התנהלות התאגיד מכיוון שמשנתה אופן הפיקוח והתמריצים שחלים על המנהלים (הדירקטוריון וחברי ההנהלה).² נוסף על זה, המעבר ממודל של בנקים עם גרעין שליטה לבנקים ללא גרעין שליטה הוא שינוי בתפיסת הפיקוח על בנקים מצד בנק ישראל, ולפיכך קדמו למעבר זה שני תיקוני חקיקה מקיפים בחוקי הבנקאות אשר נועדו להתאים את הפיקוח למודל החדש.³

בד בבד עם השינויים הללו עבר בשנת 2016, לאחר דיון ציבורי והד תקשורתי, חוק המגביל את שכר הבכירים בתאגידים פיננסיים.⁴ אומנם החוק חל על כל הבנקים, אולם כפי שיוצג בהמשך המאמר, השלכות חוק זה על בנקים ללא גרעין שליטה גדולות יותר, בשל היעדר בעל שליטה אשר מפעיל מנגנוני פיקוח על המנהלים.

משמעות השינויים הללו עצומה, שכן יציבותה, איתנותה ותפקודה של מערכת הבנקאות בישראל תלויים מעתה ברגולציה הייחודית ובממשל התאגידי הייחודי שחלים על בנקים ללא גרעין שליטה. כפי שיתואר בהמשך המאמר, השינויים בממשל התאגידי בבנקים ללא גרעין שליטה הם מהפכניים בהקשר של מעורבותה של המדינה בד בבד עם הקטנת יכולת השפעתם

¹ ס' 34 (ב) לחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א–1981 (המחייב את השולט בבנק לקבל היתר מנגיד בנק ישראל); ס' 111 (ג) לפקודת הבנקאות, 1941 (המגדיר בנק ללא גרעין שליטה כבנק "שכל מחזיקי אמצעי השליטה בו אינם חייבים בהיתר לפי הוראות סעיף 34 (ב) לחוק הבנקאות (רישוי)"). "אמצעי שליטה" ו"שליטה" מוגדרים בסעיף 1 לחוק הבנקאות (רישוי).

² זוהר גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת בדיני התאגידים **ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקציה – חיבורי משפט** 239, 275 (אהרן ברק ואח' עורכים התשנ"ז).

³ חוק הבנקאות (רישוי) (תיקון מס' 13), התשס"ד–2004, ס"ח 508 (להלן: תיקוני חקיקה משנת 2004); חוק הבנקאות (תיקוני חקיקה), התשע"ב–2012, ס"ח 206 (להלן: תיקוני חקיקה משנת 2012).

⁴ חוק תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים (אישור מיוחד ואי-התרת הוצאה לצורכי מס בשל תגמול חריג), התשע"ו–2016 (להלן: חוק הגבלת השכר בתאגידים פיננסיים). החוק חל על תאגידים פיננסיים כהגדרתם בחוק, לרבות חברות הביטוח. כן ראו פרק כללי בדברי הסבר להצעת חוק תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים (אישור מיוחד ואי-התרת הוצאה לצורכי מס בשל תגמול חריג), התשע"ד–2014, ה"ח 892.

של בעלי המניות (עד לכדי נטרול מוחלט), וככל הידוע אין להם מקבילה בעולם.⁵ לכן יש חשיבות רבה לניתוח המודל החדש ולבחינתו, על יתרונותיו וחסרונותיו. מאמר זה בוחן בעין ביקורתית את הרגולציה הייחודית, ובייחוד את כללי הממשל התאגידי הייחודיים שחלים על בנקים ללא גרעין שליטה, באמצעות ניתוח אופן ההתמודדות עם בעיות הנציג בין המנהלים לבין יתר מחזיקי העניין (stakeholders) בבנקים. במסגרת זו נבחנת השאלה אם הרגולציה נותנת מענה מאוזן לבעיות הנציג בבנקים ללא גרעין שליטה, ואם יש מרכיבים ברגולציה שטומנים בחובם בעיות או חשש ממשי לבעיות שעלולות להתפתח בעתיד.

המאמר כולל שלושה פרקים: פרק א מתאר את מאפייני הפעילות והרגולציה המייחדים את הבנקים מיתר החברות וכן מציג שתי בעיות נציג ייחודיות לבנקים אשר נגזרות ממאפיינים אלו; פרק ב מתאר את הרגולציה על הבנקים בישראל. הבנת הרגולציה על הבנקים והתפתחותה לאורך השנים מחייבת הכרת הרקע של המשבר במערכת הבנקאות שהתרחש בישראל לפני כשלושים ושמנה שנים (בשנת 1983). הפרק פותח בתיאור המשבר שהוביל להלאמת הבנקים הגדולים בישראל וממשיך בתיאור התפתחות מדיניות הפרטת הבנקים וברגולציה שהותאמה למדיניות זו. הפרק מתאר את תהליך ההפרטה של ארבעת הבנקים הגדולים בישראל – תיאור אשר נדרש לצורך הבנת השינוי בעמדת קובעי המדיניות בממשלה (משרד האוצר ובנק ישראל) בעניין בנקים ללא גרעין שליטה והרגולציה שחלה עליהם; פרק ג מנתח את בעיות הנציג בבנקים ללא גרעין שליטה. הפרק פותח בהצגת מסגרת הדיון ובהגדרת מטרת הממשל התאגידי בבנקים וממשיך בניתוח ובבחינה של השאלה אם הרגולציה נותנת מענה ראוי לבעיות הנציג בבנקים ללא גרעין שליטה. מהניתוח שנעשה במאמר זה עולה המסקנה כי הרגולציה, ובייחוד כללי הממשל התאגידי בבנקים ללא גרעין שליטה, אינם נותנים מענה לבעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות, וכי המדינה, באמצעות בנק ישראל, הלאימה למעשה את השליטה בשלושת הבנקים הגדולים. בסוף פרק ג מוצגת הצעה חלופית לרגולציה על בנקים ללא גרעין שליטה בכל קשור להליך הצעת מועמדים לדירקטוריון באופן שייתן מענה מסוים לבעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות.

א. ייחודם של הבנקים לעומת שאר החברות: מאפייני פעילות ורגולציה

1. מאפייני פעילות ייחודיים של בנקים

לבנקים, הפועלים כחברות עסקיות, ולסקטור הבנקאות, המתפקד כמערכת, מאפייני פעילות ייחודיים המבדילים אותם משאר החברות ומשאר ענפי הפעילות במשק. בתת-פרק זה מתוארים מאפייני הפעילות הייחודיים העיקריים של הבנקים. בתת-פרק הבא מוצגות בעיות

⁵ המודל של בנקים ללא גרעין שליטה מקובל מאוד בעולם, אולם ככל הידוע, לא נקבעו רגולציה וכללי ממשל תאגידי כפי שנחקקו בישראל. ראו: Org. Econ. Co-operation & Dev. [OECD], *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages* (June 2009), <https://bit.ly/3Glo177> (להסתייגות מקביעת תקרה לתגמול ראו שם, בעמ' 30; להתייחסות לחשיבות מעורבותם של בעלי המניות ראו שם, בעמ' 53–54).

הנציג הייחודיות לבנקים אשר נובעות ממאפיינים אלו. בהמשך הפרק מתוארים המאפיינים הייחודיים של מערכת הבנקאות, ותיבחן השפעתם של מאפייני הפעילות הייחודיים של הבנקים והרגולציה על הבנקים על האפקטיביות של הפתרונות לבעיות הנציג ה"קלאסיות". הפעילות המרכזית של בנקים מסחריים היא לפעול כמתווכים פיננסיים: מצד אחד הבנק מקבל פיקדונות מלקוחותיו, ומצד אחר הבנק מעניק אשראי לעסקים ולמשקי בית.⁶ לפעילות זו כמה מאפיינים המייחדים את הבנקים מחברות אחרות במשק, המשליכים על בעיות הנציג ועל הרגולציה שחלה על הבנקים, כמפורט להלן.

(א) פער נזילות בין ההתחייבויות (הפיקדונות) לבין הנכסים (האשראי לעסקים ולמשקי הבית)

כחלק מתפקידם לשמש מתווכים פיננסיים הבנקים חושפים את עצמם מרצון לפער נזילות.⁷ בעלי הפיקדונות יכולים למשוך את פיקדונותיהם בטווחי זמן קצרים מאלה שבהם הבנק יכול לממש את האשראי שהוא העניק לעסקים ולמשקי הבית. חשיפה זו מתאפשרת בשל ההנחה שבעלי הפיקדונות לא יבקשו למשוך, כולם בבת אחת, את פיקדונותיהם מהבנק. עם זאת הנחה זו יכולה שלא להתקיים במצבים מסוימים, ולפיכך הבנק נמצא בסיכון נזילות תמידי (תופעה של "ריצה אל הבנק")⁸ גם אם החברות ומשקי הבית שנטלו אשראי מהבנק אינם בחדלות פירעון (בשונה מסיכון של חדלות פירעון שנובע מאי-מסוגלותם של החברות ומשקי הבית שנטלו הלוואות להחזיר את חובם לבנק). חברות עסקיות אחרות, שאינן בנקים, נמנעות מפער מסוג זה, מכיוון שפער כזה עלול להעיד על מצוקה פיננסית שהתמודדות עימה עלולה להיות כרוכה בעלויות שנובעות מהמרת נכסים שאינם נזילים לנכסים נזילים, ובמקרים מסוימים – לחדלות פירעון.⁹

(ב) מינוף גבוה

פעילותם של הבנקים כמתווכים פיננסיים מאופיינת במינוף גבוה מזה של חברות אחרות במשק.¹⁰ אולם מלבד ההבדל הכמותי בשיעור המינוף, גם תפקיד המינוף הוא שונה. בחברות אחרות, שאינן בנקים, ההלוואות נועדות לממן את ההשקעה של החברות כאשר ההשקעה נדרשת לצורך קיום הפעילות, וקיימת תחלופה באופן מימון ההשקעה: באמצעות הון עצמי

⁶ במאמר זה המונח "בנקים" מכוון לבנקים מסחריים הפועלים כמתווכים פיננסיים. מאמר זה אינו עוסק בשירותים פיננסיים נוספים שנותנים לעיתים תאגידים פיננסיים, כגון בנקים להשקעות.

⁷ Peter O. Mühlert, *Corporate Governance of Banks*, 10 EUR. BUS. ORG. L. REV. 411, 420 (2009).

⁸ שם, בעמ' 421. התופעה נקראת "ריצה אל הבנק" מכיוון שבשל מגבלת הנזילות של הבנק, כשתופעה זו מתחילה להתרחש רק בעלי הפיקדונות ראשונים שיבקשו למשוך את כספם יוכלו לקבל את מלוא כספם במועד המבוקש.

⁹ Teresa A. John, *Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress*, 22 FIN. MGMT. 91, 91 (1993).

¹⁰ Mühlert, לעיל ה"ש 7, בעמ' 420.

של בעלי המניות או באמצעות נטילת הלוואות, ואילו בבנקים המינוף עצמו הוא מהות הפעילות העסקית ונובע מתפקידם של הבנקים כמתווכים פיננסיים.¹¹

(ג) נטילת סיכונים ותמחורם

רווחי הבנקים מפעילותם כמתווכים פיננסיים נובעים, ככלל, משני פרמטרים – כמות ומחיר. הפרמטר הראשון – הכמות – בא לידי ביטוי בהיקף הפיקדונות והאשראי של הבנקים בפעילותם כמתווכים פיננסיים. הפרמטר השני הוא מרווח הריבית בין הריבית על האשראי לבין הריבית על הפיקדונות (כאשר מרווח הריבית נטו מגלם בתוכו גם את הוצאות הבנק בגין הפסדי אשראי).¹² מטרת הבנק היא הגדלת מרווח הריבית ככל הניתן. אולם העלאת מרווח הריבית כרוכה בהגדלת הסיכון בשל מתן הלוואות שבהן הסיכון שהלווה לא יעמוד בהתחייבויותיו כלפי הבנק גבוה יותר. הסיכון מפוצה באמצעות פרמיית סיכון המגולמת בריבית גבוהה יותר שהבנק דורש על הלוואות אלו. כלומר, מקסום רווחי הבנקים מבוסס על פעילות עסקית, אשר במהותה כרוכה בנטילת סיכונים ותמחורם במידה אופטימלית.¹³ מסיבה זו קבע המפקח על הבנקים כי האסטרטגיה של בנק "צריכה לשקף את תיאבון הסיכון [...] ואת רמת הרווחיות המצופה כנגד חשיפה לרמות שונות של סיכון אשראי".¹⁴

(ד) מאזן "עמום"

בשל אופי הנכס העיקרי בצד הנכסים של המאזן – דהיינו הלוואות החשופות מטבע הדברים לחדלות פירעון – קיים קושי להעריך את טיב הנכסים של הבנק, בשונה מחברות תעשייתיות שבעניינן קל יותר להעריך את שווי הנכסים (בעיקר את הנכסים הפיזיים).¹⁵ בעקבות זאת המאזנים של הבנקים "עמומים" במידה רבה יותר ממאזנים של חברות אחרות. יכולת הבנק עצמו לאמוד את הסיכון הגלום בהלוואות היא משימה קשה בפני עצמה, בייחוד כאשר הבנק ניצב בפני שינויים חיצוניים בכלכלה וברגולציה.¹⁶ מטבע הדברים יכולתו של גורם חיצוני להעריך את טיב תיק האשראי של הבנקים קטנה עוד יותר עד לא קיימת. לכך מתווספת יכולתם של המנהלים בבנק לשנות במהירות את רמת הסיכון של תיק הנכסים, בין היתר

¹¹ Penny Ciancanelli & Jose Antonio Reyes-Gonzalez, *Corporate Governance in Banking: A Conceptual Framework*, 2000 EUR. FIN. MGMT. ASS'N CONF. 1, <https://tinyurl.com/sn8yfm9s>.

¹² הפסדי אשראי נגרמים לבנק מכשל בהחזר הלוואות שנתן הבנק.

¹³ ראו ס' 2 למבוא להוראת ניהול בנקאי תקין מס' 311 "ניהול סיכון אשראי" (22.10.2017) <https://bit.ly/33u4zNI> (הקובע כי "מטרת ניהול סיכונים האשראי היא להשיא את התשואה המותאמת לסיכון של התאגיד").

¹⁴ שם, בעמ' 1. כן ראו ס' 3 להוראת ניהול בנקאי תקין מס' 310 "ניהול סיכונים" (27.12.2012) <https://bit.ly/3thR3Y3> ("תאבון לסיכון" מוגדר כ"קביעה ברמת-על, מהו הסיכון שהתאגיד הבנקאי מוכן לקבל בהתחשב במאפייני סיכון/תשואה").

¹⁵ Mülbert, לעיל ה"ש 7, בעמ' 420.

¹⁶ ס' 4 למבוא להוראת ניהול בנקאי תקין מס' 314 "הערכה נאותה של סיכונים אשראי ומדידה נאותה של חובות" (2.2.2021) <https://bit.ly/3GnA36q> (הקובע כי "ניסיון העבר מלמד שאיכות אשראי ירודה, והערכה ירודה של סיכונים אשראי, מהוות גורמים משמעותיים לכישלונות של בנקים ברחבי העולם. כשל בויהוי מוקדם, ובהכרה בהידרדרות איכות האשראי במועד, עשוי להחמיר את הבעיה ולגרום להתמשכותה").

באמצעות רכישת מכשירים פיננסיים נגזרים,¹⁷ דבר המקשה עוד יותר על גורמים חיצוניים לאמוד בזמן אמת את הסיכון הגלום בתיק הנכסים של הבנק.¹⁸

2. בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין בעלי הפיקדונות

בשלב ראשון יצוין כי בבנקים קיימות בעיות הנציג ה"קלאסיות" שנדונו רבות בספרות, אשר נובעות מאינטרסים שונים ומפערי מידע: (1) בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין המנהלים; (2) בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין נושי החברה; (3) בעיית הנציג בין בעלי מניות השליטה לבין בעלי מניות מיעוט / מבוזרים. לכל אחת מבעיות נציג אלו הוצגו בספרות מגוון פתרונות שנועדו למזער ככל הניתן את הבעיה (כגון תגמול מבוסס ביצועים, אקטיביזם של בעלי מניות, מעורבות של גופים מוסדיים, פיקוח מצד בעל שליטה ועוד).¹⁹

בעלי הפיקדונות הם חלק מקבוצת הנושים של הבנק. משכך, ניתן לראות בבעיית הנציג בין בעלי המניות לבין בעל הפיקדונות מקרה פרטי של בעיית הנציג ה"קלאסית" בין בעלי המניות לבין הנושים של הבנק. עם זאת ארבעת מאפייני הפעילות המתוארים לעיל יוצרים בעיית נציג מוגברת בין בעלי המניות לבין הנושים של הבנק ובייחוד בין בעלי המניות לבין בעלי הפיקדונות. ככלל, בעיית נציג נוצרת משילוב של שני גורמים: קיומו של ניגוד אינטרסים וקיומו של פער במידע.²⁰ האינטרס של בעלי המניות הוא למקסם את רווחי הבנק הנובעים מפעילות התיווך הפיננסי. הדרך להשיג זאת, כפי שתואר לעיל, היא הגדלת היקף מתן האשראי באופן שמגדיל את המינוף, ומכאן את הסיכון, וכן גביית ריבית גבוהה יותר מהלווים מהבנק, דבר הכרוך במתן הלוואות ברמת סיכון גבוהה יותר. כלומר, לבעלי המניות יש תיאבון לסיכון אשר מעניק לבנק (בתוחלת) רווח גדול יותר. מנגד, האינטרס של בעלי הפיקדונות הוא להבטיח שיוכלו למשוך בבוא העת את הפיקדון שלהם בתוספת ריבית. בעלי הפיקדונות מחזיקים בבנק חלק ניכר מהונם, והאינטרס שלהם הוא שהבנק כ"נציגם" יקטין את הסיכון למינימום. נוסף על ניגוד האינטרסים, קיים פער מידע נרחב בשל הקושי להעריך את טיב הנכסים של הבנק (בעיקר בהתייחס למשקי בית ולעסקים קטנים שלהם אין יכולת לאמוד ולתמחר את הסיכון שהם נוטלים בעת הפקדת הפיקדון בבנק). בעיית הנציג בין בעלי המניות לבעלי הפיקדונות מביאה לידי ביטוי את "הסיכון המוסרי" (Moral hazard) שמתמרץ את בעלי המניות לפעול באופן מסוכן יותר, שהרי אם הסיכון לא יתממש, הם ירוויחו יותר, ואם הסיכון יתממש, הם חוסים באחריותם המוגבלת של בעלי המניות.²¹

בהקשר זה יש מקום להדגיש את ההבדל בין בעלי הפיקדונות לבין סוג אחר של נושים של הבנקים – בעלי איגרות חוב של הבנקים. בעלי איגרות החוב של הבנק הם משקיעים רצוניים בבנק, אשר משקיעים בדרך כלל באיגרת חוב של בנק ספציפי חלק קטן יחסית מהונם, כחלק מתיק השקעות מבוזר הכולל החזקה באיגרות חוב של חברות נוספות (כלומר, לבעלי איגרות החוב יש אלטרנטיבה להחזיק באיגרות חוב של חברות אחרות שאינן חלק מהמערכת

¹⁷ Mülbert, לעיל ה"ש 7, בעמ' 420, 424–425.

¹⁸ לעיתים גם לבנקים קשה לאמוד את הסיכון הגלום בנכסים של בנקים אחרים (שם, בעמ' 421).

¹⁹ ראו למשל שם, בעמ' 424; גושן, לעיל ה"ש 2.

²⁰ ראו למשל שם, בעמ' 243; Kern Alexander, *Corporate Governance and Banks: The Role of Regulation in Reducing the Principal-Agent Problem*, 7 J. BANK. REGUL. 17, 19 (2006).

²¹ שם, בעמ' 21.

הבנקאית). למחזיקי איגרות החוב יכולת טובה מזו של בעלי פיקדונות לאמוד את רמת הסיכון הגלומה בהשקעה באיגרת חוב של בנק (בין היתר באמצעות חברות דירוג האשראי), וכן לתמחר את הסיכון באמצעות מחיר השוק של איגרת החוב, ובמקרים מסוימים אף לפקח ולפעול במישור המשפטי מול הבנק. מנגד, בעלי הפיקדונות הם לקוחות הבנקים (אנשים פרטיים ועסקים), ובדומה ללקוחות של חברות אחרות, אינם תופסים את עצמם כנושאים בסיכון של הבנק עצמו. כמו כן אין לבעלי הפיקדונות יכולת מעשית לתמחר את הסיכון או לפקח באופן כלשהו על פעילות הבנק. אומנם בעלי הפיקדונות מפקידים את כספם בבנק ספציפי מרצונם, אולם בכל המערכת אין לבעלי הפיקדונות חלופה מעשית לשמור את כספם ברמת סיכון נמוכה מזו שבבנקים.²²

3. מאפיינים ייחודיים של מערכת הבנקאות

נוסף על מאפייני הפעילות העסקית הייחודיים לבנקים, קיימים מאפיינים ייחודיים למערכת הבנקאות אשר מעמידים אותה בפני סיכון מערכתי (systemic risk).²³ כמו כן למערכת הבנקאות תפקיד רחב בכלכלה, המשפיע על פעילותם של עסקים ומשקי בית, ומשכך משפיע על החברה בכללותה, כמפורט להלן.

(א) קשר בין הבנקים ומשבר פיננסי

כאשר בנק מסוים נקלע למשבר (בשל בעיית נזילות או חדלות פירעון) הדבר יכול להוביל לתגובות שרשרת שתגרום לנפילתם של בנקים נוספים בעקבות שני אפקטים:²⁴ **אפקט דומינו** – מערכת הבנקאות מאופיינת בכך שהבנקים מושקעים זה בזה. לפיכך מצבו הפיננסי של בנק מסוים יכול להשפיע ישירות על מצבם הפיננסי של בנקים אחרים;²⁵ **אפקט הדבקה** – נפילת בנק אחד יכולה לעורר חוסר אמון בקרב בעלי פיקדונות במערכת הבנקאות ולגרום לתופעה של "ריצה אל הבנק" בבנקים אחרים, ובכך ל"הדביק" בנקים נוספים.²⁶ הדבר שונה בענפי כלכלה אחרים אשר בהם חברות מתחרות עשויות להרוויח, בדרך כלל, מנפילתה של חברה מתחרה.

(ב) תפקיד רחב בכלכלה ובחברה

לבנקים תפקיד במימון השקעות ופעילות שוטפת של חברות עסקיות, במתן אשראי למשקי בית, במתן שירותים פיננסיים לכל שכבות האוכלוסייה, לרבות גישה למערכת התשלומים.²⁷

²² לפי ס' 13 לחוק הבנקאות (רישוי) (קבלת פיקדונות עובר ושב היא פעילות ייחודית לבנקים).

²³ סיכון מערכתי הוא הסיכון ליציבותה של כלל המערכת הפיננסית בשל נטילת סיכון בידי שחקן אחד במערכת (כדוגמת סיכון שנוטל בנק יחיד ועלול להשפיע על יציבות כלל המערכת הבנקאית), ראו למשל Ciancanelli & Reyes-Gonzalez, לעיל ה"ש 11, בעמ' 19; Alexander, לעיל ה"ש 20, בעמ' 18.

²⁴ ראו Daniel K. Tarullo, Member, Bd. Governors Fed. Rsr. Sys., *Corporate Governance and Prudential Regulation*, at AALS Midyear Meeting 6 (June 9, 2014), <https://bit.ly/3qjkjfd>.

²⁵ Mülbert, לעיל ה"ש 7, בעמ' 421.

²⁶ להתייחסות להשפעה העקיפה האפשרית של כישלון של בנק אחד על ערעור האמון של הציבור בבנקים אחרים, ראו בנק ישראל **דוח יציבות פיננסית** 49 (דצמבר 2015) <https://bit.ly/3GoY4di>.

²⁷ Alexander, לעיל ה"ש 20, בעמ' 19. באתר האינטרנט של בנק ישראל מצוין כי מערך התשלומים והסליקה בישראל נועד לשרת בין היתר את הציבור הרחב, ראו "מערך התשלומים והסליקה בישראל" **בנק ישראל** (2021).

משבר פיננסי עלול להוביל לעיתים למשבר ריאלי בכלכלה אשר גורם לעלויות כלכליות וחברתיות גבוהות בהרבה מהנזק שנגרם לבעלי הפיקדונות של הבנק היחיד. מנהלי הבנקים אינם מתמחרים עלויות אלו כאשר הם מתמחרים את הסיכון בפעילות הבנק, ובמובן זה מדובר בעלויות חיצוניות לבנקים.²⁸

4. בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין הציבור הרחב

הסיכון המערכתי המאפיין את מערכת הבנקאות יוצר מצב שבו הציבור הרחב עלול לשאת במחיר נטילת הסיכון על ידי הבנק והופך את הציבור הרחב ל"מחזיק עניין" בבנק (מלבד היותם של פרטים רבים מקרב הציבור "מחזיקי עניין" ישירים מתוקף היותם בעלי פיקדונות). הפגיעה בציבור הרחב, שיישא את מחיר נטילת הסיכון על ידי הבנקים, עלולה לבוא לידי ביטוי באחת או יותר מהדרכים האלה: (1) המשבר הכלכלי הריאלי עצמו – הפעילות העסקית מצטמצמת, והדבר מוביל לפיטורים ולאבטלה, והציבור הרחב נושא אפוא במחיר ישירות; (2) פעולות למניעת / הקטנת המשבר הכלכלי – הממשלה עשויה להקצות משאבים באופן רוחבי לכלל המשק כדי לסייע בחילוץ המשק ממיתון, והדבר בא על חשבון כספי הציבור; (3) פעולות למניעת / הקטנת המשבר הפיננסי – כדי למנוע את ההשלכות של משבר פיננסי הממשלה עשויה להחליט לסייע למערכת הבנקאות באופן ממוקד וישיר ולהעביר לבנקים כספים במסגרת תוכנית לחילוץ מהמשבר;²⁹ (4) מניעת נפילת בנקים/ספציפיים – הבנק המרכזי משמש "מלווה של מוצא אחרון" (Lender of last resort) כדי לסייע לבנקים להתמודד עם משבר נזילות.³⁰

שני המאפיינים של מערכת הבנקאות המתוארים לעיל והיותו של הציבור הרחב "מחזיק עניין" בבנקים יוצרים בעיית נציג ייחודית בין בעלי המניות לבין הציבור הרחב. בדומה לבעיית הנציג בין בעלי המניות לבין בעלי הפיקדונות, גם במקרה זה בעיית הנציג נובעת משילוב של שני הגורמים: קיומו של ניגוד אינטרסים וקיומו של פער במידע. לבעלי מניות הבנקים יש אינטרס שהבנק ייטול סיכון ברמה גבוהה מזו התואמת את האינטרס של הציבור הרחב, אשר עלול לשאת במחיר בשל נטילת הסיכון על ידי הבנקים. גם במקרה זה קיים פער מידע ניכר בין הבנקים לבין הציבור הרחב בשל מאפייני הפעילות של הבנקים וחוסר היכולת המעשית של הציבור הרחב להעריך את הסיכון הכרוך בפעילות הבנקים. בעיית הנציג בין בעלי המניות לציבור הרחב מביאה לידי ביטוי פעם נוספת את "הסיכון המוסרי" שמתמרץ את בעלי המניות לפעול באופן מסוכן יותר – אם הסיכון לא יתממש הם ירוויחו יותר, ואם הסיכון יתממש יישא הרגולטור בעלות נטילת הסיכון בשל היותו "מלווה של מוצא אחרון".³¹

<https://bit.ly/3FkCRjm>. נוסף על זה מצוין כי "התשתית הפיננסית בישראל כוללת מערכות תשלומים וסליקה בין-בנקאיות המשמשות להעברה וסליקה של תשלומים, מערכות תקשורת ואמצעים לביצוע תשלומים" (שם).

²⁸ Alexander, לעיל ה"ש 20, בעמ' 18 ו-33.

²⁹ מדיניות זו מקבעת את התפיסה כי הבנקים הם "גדולים מדי לפול", ראו בנק ישראל "דברי נגיד בנק ישראל היום בערב העיון שערך בנק ישראל לרגל פרסום דוח 'ישראל והמשבר העולמי' 2 (הודעה לעיתונות <https://bit.ly/3qhD4zK> (12.1.2012).

³⁰ שם.

³¹ Ciancanelli & Reyes-Gonzalez, לעיל ה"ש 11, בעמ' 4; Alexander, לעיל ה"ש 20, בעמ' 22.

5. רגולציה ייחודית לבנקים

(א) המנהלים בתפקיד "סוכן כפול": בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי הפיקדונות והציבור הרחב

שתי בעיות הנציג הייחודיות לבנקים המתוארות לעיל הוצגו כבעיות נציג בין בעלי המניות לבין בעלי הפיקדונות והציבור הרחב. אולם בפועל האינטרס של בעלי המניות בא לידי ביטוי בניהול היום-יומי באמצעות "נציגיהם" בחברה – קרי המנהלים (הדירקטורים וחברי ההנהלה). בבסיסו האינטרס של המנהלים בבנקים (ללא הפתרונות שנועדו לצמצם את בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות) הוא לנהל את הבנקים ניהול שמרני המשקף רמת סיכון נמוכה מרמת הסיכון שרוב בעלי המניות מסוגלים לשאת כדי למקסם את רווחיהם (ככלל, הדבר תקף גם לבעלי מניות שליטה, גם לבעלי מניות מיעוט וגם לבעלי מניות מבוזרים בבנק ללא גרעין שליטה),³² מכיוון שמנהלים אינם "מבזרים" את כושר הניהול שלהם (כלומר חברי ההנהלה הבכירה, שאינם דירקטורים, עובדים בדרך כלל במקום עבודה עיקרי אחד והכנסתם תלויה בהמשך העסקתם). במקרה של התממשות הסיכונים המנהלים עלולים לשאת במחיר אישי גבוה, למשל אובדן מקום העבודה ופגיעה במוניטין.³³ בשל כך האינטרס שלהם קרוב יותר לאינטרס של בעלי הפיקדונות והציבור הרחב, אשר אף הם מעדיפים ניהול שמרני של הבנק. אולם קיומה של רגולציה בתחום דיני התאגידים וכן קיומם של תמריצים, בעיקר תגמול תלוי ביצועים בטווח הקצר, גורמים למנהלים להעלות את רמת הסיכון בפעילות הבנק לרמה שיהיה בה כדי לשקף את האינטרס של בעלי המניות.³⁴ בעקבות זאת בעיות הנציג בין בעלי המניות לבעלי הפיקדונות והציבור הרחב, המתוארות לעיל, באות לידי ביטוי כבעיות נציג בין המנהלים לבין בעלי הפיקדונות והציבור הרחב. השילוב של הגדלת התיאבון לסיכון בקרב מנהלי הבנקים עם מאפייני הפעילות הייחודיים של הבנקים, המאפשרים שינוי רמת הסיכון במהירות יחסית (ולעיתים ללא שקיפות מספיקה), גרם למשברים פיננסיים רבים בהיסטוריה, אשר כתגובה להם התפתחה רגולציה רחבה בתחום הבנקאות.³⁵ הרגולציה על הבנקים נועדה בעיקרה להסיט את האינטרס של המנהלים לכיוון האינטרס של בעלי הפיקדונות והאינטרס של הציבור הרחב.³⁶ בעקבות זאת המנהלים בבנקים מצויים במתח מובנה בשל האינטרס הכפול שהם אמורים לייצג: מצד אחד, על המנהלים לשקף בפעילותם את האינטרס של בעלי המניות, ומצד אחר עליהם לפעול באופן שתואם את האינטרס הציבורי, כפי שהוא בא לידי ברגולציה.³⁷

³² ראו למשל Mühlbert, לעיל ה"ש 7, בעמ' 423.

³³ גושן, לעיל ה"ש 2, בעמ' 245.

³⁴ לפירוש האמצעים להתמודדות עם בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין המנהלים, ראו לדוגמה שם, בעמ' 245–259; Mühlbert, לעיל ה"ש 7, בעמ' 424.

³⁵ להתייחסות לתפקיד של התמריצים למנהלים ביצירת המשבר הפיננסי שהחל בארצות הברית בשנת 2007, ראו למשל Basel Comm. on Banking Supervision [BCBS], *Compensation Principles and Standards Assessment Methodology 2* (Bank Int'l Settlements Comm'n, 2010), <https://bit.ly/3K7yawX> (להלן: BCBS, *Compensation Principles*).

³⁶ Mühlbert, לעיל ה"ש 7, בעמ' 429.

³⁷ במובן זה ניתן לראות ברגולטור "נציג" הציבור הרחב. ראו Ciancanelli & Reyes-Gonzalez, לעיל ה"ש 11, בעמ' 14.

(ב) סטנדרטים גלובליים לרגולציה על הבנקים

בשל המאפיינים המיוחדים של בנקים, וכלקחי המשברים הפיננסיים הקודמים, נוצרה רגולציה ייחודית לבנקים שתפקידה לתת מענה לבעיות הנציג הייחודיות לבנקים.³⁸ חשיבות הרגולציה על מוסדות פיננסיים עלתה בעיקר לאחר "השפל הגדול" שהתרחש בארצות הברית בשנת 1929. בשנת 1930 נוסד The Bank for International Settlements (BIS), אשר נועד לאגד בנקים מרכזיים לצורך שיתוף פעולה בין-לאומי שמטרתו, בין היתר, שמירה על יציבות פיננסית. במסגרת ארגון זה פועלת The Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) (להלן: "ועידת באזל") אשר תפקידה לקבוע סטנדרטים גלובליים לפיקוח על הבנקים.³⁹

במסגרת הרגולציה המקובלת שנועדה לשמור על יציבותם של הבנקים ניתן למצוא, בין היתר, רגולציה אשר עוסקת בנושאים האלה: (1) הלימות הון (דרישה להחזקת הון עצמי ברמה מינימלית לצורך הבטחת התחייבויות הבנק);⁴⁰ (2) הבטחת הפיקדונות (באמצעות ביטוח פיקדונות או באמצעות הבטחת פיקדונות, מפורשת או משתמעת, על ידי הבנק המרכזי וכן חילוץ בנקים במשבר);⁴¹ (3) ניהול סיכונים (קביעת סטנדרטים בנוגע לאופן ניהול הסיכונים);⁴² (4) כשירות נושאי משרה (fit and proper);⁴³ (5) ממשל תאגידי;⁴⁴ (6) תגמול מנהלים (כללים בנוגע לתהליך אישור התגמול לנושאי המשרה בבנקים);⁴⁵ (7)

³⁸ רגולציה ייחודית זו מתווספת לרגולציה ה"רגילה" בדיני החברות, שחלה על כל החברות, לרבות הבנקים (ראו ה"ש 34 לעיל).

³⁹ ראו Bank Int'l Settlements [BIS], *The BIS: Promoting Global Monetary and Financial Stability Through International Cooperation* (July 2021), <https://bit.ly/3qivlRL>.

⁴⁰ בישראל הרגולציה בנושא "מדידה והלימות הון" מוסדרת בכמה הוראות ניהול בנקאי תקין המופיעות באתר האינטרנט של בנק ישראל, ראו "הוראות ניהול בנקאי תקין" **בנק ישראל** <https://bit.ly/3k6pQIK> (להלן: אתר הפיקוח על הבנקים).

⁴¹ בישראל אין חובת ביטוח פיקדונות. כמו כן אין הסדר מפורש שלפיו בנק ישראל ערב לפיקדונות. עם זאת יש לנגיד בנק ישראל סמכות, באישור הממשלה, לערוב לפיקדונות שהופקדו בבנקים (ראו ס' 8 לפקודת הבנקאות). סמכות זו הופעלה בהמשך לקריסת הבנק למסחר בשל מעילה בבנק שנתגלתה בשנת 2002 (ראו הודעה על מתן ערבות לפי פקודת הבנקאות, 1941, י"פ התשס"ב 3332, 3333). בין היתר בשל התנהלות זו ניתן להסיק כי בישראל קיימת הבטחת פיקדונות משתמעת.

⁴² בישראל הרגולציה בנושא מוסדרת בכמה הוראות ניהול בנקאי תקין העוסקות בניהול סיכונים (כגון ניהול סיכון אשראי, ניהול סיכון ריבית, ניהול סיכונים שוק, ניהול סיכון נזילות, ניהול סיכון תפעולי ועוד), ראו אתר הפיקוח על הבנקים, לעיל ה"ש 40.

⁴³ לפי סעיף 11א לחוק הבנקאות (רישוי), למפקח על הבנקים סמכות להתנגד למינוי נושא משרה בבנק (ונקבע בין היתר כי המפקח על הבנקים "יביא בחשבון לענין זה בשים לב, בין השאר, לצרכיו המיוחדים של התאגיד הבנקאי, את התאמתו של המועמד לתפקיד המוצע, לרבות ניסיונו העסקי, יושרו, יושרתו, וקשריו, מכל סוג שהוא, עם התאגיד הבנקאי או עם נושא משרה בתאגיד הבנקאי ואם המועמד כיהן בעבר כנושא משרה בתאגיד בנקאי – גם את תפקודו בתקופת כהונתו כאמור; לענין מועמד לכהונת דירקטור, יביא המפקח בחשבון גם את עיסוקיו ועסקיו האחרים של המועמד ואת התאמתו של הרכב הדירקטוריון לתחומי פעולתו של התאגיד הבנקאי").

⁴⁴ להסדרת נושא "ניהול ובקרה" במספר הוראות ניהול בנקאי תקין, ראו אתר הפיקוח על הבנקים, לעיל ה"ש 40.

⁴⁵ הוראת ניהול בנקאי תקין מס' 301A "מדיניות תגמול בתאגיד בנקאי" (13.11.2018) <https://bit.ly/3FxtelH>.

הגבלות על שליטה (באמצעות דרישה להיתרי שליטה, הגבלות על רכישת בעלות והגבלת כניסתם של שחקנים חדשים).⁴⁶

6. מעגל הקסמים: בעיות נציג הנובעות מהרגולציה

הרגולציה הייחודית לבנקים היא גורם חיצוני אשר משפיע על מפת האינטרסים של מחזיקי העניין השונים בבנקים, מגביל את "כוחות השוק" החיצוניים לבנקים ומשנה את התמריצים של הגורמים הפנימיים בבנקים, בעיקר של המנהלים. השינויים באינטרסים ובתמריצים משפיעים על בעיות הנציג השונות ועל התמודדותם של מחזיקי העניין השונים בבנקים עם בעיות אלו.⁴⁷ להלן כמה דוגמאות כיצד הרגולציה, בנסותה לפתור בעיות מסוימות, יוצרת ומעצימה בעיות נציג אחרות ומגבילה את יכולתם של "כוחות השוק" להתמודד עם בעיות הנציג הקיימות.

(א) השלכות הרגולציה על בעיית הנציג בין מנהלים לבין הציבור הרחב

ביטוח פיקדונות וכן הבטחה מפורשת או משתמעת, מצד הבנק המרכזי או הממשלה, לפרוע את פיקדונות לקוחות הבנקים במקרה שבנק אינו יכול לעמוד בהתחייבויותיו לבעלי הפיקדונות (בעקבות משבר נזילות או חדלות פירעון של הבנק), יוצרים תמריץ שלילי מצד בעלי הפיקדונות לפקח על הבנק או לתמחר את הסיכון הגלום במתן הפיקדונות לבנק. לפיכך מועצם התמריץ של המנהלים ליטול סיכונים, דבר אשר מגדיל את העלות שבה נושא הציבור הרחב.⁴⁸ נוסף על זה, התפיסה שהבנקים "גדולים מדי מכדי ליפול" ומדיניות חילוץ בנקים ממשיכה פנינסי על ידי ממשלות משנות את אופן תמחור הסיכון שמנהלי הבנקים רואים לנגד עיני הבנק, מכיוון שעלות הסיכון, בחלקה לפחות, נופלת על הציבור הרחב (כיישום תוכניות חילוץ ממשלתיות לבנקים).⁴⁹

שתי התופעות המתוארות לעיל מעידות שהרגולציה והמדיניות הממשלתית מעצימות את התמריץ של המנהלים (כנציגיהם של בעלי המניות) ליטול סיכונים. מכיוון שכך נדרשת רגולציה נוספת, הדוקה יותר, על המנהלים על מנת שהסיכון לא יגדל.⁵⁰

(ב) השלכות הרגולציה על בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין המנהלים

הרגולציה על הבנקים, בשילוב המאפיינים הייחודיים לבנקים, מפחיתה את האפקטיביות של הפתרונות המקובלים (בחברות שאינן בנקים) להקטנת בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין המנהלים.⁵¹ להלן דוגמאות:

(1) **פתרון הפיקוח** – פתרון זה רלוונטי בחברות שבהן קיים בעל מניות שליטה (בשונה מחברות שבהן בעלי המניות מבוזרים, וקיימת התופעה של "אדישות

⁴⁶ בנק ישראל – הפיקוח על הבנקים "קריטריונים ותנאים כלליים: למבקש היתר לשלוט ולהחזיק אמצעי שליטה בתאגיד בנקאי" (11.7.2013) <https://bit.ly/3FfiIW1>.

⁴⁷ Ciancanelli & Reyes-Gonzalez, לעיל ה"ש 11, בעמ' 10.

⁴⁸ Alexander, לעיל ה"ש 20, בעמ' 21.

⁴⁹ שם, בעמ' 22.

⁵⁰ Mülbert, לעיל ה"ש 7, בעמ' 429.

⁵¹ Ciancanelli & Reyes-Gonzalez, לעיל ה"ש 11, בעמ' 10.

רציונלית").⁵² לבעל מניות שליטה אינטרס לפקח על המנהלים בבנקים באמצעות מימוש זכות ההצבעה שלו באספה הכללית, בעיקר בכל הקשור למינוי דירקטורים ופיקוחם. הרגולציה על הבנקים מחלישה את האפקטיביות של פיקוח זה, משני היבטים: (א) הרגולציה מכוונית ומגבילה חלק גדול מהפעולות ומההחלטות של המנהלים, כגון דרישה להלימות הון וקביעת סטנדרטים לניהול הסיכונים, באופן שה"פיקוח" על תפקוד המנהלים בנושאים החשובים ביותר הוא חיצוני על ידי הרגולטור. במצב זה יכולתו של בעל השליטה לפקח על המנהלים שיפעלו לפי האינטרס שלו היא מוגבלת, מכיוון שגם אם ינסה לממש אמצעי פיקוח ויפעל להחלפת נושא משרה כלשהו, הרי שנושא המשרה החדש שימונה יהיה כפוף אף הוא לאותה רגולציה; (ב) הרגולציה בתחום כשירות מנהלים (fit and proper) מגבילה את יכולתו של בעל מניות השליטה בבנק למנות דירקטורים כרצונו. משכך, פוחתת הגמישות של בעל השליטה בביצוע שינויים. נוסף על זה, הרגולטור עשוי, באופן עקיף או לא פורמלי, לבחון בביקורתיות את השיקולים של בעל השליטה בנושאי פיטורים או אי-הארכת כהונתם של דירקטורים.⁵³

(2) **פתרון תגמול תלוי ביצועים** – פתרון זה נפוץ ביותר לצורך התמודדות עם בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין המנהלים באמצעות יצירת קרבה בין האינטרסים. עם זאת פתרון זה אינו חף מבעיות בעיקר בכל הקשור להיבטים האלה: (א) הגדרת קריטריונים סובייקטיביים או אובייקטיביים למדידת ביצועי המנהלים כבסיס לקביעת התגמול;⁵⁴ (ב) מדידה בטווח קצר לעומת טווח בינוני/ארוך;⁵⁵ (ג) תגמול חיובי כאשר הביצועים טובים, והיעדר "קנס" כאשר הביצועים שליליים;⁵⁶ (ד) יכולת המנהלים לבצע פעולות לגיטימיות ולא לגיטימיות שמשפיעות על ביצועי החברות בטווח הזמן הקצר שבו ביצועיהם נמדדים.⁵⁷ הרגולציה על הבנקים, בעולם וגם בישראל, זיהתה את נושא תגמול המנהלים בבנקים כגורם כבד משקל שמתמרץ מנהלים ליטול סיכונים גבוהים אגב ניצול המאפיינים הייחודיים של הבנקים (בעיקר מאזן "עמום" ויכולתם של המנהלים לשנות את רמת הסיכון בטווח קצר ללא

⁵² להתייחסות ל"אדישות רציונלית" ולאפקטיביות הפיקוח בידי בעל שליטה, ראו גושן, לעיל ה"ש 2, בעמ' 249 ו-275.

⁵³ נוסף על הרובד הפורמלי הגלוי לעין של הרגולציה הפיננסית בישראל קיים גם רובד של רגולציה לא פורמלית שעשויה לעסוק, בין היתר, בשינויים במינוי של נושאי משרה בכירים. ראו שרון ידן "חוזים רגולטוריים בשווקים פיננסיים בישראל" **עיוני משפט** לה 447, 449 (2012) (במאמר מוצגת דוגמה של פעילות לא פורמלית של הפיקוח על הבנקים להחלפת יו"ר בנק הפועלים, דני דנקנר, בשנת 2009). עם זאת הפעילות הלא פורמלית עשויה לבוא לידי ביטוי גם כאשר הרגולטור סבור שיש מקום להגן על נושא משרה ולמנוע את פיטוריו בידי בעל השליטה.

⁵⁴ Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Pay Without Performance: Overview of the Issues*, 20 ACAD. MGMT. PERSP. 5, 16 (2006).

⁵⁵ שם, בעמ' 17.

⁵⁶ דוגמה לכך היא שיטת התגמול המקובלת של מתן אופציות למנהלים.

⁵⁷ ראו בהקשר זה את ההתייחסות ל"שיטת ניהול רווחים" בבנקים שבמסגרתה האומדנים של ההפרשה החשבונאית להפסדי אשראי עשויים להיות מכשיר "למניפולציה של רווחים" אצל אלי אמיר "עוגיות חמות מהצנצנת? מה מסתתר בדו"חות הבנקים לרבעון הראשון" **TheMarker** (15.7.2021) <https://bit.ly/34zr1oU>

שקיפות). הסטנדרטים המנחים אשר אימצה ועידת באזל בנושא התגמול מאפשרים תגמול משתנה תלוי ביצועים, אולם נקבעו, בין היתר, מגבלות על היכולת לתגמל ביצועים לטווח הקצר. מטרת הרגולציה היא בין היתר לצמצם את יכולת בעלי המניות להשתמש בכלי של תגמול תלוי ביצועים להגדלת הסיכון מעל לרמה מסוימת.⁵⁸ לפיכך גם יעילותו של פתרון זה פחותה בשל הרגולציה הקיימת על בנקים.

(3) **פתרון שוק השליטה (השתלטות עוינת)** – מנגנון זה רלוונטי לחברות שבהן המניות מבוזרות בקרב בעלי מניות רבים ואין גרעין שליטה קבוע ויציב.⁵⁹ בבנקים מנגנון זה יעיל פחות מכיוון שהרגולציה דורשת תהליך אישור מורכב וארוך לרכישת שליטה בבנק. התוצאה היא התחזקות התופעה של "שלטון מנהלים" בבנקים ללא גרעין שליטה.

(4) **אקטיביזם של בעלי מניות** – בא לידי ביטוי במגוון פעולות מצד בעלי מניות מיעוט המממשים את זכויותיהם כדי להעלות את ערך החברה.⁶⁰ בבנקים האפקטיביות של מנגנון זה פחותה בשל המגבלות הרגולטוריות, החשש משליטה בפועל וניגודי עניינים (בעיקר מצד גופים מוסדיים).

ב. הרגולציה על בנקים בישראל ומדיניות ההפרטה

1. רקע: המשבר במערכת הבנקאות ותוכנית החילוץ על ידי הממשלה

בחודש אוקטובר 1983 פרץ משבר במערכת הבנקאות בארץ בשל תהליך שהתרחש במשך כמה שנים שקדמו למשבר, ושלימים נקרא "פרשת ויסות מניות הבנקים" (להלן: "תהליך הוויסות"). על הסיבות המקרו-כלכליות ועל האינטרסים של הבנקים שהביאו את מנהלי הבנקים ליישום תהליך שיטתי וממושך של ויסות מחירי מניות הבנקים נכתב, בין היתר, בפסק הדין של בית המשפט העליון, אשר דן בערעורם של מנהלי הבנקים שהורשעו בפרשה,⁶¹ ובספרות האקדמית.⁶² תהליך הוויסות של מחירי מניות הבנקים בוצע בהתערבות מלאכותית מצד הבנקים במסחר במניות הבנקים בבורסה באופן שמנע תנודתיות (הן כלפי מטה והן כלפי מעלה) והציג עלייה עקבית במחירי מניות הבנקים (ברמה שהתחרתה באיגרות החוב הממשלתיות הצמודות למדד שהנפיקה המדינה). תהליך הוויסות נועד לשדר לציבור הרחב שהשקעה במניות הבנקים היא השקעה סולידי, מצד אחד, ואטרקטיבית מבחינת התשואה, מצד אחר.⁶³ מיותר לציין שהוויסות המלאכותי של מחירי מניות הבנקים לא נבע מעלייה (או

⁵⁸ לסטנדרטים שקבעה ועידת באזל בנושא תגמול, ראו BCBS, *Compensation Principles*, לעיל ה"ש 35. ראו גם הוראת ניהול בנקאי תקין מס' 301A, לעיל ה"ש 45.

⁵⁹ ראו גושן, לעיל ה"ש 2, בעמ' 257–258; Mülbert, לעיל ה"ש 7, בעמ' 424.

⁶⁰ לתיאור של המנגנונים השונים, ראו לאון אנידג'ר "אקטיביזם של בעלי מניות: דיון תאורטי והשוואתי" **מחקרי משפט** ל 191, 192 (2015).

⁶¹ ע"פ 2910/94 **יפת נ' מדינת ישראל**, פ"ד נ(2) 221 (1996).

⁶² ראו ירון זליכה ואיילת צור-נייברג "משבר מניות הבנקים – מהלאמה ועד להשלמת ההפרטה" **רבעון לבנקאות** 61, 62 (2007); מאיר חת "ניגודי עניינים בקונגלומרט הפיננסי: המצב בישראל מבייסקי ועד בכר" **הפרקליט** מח 401, 409 (2006).

⁶³ שם, בעמ' 409; עניין **יפת**, לעיל ה"ש 61, בעמ' 256.

מצפייה לעלייה) ברווחי הבנקים, וככל שחלף הזמן נוצר פער שהלך וגדל בין מחיר מניות הבנקים, כפי שהשתקף במסחר בבורסה, לבין ערכן הכלכלי. שלא במפתיע תהליך הוויסות התאפשר, בין היתר, בשל קיומן של בעיות נציג הנובעות מניגוד אינטרסים מובנה בין הבנקים לבין לקוחותיהם בתחום ההשקעה בניירות ערך בכלל ובמניות הבנקים בפרט (נוסף על בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי הפיקדונות אשר נובעת, כמתואר בפרק א, מפעילותם ה"קלאסית" של בנקים מסחריים כמתווכים פיננסיים).⁶⁴ ניגוד העניינים בא לידי ביטוי בתהליך הוויסות בכמה דרכים: יועצי ההשקעות בבנקים המליצו ללקוחות באגרסיביות לרכוש את מניות הבנקים, הבנקים שימשו חתמים של מניות הבנקים, והבנקים באמצעות קופות הגמל וקרנות הנאמנות שניהלו רכשו את מניות הבנקים. נוסף על זה, בתהליך הוויסות באה לידי ביטוי בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי הפיקדונות בבנקים. הבנקים נטלו סיכון שהיה עלול לבוא על חשבון בעלי הפיקדונות, בהענקתם הלוואות ללקוחותיהם לצורך השקעה במניות הבנקים אגב שימוש במניות אלו כביטחונות כנגד אותן הלוואות, גם כאשר מנהלי הבנקים ידעו שערכן של המניות מנופח באופן מלאכותי מעבר לערכן הכלכלי.⁶⁵ כלומר, במקרה של קריסת מחירי מניות הבנקים קיים סיכון שהלווים לא יוכלו להחזיר את חובם לבנק, ובכך הבנקים העמידו בסיכון גם את כספי בעלי הפיקדונות. נוסף על כך, המשבר במערכת הבנקאות הוא דוגמה לבעיית הנציג בין המנהלים לבין הציבור הרחב (לרבות הציבור שלא החזיק במניות הבנקים), אשר נובעת מהסיכון המערכתי שמאפיין את מערכת הבנקאות, ומכך שהציבור הרחב משלם את המחיר כאשר הסיכון מתממש.

משבר מניות הבנקים פרץ בחודש אוקטובר 1983, כשהבנקים לא יכלו להמשיך עוד בתהליך הוויסות, ובא לידי ביטוי בצניחה חדה של מחירי מניות הבנקים במסחר בבורסה. המשבר העלה חשש לאיבוד אמון הציבור במערכת הבנקאות, לגלישת המשבר לתחום הפיקדונות ולהתרחשות "ריצה אל הבנק", שתגרום למשבר כלכלי במדינה. כדי למנוע זאת הורה שר האוצר ביום 6.10.1983 על הפסקת המסחר בבורסה לתקופה של כשבועיים. במהלך תקופה זו גיבשה הממשלה תוכנית לחילוץ הבנקים שנקראה "הסדר מניות הבנקים". במסגרת תוכנית זו הבטיחה הממשלה לציבור המשקיעים, שהחזיק במניות הבנקים, את ערכן של המניות ברמה מסוימת כפי שנקבע בהסדר.⁶⁶ עלות ההסדר נאמדה במיליארדי דולרים, ומי שנשא בעלות זו היה הציבור הרחב.⁶⁷

⁶⁴ חת, לעיל ה"ש 62.

⁶⁵ עניין יפת, לעיל ה"ש 61, בעמ' 257.

⁶⁶ זליכה וצור-נייברג, לעיל ה"ש 62, בעמ' 62.

⁶⁷ ירון זליכה ואח' "הפרטה באמצעות הפצה המונית של מניות לציבור אל מול שיטות הפרטה אחרות" **הרבעון לכלכלה** 53/54 (2007) 89, 88 (על פי המאמר, עלות ההסדר על פני השנים, בניכוי ההכנסות מהפרטת הבנקים, נאמדת ב-40–68 מיליארד ש"ח). ראו גם עניין יפת, לעיל ה"ש 61, בעמ' 253 (בפסק הדין מצוין שהעלות נאמדה בזמנה בכ-6.9 מיליארד דולר).

2. העברת הבעלות על הבנקים למדינה ומדיניות ההפרטה באמצעות מכירת גרעין שליטה

הסדר מניות הבנקים שגובש בשנת 1983 היה הסדר מורכב, ונועד מלכתחילה למנוע מצב שבו המדינה תהיה הבעלים של הבנקים.⁶⁸ אולם בסופו של דבר, מניות ארבעת הבנקים הגדולים עברו לבעלות המדינה בשנת 1993.⁶⁹ יודגש כי אף שהתרחש תהליך של "הלאמת הבנקים", הבעלות על הבנקים לא עברה לידי המדינה כחלק ממדיניות העברת קניין פרטי לבעלות המדינה ולניהולה (ללא תמורה הולמת). המדינה נאלצה לרכוש את הבנקים במחיר גבוה במידה ניכרת מערכם הכלכלי, ובכך התבטאה העלות העצומה שהציבור שילם בגין התוכנית לחילוץ הבנקים מהמשבר. העברת הבעלות למדינה הוסדרה בחוק מיוחד שחוקק בשנת 1993 (חוק המניות הבנקאיות שבהסדר), אשר קבע שמטרתו לאפשר לממשלה להפריט בחזרה את הבנקים אגב ביצוע שינויים מבניים במערכת הבנקאות שמטרתם הגברת התחרות וצמצום ניגוד העניינים. כמו כן החוק נועד למנוע הפיכתם של הבנקים לחברות ממשלתיות שהממשלה מעורבות בניהולן השוטף.⁷⁰

משנת 1993 ועד לשנת 2002 הובילו התנאים בשוק ההון, התשתית הרגולטורית, מדיניות הממשלה והפיקוח על הבנקים לתוצאה של הפרטת הבנקים בד בבד עם שמירה על העיקרון שהעברת השליטה בבנקים תהיה לידי גרעין שליטה מזוהה, שקיבל היתר שליטה מאת נגיד בנק ישראל.⁷¹ מדיניות זו נבעה, בין היתר, מחשש מבעיות הנציג וניגודי האינטרסים שמאפיינים בנקים שמניותיהם מבוזרות, ואין בהם גרעין שליטה קבוע, והסיכונים לבנק שנובעים מכך, כגון שלטון מנהלים, נטייה לתיאבון לסיכון גבוה של בעלי מניות מבוזרים, חשש מבעלי מניות מזדמנים שישנו שליטה בפועל ללא קבלת היתר מנגיד בנק ישראל ויעדיפו שיקולי טווח קצר. נוסף על זה, מבחינת הפיקוח על הבנקים, ניתן לזהות שלוש סיבות ליתרון בקיומו של גרעין שליטה מזוהה שקיבל היתר מנגיד בנק ישראל: (1) הצורך בקבלת היתר שליטה מאפשר לפיקוח על הבנקים להתנות את ההיתר בקיומן של דרישות שיחולו על בעלי מניות השליטה נוסף על החקיקה ועל הרגולציה הקיימת; (2) קיומה של כתובת ברורה שאליה הפיקוח על הבנקים יכול לפנות כאשר מתעוררות בעיות בניהול הבנק ובפעילותו; (3) התפיסה או הצפייה (שלא הוכחה) שבעל השליטה עשוי להזרים הון נוסף לבנק במקרה של משבר.⁷²

⁶⁸ בשנים הראשונות של הסדר מניות הבנקים לא הייתה המדינה בעלת מניות הבנקים בשל הרצון למנוע מעורבות ממשלתית בניהול הבנקים. מניות הבנקים שועברו לטובת המדינה לשם הבטחת כספים שהמדינה העבירה כהלוואות במסגרת הבטחת כספי המשקיעים שהשקיעו במניות הבנקים. ראו זליכה וצור-נייברג, לעיל ה"ש 62, בעמ' 63.

⁶⁹ ארבעת הבנקים הגדולים: בנק הפועלים, בנק לאומי, בנק דיסקונט ובנק המזרחי (שם, בעמ' 66).

⁷⁰ ס' 2 לחוק המניות הבנקאיות שבהסדר (הוראת שעה), התשנ"ד-1993 (להלן: חוק המניות הבנקאיות שבהסדר).

⁷¹ הוועדה לבחינת היבטים הקשורים במכירת בנק לאומי באמצעות שוק ההון דו"ח הוועדה 6 (2002) <https://bit.ly/31VRXOU> (בראשות מנכ"ל משרד האוצר דאז אוהד מראני) (להלן: דו"ח מראני). בתקופה זו מכרה המדינה מניות באמצעות שוק ההון אולם הקפידה שהשליטה תישאר בידיה או שתעבור לידי גרעין שליטה.

⁷² שם.

3. יישום מדיניות ההפרטה

בתוך תקופה של כשנה, ממועד העברת הבעלות על מניות הבנקים הגדולים למדינה בחודש אוקטובר 1993 (שבו נתקבל בכנסת חוק המניות הבנקאיות שבהסדר) ועד לחודש דצמבר 1994, פרסמה הממשלה שלושה הליכים תחרותיים (נפרדים) למכירת גרעיני השליטה בשלושה בנקים: בנק המזרחי (יולי 1993), בנק לאומי (מרץ 1994) ובנק הפועלים (דצמבר 1994).⁷³ הבנק הראשון שהשליטה בו הועברה לידי משקיעים פרטיים היה בנק המזרחי.⁷⁴ שני ההליכים למכירת גרעיני השליטה בבנק לאומי ובנק הפועלים נמשכו זמן רב, ובמהלכם נותר מתמודד אחד (בכל בנק), ולבסוף נכשלו עם פרישת / פסילת המתמודד האחרון בכל אחד משני הבנקים.⁷⁵ בחודש מרץ 1997 נפתח מחדש הליך מכירת בנק הפועלים, ובסיומו, בחודש ספטמבר 1997, רכשה קבוצת משקיעים, בראשות תד אריסון, 43% ממניות בנק הפועלים ואופצייה לרכישת 21.5% נוספים (הקבוצה לא מימשה בסופו של דבר אופצייה זו).⁷⁶ במהלך שנת 2001 בחנה המדינה (בסיוע בנק השקעות) את האפשרות למכור את גרעין השליטה בבנק לאומי למשקיע אסטרטגי זר. הניסיונות לעורר עניין בקרב משקיעים אסטרטגים זרים ברכישת גרעין השליטה בבנק לאומי לא צלחו.⁷⁷

התוצאה של ניסיונות ההפרטה של המדינה הייתה שבסוף שנת 2001 עדיין החזיקה המדינה בבעלות ובשליטה בשני בנקים גדולים בישראל: בנק לאומי ובנק דיסקונט. יש לציין כי בד בבד עם הניסיונות למכור את גרעיני השליטה בבנקים המדינה מכרה על פני השנים חלקים מסוימים מהבעלות על הבנקים השונים באמצעות הצעות מכר לציבור, לעובדים ולגופים מוסדיים – אגב שמירה על שיעור בעלות שהבטיח את המשך שליטת המדינה בבנקים.⁷⁸

4. שינוי מדיניות ההפרטה: בנקים ללא גרעין שליטה

כישלון הניסיונות למכור את בנק לאומי באמצעות מכירת גרעין השליטה, בשילוב הרצון לפתח את שוק ההון הישראלי, ולהשיג את המטרה של הפרטת הבנקים לפי חוק המניות הבנקאיות שבהסדר, הובילו את המדינה לשנות את מדיניות ההפרטה ולפעול להפרטת בנק לאומי ללא גרעין שליטה. לשינוי מדיניות ההפרטה שתי השלכות עיקריות: (1) מצד בעלי המניות – בבנק ללא גרעין שליטה מתעצמת בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין המנהלים, ובייחוד קיים חשש מתופעה של "שלטון מנהלים". כמו כן כאשר אין בעל שליטה המחזיק בשיעור גבוה מהבעלות על הבנק והמניות מבוזרות, קיימת נטייה מצד בעלי המניות המבוזרות להגדיל את הסיכון;⁷⁹ (2) מצד הפיקוח על הבנקים – לקיומו של גרעין שליטה

⁷³ לתיאור הליך הפרטת הבנקים השונים, ראו זליכה וצור-נייברג, לעיל ה"ש 62, בעמ' 65–91.

⁷⁴ שם (בשנת 1994 רכשה קבוצת עופר-ורטהיים 26% ממניות בנק המזרחי ואופצייה לרכישת 25% נוספים; בשנת 1997 מימשה הקבוצה אופצייה זו והחזיקה 51% ממניות הבנק).

⁷⁵ שם.

⁷⁶ שם.

⁷⁷ דו"ח מראני, לעיל ה"ש 71, בעמ' 5.

⁷⁸ זליכה וצור-נייברג, לעיל ה"ש 62, בעמ' 65–91.

⁷⁹ Mühlbert, לעיל ה"ש 7, בעמ' 428.

בבנקים יש יתרונות מבחינת הפיקוח על הבנקים.⁸⁰ בהיעדר גרעין שליטה קבוע ומזוהה בבנק קיים חשש שבעל מניות שמחזיק מניות בשיעור נמוך ישיג השפעה רבה ושליטה בפועל בבנק, בלא שקיבל היתר לכך מנגיד בנק ישראל.⁸¹ בעקבות זאת עלולה להיפגע יכולתו של הפיקוח על הבנקים למלא את ייעודו בהקטנת בעיית הנציג בין המנהלים לבין הציבור הרחב או בעלי הפיקדונות. לפיכך נדרש להתאים את התשתית הרגולטורית לאפשרות קיומו של בנק ללא גרעין שליטה.⁸² לצורך בחינת השינויים הרגולטוריים הנדרשים לצורך האסדרה והפיקוח על הבנקים ועל בעלי השליטה בהם הוקמה בשנת 2002 "הועדה לבחינת היבטים הקשורים במכירת בנק לאומי באמצעות שוק ההון", בראשות מנכ"ל משרד האוצר דאז אוהד מראני.⁸³

(א) שלב ראשון: תיקוני חקיקה משנת 2004

בהמשך להמלצות דוח מראני עברו בשנת 2004 תיקוני חקיקה אשר אימצו בעיקרם את המלצות הוועדה.⁸⁴ לפי המלצות הוועדה, חלק ניכר מתיקוני החקיקה חלו על כל הבנקים, לרבות בנקים עם גרעין שליטה שקיבל היתר מנגיד בנק ישראל, כחלק מהתפיסה שראוי להגביר את הפיקוח ואת הבקרה על המחזיקים באמצעי שליטה בכל הבנקים. לדוגמה, באשר לכל הבנקים נקבע כי יידרש אישור מנגיד בנק ישראל להחזקה באמצעי שליטה בשיעור העולה על 5%, במקום בשיעור של 10% שהיה קיים לפני תיקוני החקיקה.⁸⁵ כמו כן נקבע באשר לכל הבנקים כי נדרשת הסכמה (או אי התנגדות) של המפקח על הבנקים בדבר מינוי נושא משרה (כחלק מהליך fit and proper).⁸⁶

נוסף על תיקוני החקיקה שחלו על כל הבנקים, תוקן החוק ונקבעו בו הוראות ייחודיות שיחולו על בנקים ללא גרעין שליטה בלבד. להלן ארבע ההוראות העיקריות שנקבע שיחולו על בנקים ללא גרעין שליטה:⁸⁷

- א. חובת דיווח על מי שמחזיק יותר מ-2.5% מאמצעי השליטה בבנק. נוסף על זה נקבע שנגיד בנק ישראל רשאי לקבוע בעניינו של בנק מסוים חובת דיווח על מי שמחזיק בשיעור נמוך יותר, ובלבד ששיעור זה לא יפחת מ-1% (בבנקים עם גרעין שליטה חובת הדיווח חלה על המחזיק יותר מ-5%).
- ב. בעת מתן הסכמתו (או אי-התנגדותו) למינוי נושא משרה שמחזיק יותר מ-1% של אמצעי שליטה, ישקול המפקח על הבנקים "גם את עיסוקיו ועסקיו האחרים של המועמד, מהות זיקתו לתאגיד הבנקאי ומעריך הכוחות ואיזונים בדירקטוריון".

⁸⁰ ראו בטקסט הסמוך לה"ש 71 לעיל.

⁸¹ ס' 1 לחוק הבנקאות (רישוי) (הקובע כי "שליטה" היא "היכולת – בין לבד ובין יחד עם אחרים – לכוון את פעילותו של תאגיד"). כמו כן סעיף 34(ג) לחוק הבנקאות רישוי קובע שלא ישלוח אדם בבנק אלא על פי היתר מנגיד בנק ישראל.

⁸² דו"ח מראני, לעיל ה"ש 71, בעמ' 6.

⁸³ שם.

⁸⁴ תיקוני חקיקה משנת 2004, לעיל ה"ש 3.

⁸⁵ דו"ח מראני, לעיל ה"ש 71, בעמ' 8. כן ראו הגדרת "אמצעי שליטה" בסעיף 1 לחוק הבנקאות (רישוי); תיקוני חקיקה משנת 2004, לעיל ה"ש 3, בס' 9.

⁸⁶ שם, בס' 17(3).

⁸⁷ שם, בס' 13 ו-17(3).

ג. חובה לשלוח למפקח על הבנקים את פרוטוקול האספה הכללית שעניינה מינוי דירקטור או הפסקת כהונתו.

ד. הצבעה על מינוי דירקטורים תהיה על כל מועמד בנפרד; הדירקטוריון לא יהיה רשאי למנות, או להציע למנות, דירקטור; נושא משרה לא יפעל למינוי, או למניעת מינוי, דירקטור, למעט הצעת מועמדותו שלו לכהן כדירקטור.

בהוראות שנקבע שהן יחולו על כל הבנקים קיימות שתי הוראות מרכזיות שמבחינה מעשית משפיעות בעיקר על בנקים ללא גרעין שליטה:⁸⁸

ה. איסור תיאום בין בעלי מניות בנוגע להצבעתם על מינוי של דירקטורים (אלא אם ניתן לכך היתר מנגיד בנק ישראל).

ו. הוראה הקובעת כי במקרים מיוחדים, שבהם קטן מספר הדירקטורים מהמספר שקבע המפקח על הבנקים והאספה הכללית לא תיקנה את המצב בתוך שלושה חודשים (וכן במצבים שבהם המפקח על הבנקים סבור שאין מקום להמתין לכינוס האספה הכללית), תיכנס לפעולה ועדה שמיונה נגיד בנק ישראל והיא תמנה את הדירקטורים החסרים בדירקטוריון. כלומר, לוועדה זו הוקנתה סמכות שיורית למנות דירקטורים רק כאשר האספה הכללית לא מצליחה למנות את מספר הדירקטורים שקבע המפקח על הבנקים.⁸⁹

תפיסת הפיקוח של תיקוני החקיקה משנת 2004 – מבחינת ההוראות לעיל עולה כי התכלית שבבסיסן היא למנוע שליטה בפועל בבנק (או השפעה מהותית) ממי שלא קיבל היתר שליטה מנגיד בנק ישראל (סעיפים ב, ד ו-ה לעיל) וכן מתן כלים למפקח על הבנקים לזהות, מבעוד מועד, כאשר מתקיים שיתוף פעולה אסור, מאחורי הקלעים, בין בעלי מניות, כדי למנוע מצב שבו מתהווה גרעין שליטה בפועל מבלי שנתקבל לכך היתר (סעיפים א ו-ג לעיל). כלומר, תכליתן של ההוראות לאפשר למפקח על הבנקים לבצע פיקוח שוטף, בקרה ואכיפה. זכותם של בעלי המניות להשפיע על מינוי הדירקטורים ובאמצעות זאת על ניהול הבנק – כחלק מהזכות הקניינית שלהם בבנק – נשמרה במגבלות מסוימות, אגב יצירת מנגנון שיוזי למינוי דירקטורים במקרה של כישלון האספה הכללית במינוי דירקטורים.

(ב) שלב שני: תיקוני חקיקה משנת 2012

תיקוני החקיקה משנת 2004 נועדו להוות תשתית רגולטורית להתנהלותם של בנקים ללא גרעין שליטה. אולם בפועל תשתית רגולטורית זו לא עמדה למבחן, מכיוון שלפני שוויתרה המדינה על השליטה בבנק לאומי בוצעו תיקוני חקיקה נוספים בשנת 2012.⁹⁰ העברת תיקוני

⁸⁸ שם, בס' 9(3), 12 ו-14.

⁸⁹ דו"ח מראני, לעיל ה"ש 71, בעמ' 16 (בדוח מוסבר הצורך ב"ועדה למינוי דירקטורים" כך: "יתכן מצב, במיוחד בתאגיד בנקאי שאין בו שולט שקיבל היתר שליטה, כי מספר הדירקטורים יפחת מהמספר הראוי. בתאגיד בנקאי כאמור, אין שולטים היוזמים את מינויים של הדירקטורים, ויהיה בו מאידך, פיזור רב יותר של בעלי מניות אשר לא רשאים, ללא היתר מתאים, להגיע להסכמים עם בעלי מניות אחרים על אופן הצבעתם, כך שיתכנו מצבים מעין אלה").

⁹⁰ תיקוני חקיקה משנת 2012, לעיל ה"ש 3.

חקיקה אלו הייתה דרישה מצד בנק ישראל לפני המשך הפרטת יתרת המניות של בנק לאומי שהחזיקה המדינה והפיכתו לבנק ללא גרעין שליטה.⁹¹

בדומה לתיקוני החקיקה משנת 2004, נקבע באשר לחלק ניכר מתיקוני החקיקה משנת 2012, שהם יחולו על כל הבנקים, לרבות על בנקים עם גרעין שליטה שקיבלו היתר מנגיד בנק ישראל.⁹² השינוי המשמעותי ביותר בתיקוני החקיקה משנת 2012, בנוגע לבנקים ללא גרעין שליטה, היה בהליך של הצעת מועמדים לכהונה כדירקטור. השינוי כלל שני רכיבים:

א. הגבלת יכולתם של בעלי המניות להציע מועמדים לדירקטורים: טרם כניסת תיקוני החקיקה משנת 2012 לתוקף לא נקבעה בחקיקה מגבלה על בעלי מניות להציע לאספה הכללית מועמדים לכהן כדירקטורים.⁹³ כמו כן הייתה לדירקטור אפשרות להציע את מועמדותו שלו לכהן כדירקטור לתקופת כהונה נוספת.⁹⁴ בתיקוני החקיקה משנת 2012 בוטלה האפשרות של הרוב המכריע של בעלי המניות להציע מועמדים לדירקטורים, וכן בוטלה האפשרות של דירקטור להציע את מועמדותו שלו. נקבעו רק שתי אפשרויות שלפיהן בעלי מניות רשאים להציע מועמדים לכהן כדירקטורים:

(1) המחזיק יותר מ-2.5% מהמניות רשאי להציע מועמד אחד בלבד לכהן כדירקטור, וכל עוד מכהן כדירקטור מועמד שהציע, הוא אינו רשאי להציע מועמדים נוספים.⁹⁵ מכיוון שהחזקה של יותר מ-5% מחייבת היתר מנגיד בנק ישראל – המשמעות המעשית היא שללא היתר מנגיד בנק ישראל, רק מי שמחזיק בין 2.5% לבין 5% מהמניות יכול להציע מועמד לדירקטורים; (2) "חבר מחזיקים" הכולל שניים או שלושה בעלי מניות שמחזיקים יחד בין 2.5% ל-5% מהמניות (כאשר כל אחד מבעלי המניות מחזיק יותר מ-1% אך פחות מ-2.5% מהמניות), יכול בתנאים מסוימים להציע מועמד אחד בלבד לדירקטורים.⁹⁶

ב. שינוי תפקיד הוועדה שממנה נגיד בנק ישראל: הוועדה שממנה נגיד בנק ישראל חדלה מלהחזיק בתפקיד שינוי בלבד (כפי שנקבע בתיקוני החקיקה משנת 2004 – תפקיד של מינוי דירקטורים במצבים החריגים שבהם האספה הכללית אינה מצליחה למנות את מספר הדירקטורים הנדרש שקבע המפקח על הבנקים וכן במצבים שבהם

⁹¹ ראו את דברי המפקח על הבנקים בפרוטוקול ישיבה מס' 673 של ועדת הכספים, הכנסת ה-18, 7 (15.2.2011). השינוי בעמדת בנק ישראל נבע, ככל הנראה, מהמשבר במערכת הפיננסית בארצות הברית, שהחל בשנת 2007. ראו פישר, לעיל ה"ש 29, בעמ' 1.

⁹² לדוגמה, בתיקוני החקיקה משנת 2012 (לעיל ה"ש 3) בוצע שינוי שלפיו שתי הוראות, אשר נקבע שתחולנה רק על בנקים ללא גרעין שליטה (סעיפים ב ו-ד לעיל), תחולנה מבחינה מעשית על כל הבנקים.

⁹³ אופן מינוי הדירקטורים נקבע בתיקוני הבנקים.

⁹⁴ תיקוני חקיקה משנת 2004, לעיל ה"ש 3, בס' 17(3) (בסעיף זה התווסף סעיף 11ג(3) לפקודת הבנקאות אשר קבע: "נושא משרה כהגדרתו בחוק החברות, לא יפעל למינוי דירקטור מסוים או למניעת מינויו, פרט להצעת מועמדותו שלו לכהונת דירקטור").

⁹⁵ ס' 11ד(א)(3)(א) ו-11ד(א)(4) לפקודת הבנקאות. סעיף 8(2) לתיקוני החקיקה משנת 2012 (לעיל ה"ש 3) החליף את סעיף 11ג לפקודת הבנקאות, ובכך ביטל את האפשרות של דירקטור להציע את מועמדותו שלו לכהן כדירקטור לתקופת כהונה נוספת.

⁹⁶ ס' 11ד(א)(3)(ב) לפקודת הבנקאות (גם לפי אפשרות זו, "חבר מחזיקים" אינו רשאי להציע מועמדים נוספים כל עוד מכהן כדירקטור מועמד שהוא הציע; נוסף על זה, לפי סעיף זה בעל מניות יכול להיות חבר ב"חבר מחזיקים" רק אם דיווח על החזקותיו בבנק ולא התנגד לגילוי החזקותיו לציבור כאמור בסעיף 36(ב)(1)(א) לחוק הבנקאות (רישוי)).

סבור המפקח על הבנקים שאין מקום להמתין לכינוס האספה הכללית), ועברה להיות בעלת סמכות (שהייתה שמורה עד כה לבעלי המניות) להציע מועמדים לכהונה בדירקטוריון בכל מקרה שבו עולה להצבעה באספה הכללית החלטה בדבר מינוי דירקטורים.⁹⁷

התוצאה של תיקוני החקיקה משנת 2012 הייתה העברה, מבחינה מעשית, של הסמכות להציע דירקטורים מבעלי המניות לוועדה. מכיוון שהוועדה נדרשת להציע מספר מועמדים כמספר המקומות הפנויים בדירקטוריון (לפי הוראת המפקח על הבנקים) בתוספת מועמד אחד בלבד (לכל סוג של דירקטור), אין לבעלי המניות אפשרות בחירה רבה במסגרת ההצבעה על המועמדים באספה הכללית. לפיכך מבחינה מהותית הוועדה היא שקובעת את הרכב הדירקטוריון.⁹⁸ חשוב להדגיש כי תיקוני החקיקה משנת 2012 בקשר להליך הצעת המועמדים לדירקטוריון לא נועדו להתמודד עם התופעה של "אדישות רציונלית" של בעלי המניות. לתופעה זו ניתן מענה עוד בתיקוני החקיקה משנת 2004, שבמסגרתם הוסמכה הוועדה למנות דירקטורים אם קטן מספר הדירקטורים מהמספר שקבע המפקח על הבנקים והאספה הכללית לא תיקנה את המצב בתוך פרק הזמן הקבוע בחוק.⁹⁹

תפיסת הפיקוח של תיקוני החקיקה משנת 2012 – הרגולציה אימצה תפיסה חדשה בנוגע לבנקים ללא גרעין שליטה: מצד אחד נשללת או מוגבלת במידה ניכרת הזכות של בעלי המניות להציע מועמדים לדירקטוריון (ללא קשר או תלות בשיקולים או במניעים של בעלי המניות), ומצד אחר מוקנית סמכות זו, בקביעות, למנגנון הנשלט על ידי אחת מרשויות המדינה אף במצב שבו אין כשל בפעילות או בניהול של הבנק או שאין חריגה מהוראות החוק או מהוראות הפיקוח על הבנקים. לשינוי התפיסה משמעות גדולה שכן עד לתיקוני החקיקה משנת 2012 הייתה סמכות לנגיד בנק ישראל למנות מנהל מורשה, אשר נוטל את סמכויות הניהול מהדירקטוריון ומהנהלה (ובכך שולל בעקיפין את זכויותיהם של בעלי המניות), רק במקרים שבהם הדירקטוריון או ההנהלה נהגו באופן הסוטה מניהול בנקאי תקין או במקרים שהבנק אינו מסוגל לקיים את התחייבויותיו.¹⁰⁰ תפיסת פיקוח חדשה זו איננה נגזרת מהסטנדרטים המנחים שקבעה ועידת באזל בעניין פיקוח אפקטיבי על הבנקים.¹⁰¹

⁹⁷ ס' 111(א)(1) ו-111(א)(2) לפקודת הבנקאות. כמו כן נותרה אצל הוועדה הסמכות למנות דירקטורים במקרים שבהם קטן מספר הדירקטורים מהמספר שקבע המפקח, והאספה הכללית לא תיקנה את המצב בתוך שלושה חודשים, וכן במצבים שבהם סבור המפקח על הבנקים שאין מקום להמתין לכינוס האספה הכללית (ראו ס' 35א לחוק הבנקאות (רישוי)).

⁹⁸ ס' 111(א)(2) לפקודת הבנקאות. במקור נקבע בתיקוני החקיקה משנת 2012 (לעיל ה"ש 3) כי הוועדה תציע מספר מועמדים כמספר המקומות הפנויים בדירקטוריון "ועוד שלושה רבעים ממספר המשרות הפנויות כאמור, בעיגול כלפי מעלה"; בשנת 2013 שונתה הסיפה של הסעיף לנוסח הקיים היום: "ועוד מועמד אחד נוסף לכל אחד מסוגי הכשרות שיש למנות: דירקטור חיצוני לפי חוק החברות, דירקטור חיצוני לפי ההוראה בעניין הדירקטוריון, ודירקטור אחר".

⁹⁹ תיקוני החקיקה משנת 2004, לעיל ה"ש 3, בס' 12.

¹⁰⁰ ס' 18(א)(2) ו-18 לפקודת הבנקאות.

¹⁰¹ ראו Basel Comm. on Banking Supervision [BCBS], *Core Principles for Effective Banking Supervision* 21–39 (2012), <https://tinyurl.com/yckzwv8s> (להלן: BCBS, *Core Principles*) (שם מפורטים שלושה עשר עקרונות העוסקים בסמכויות, בתחומי אחריות ובתפקידים של הפיקוח על הבנקים. אף אחד מהם לא כולל מעורבות כה משמעותית בניהול, על חשבון בעלי המניות, במצב שבו אין כשל בפעילות או בניהול של הבנק).

5. יישום מדיניות ההפרטה החדשה

עד לתיקוני החקיקה משנת 2004 המשיכה המדינה במדיניות ההפרטה של בנק דיסקונט באמצעות מכירת גרעין השליטה בבנק. בחודש מאי 2004, כשלושה חודשים לפני שעברו תיקוני החקיקה בכנסת, פרסמה המדינה הליך תחרותי להפרטת בנק דיסקונט באמצעות מכירת גרעין השליטה בבנק. בחודש ינואר 2006 לאחר הליך ממושך עברה השליטה בבנק דיסקונט מהמדינה לקבוצת ברונפמן-שראן.¹⁰² עם השלמת מהלך זה נותר בנק לאומי הבנק היחיד בשליטת המדינה. לאחר שעברו תיקוני החקיקה משנת 2004 המשיכה המדינה במכירת חלק ממניותיה בבנק לאומי אגב שמירת השליטה בבנק. רק לאחר שעברו בכנסת תיקוני החקיקה משנת 2012 חדלה המדינה ביום 23.3.2012 מלשלוט בבנק לאומי והוא נהפך לבנק ללא גרעין שליטה.¹⁰³ בכך הושלם המהלך שנועד להביא להפסקת שליטת המדינה בכל אחד מארבעת הבנקים הגדולים מתוקף ההחזקה במניותיהם, לאחר שבנקים אלו הולאמו בעקבות משבר מניות הבנקים אשר פרץ כשלושים שנה לפני כן. ואולם, כפי שיוצג בהמשך, בשלב זה החלה תקופה חדשה של שליטה בפועל של המדינה בבנקים הגדולים מתוקף הרגולציה – באמצעות הוועדה למינוי דירקטורים שממנה נגיד בנק ישראל.

בנק לאומי לא נותר הבנק היחיד ללא גרעין שליטה לאורך זמן רב. למעשה בנק לאומי היה הסנונית ראשונה שבישרה על מעבר של בנקים נוספים ממודל של בנק עם גרעין שליטה למודל של בנקים ללא גרעין שליטה. המעבר למודל החדש בוצע בפנייה מצד בעלי השליטה בשני הבנקים הגדולים – בנק דיסקונט ובנק הפועלים – לבנק ישראל בבקשה לביטול היתר השליטה. בחודש דצמבר 2013 עבר בנק דיסקונט להיות בנק ללא גרעין שליטה לאחר שבעלי השליטה, קבוצת ברונפמן-שראן, ביקשו וקיבלו היתר מנגידת בנק ישראל לחדול מלשלוט בבנק.¹⁰⁴ בחודש ספטמבר 2018 אישרה נגידת בנק ישראל לבעלת השליטה בבנק הפועלים שרי אריסון מתווה להפיכת בנק הפועלים לבנק ללא גרעין שליטה ובחודש נובמבר 2018 נהפך הבנק לבנק ללא גרעין שליטה.¹⁰⁵

התוצאה היא שבתקופה של כשבע שנים עברו שלושת הבנקים הגדולים ביותר בישראל – בנק לאומי, בנק הפועלים ובנק דיסקונט – למודל של בנקים ללא גרעין שליטה. משמעות השינוי היא עצומה, שכן הרוב המוחלט של מערכת הבנקאות בישראל תלוי מעתה בממשל התאגידי הייחודי וברגולציה הייחודית שחלה על בנקים ללא גרעין שליטה. מכך נובעת חשיבותם של ניתוח ובחינת המודל החדש על יתרונותיו וחסרונותיו.

¹⁰² זליכה וצור-נייברג, לעיל ה"ש 62, בעמ' 80.

¹⁰³ החל מיום 24.3.2012 מוגדר בנק לאומי כבנק ללא גרעין שליטה, ראו בנק לאומי לישראל בע"מ "אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים (ת053) – תאגיד בנקאי בלא גרעין שליטה" **מגנא** (25.3.2012) <https://bit.ly/3GnNFP1>.

¹⁰⁴ בנק דיסקונט לישראל בע"מ "דיווח כללי (ת121) – בנק בלא גרעין שליטה" **מגנא** (5.1.2014) <https://bit.ly/34DiO2Z>.

¹⁰⁵ בנק הפועלים בע"מ "אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים (ת053) – הפיכה לבנק ללא גרעין שליטה" **מגנא** (22.11.2018) <https://bit.ly/33rFOBq>.

6. הגבלת שכר הבכירים בתאגידים פיננסיים

בד בבד עם השינוי במבנה מערכת הבנקאות המתואר לעיל, חל שינוי חשוב נוסף בממשל התאגידי בבנקים אשר משפיע על ההתמודדות עם בעיית הנציג בבנקים בין בעלי המניות לבין המנהלים. בשנת 2016 התקבל בכנסת חוק אשר מגביל את התגמול של נושאי המשרה בבנקים.¹⁰⁶ החוק קובע מגבלות וכללים בשלושה נושאים:

א. הגבלת התגמול של נושא משרה בכירה באופן שהיחס בין ההוצאה בשל התגמול לנושא המשרה הבכירה לבין ההוצאה בשל התגמול של העובד בעל השכר הנמוך ביותר – לא יעלה על 35.107

ב. קביעת הליך מיוחד לאישור התקשרות עם נושא משרה בכירה בעניין תגמול, כאשר ההוצאה החזויה בשל התגמול צפויה לעלות על 2.5 מיליון שקלים.¹⁰⁸

ג. איסור ניכוי לצורכי מס של ההוצאה בגין שכר נושא משרה בכירה העולה על "התקרה לתשלום" כהגדרתה בחוק.¹⁰⁹

הרקע להעברת החוק בכנסת היה ביקורת ציבורית גוברת בדבר שכר הבכירים המופרז בתאגידים פיננסיים שהלך וגדל בשנים שקדמו להעברת החוק, מדיניות תגמול המתמרצת את המנהלים ליטול סיכונים מופרזים וחוסר האפקטיביות של מנגנוני הבקרה והפיקוח.¹¹⁰ בעקבות המשבר הפיננסי העולמי בשנת 2008 בחנו במדינות רבות בעולם מחדש את הרגולציה בנושא שכר הבכירים בתאגידים הפיננסיים, אך נראה שהמדיניות שאומצה בישראל היא יוצאת דופן. בין היתר פרסם ה-Financial Stability Board דוח בנושא עקרונות מדיניות תגמול במוסדות פיננסיים, אשר לא כלל במסגרתו המלצות לקביעת מגבלת שכר בתאגידים פיננסיים כפי שנקבע בישראל.¹¹¹ נוסף על זה, בדוח שפרסם הארגון OECD בנושא ממשל תאגידי והמשבר הפיננסי יוחד פרק נפרד לנושא תגמול ותמריצים, ובמסגרת המלצותיו הובעה הסתייגות מקביעת תקרת תגמול.¹¹²

חוק הגבלת השכר בתאגידים פיננסיים חל על כל הבנקים, אולם הוא רלוונטי במיוחד לבנקים ללא גרעין שליטה, מכיוון שבבנק עם גרעין שליטה לבעל השליטה יש השפעה ואפשרויות פיקוח על המנהלים שהן רבות מאלה שיש לבעלי המניות המבוזרים בבנק ללא

¹⁰⁶ חוק הגבלת השכר בתאגידים פיננסיים.

¹⁰⁷ לרבות עובדי קבלני כוח אדם ועובדי קבלני שירות, שהבנק הוא המעסיק בפועל שלהם (שם, בס' 2(ב)).

¹⁰⁸ שם, בס' 2(א).

¹⁰⁹ שם, בס' 4.

¹¹⁰ ראו את הפרק הכללי בדברי הסבר להצעת חוק תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים (אישור מיוחד ואי-התרת הוצאה לצורכי מס בשל תגמול חריג), התשע"ד–2014, ה"ח 892. נגד חוקתיות סעיפים מסוימים בחוק זה הוגשה עתירה לבג"ץ והיא נדחתה בעניינם, ראו בג"ץ 4406/16 איגוד הבנקים בישראל (ע"ר) נ' כנסת ישראל (נבו) 29.9.2016.

¹¹¹ Financial Stability Forum [FSF], *FSF Principles for Sound Compensation Practices* (2009), <https://bit.ly/3fiLzEc>. ראו גם נתי פרלמן וגלעד נוה הגבלות על שכר בכירים בחברות ציבוריות – סקירה משווה (הכנסת, מרכז המחקר והמידע 2010) <https://bit.ly/33fnE2N> (הדוח עוסק בהגבלות שכר בחברות ציבוריות, אולם מתייחס גם ליוזמות חקיקה אשר חלות רק על תאגידים פיננסיים). בדוח זה מצוין כי "הגבלה ישירה של שכר מנהלים נמצאה בחקיקה בסין בלבד, ורק במגזר החברות הפיננסיות שבבעלות ממשלתית" (שם, בעמ' 1).

¹¹² OECD, *Corporate Governance*, לעיל ה"ש 5, בעמ' 30.

גרעין שליטה. לכן בבנק ללא גרעין שליטה השימוש במנגנון התגמול חיוני יותר לצורך התמודדות עם בעיית הנציג בין המנהלים לבעלי המניות.

ג. בחינת בעיות הנציג בבנקים ללא גרעין שליטה

1. מסגרת הדיון ואופן הניתוח

מטרתו של פרק זה לבחון בעין ביקורתית אם הרגולציה הקיימת בישראל, ובייחוד הרגולציה שמטמיעה כללי ממשל תאגידי, נותנת מענה מאוזן לבעיות הנציג בבנקים ללא גרעין שליטה, ואם יש מרכיבים ברגולציה שטומנים בחובם בעיות או חשש לבעיות שעלולות להתפתח בעתיד בכל הקשור לממשל תאגידי בבנקים. כפי שתואר בתחילת המאמר, מאפייני הבנקים ומערכת הבנקאות יוצרים בעיית נציג ייחודית בין בעלי המניות לבין בעלי הפיקדונות והציבור הרחב, הנובעת מהאינטרסים השונים שלהם ומפערי המידע ביניהם. מנהלי הבנקים (הדירקטוריון וחברי ההנהלה), אשר להם הסמכות לקבוע את מדיניות הבנק וכן לנהלו באופן שוטף, נמצאים בתווך ונדרשים לייצג שני אינטרסים נפרדים ולעיתים מנוגדים: (1) אינטרס פנימי של הבנק / בעלי המניות; (2) אינטרס חיצוני – של בעלי הפיקדונות והציבור הרחב, אשר על שמירתו מופקד הרגולטור (הפיקוח על הבנקים).¹¹³

בהקשר זה עולה השאלה מהו הממשל התאגידי הראוי בבנקים. כדי להתייחס לשאלה זו יש להגדיר את מטרתו של הממשל התאגידי בבנקים.¹¹⁴ מצד אחד, אם מטרתו של הממשל התאגידי בבנקים נגזרת אך ורק מתכלית החברה על פי חוק החברות, הרי שהמטרה ברורה, שכן חוק החברות קובע כי "תכלית חברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה".¹¹⁵ לבנקים לא נקבעה תכלית שונה בחוק החברות או בדבר חקיקה אחר. גישה זו מציבה בסדר עדיפות ראשון את האינטרסים של בעלי המניות, וחוק החברות קובע, בין היתר, חובות אמון וזהירות של נושאי המשרה כדי להשיג תכלית זו (תכלית זו כפופה כמובן למגבלות ולאי-לוצים הנובעים מהדין).¹¹⁶

מצד אחר, קיימת הגישה, שמציגות לעיתים רשויות הפיקוח על הבנקים, ולפיה מטרת ממשל תאגידי בבנקים היא לדאוג לאינטרס הציבורי.¹¹⁷ גישה זו באה לידי ביטוי במסמך שפרסם הפיקוח על הבנקים בנושא "פעילות הפיקוח על הבנקים בתחום ממשל תאגידי במערכת הבנקאית", אשר בתחילתו מגדיר את מטרת הממשל התאגידי בבנקים כך: "הממשל התאגידי [...] ומטרתו היא שמירה על יציבות המערכת הבנקאית וכספי המפקידים, הגנה על לקוחותיה ועל הציבור בכללו". על פי מסמך זה, הפיקוח על הבנקים אינו כולל במטרת הממשל התאגידי בבנקים את השמירה על האינטרס של בעלי המניות.¹¹⁸

¹¹³ Ciancanelli & Reyes-Gonzalez, לעיל ה"ש 11, בעמ' 14.

¹¹⁴ על הקושי בהגדרת ממשל תאגידי ראוי בבנקים, ראו Mülberty, לעיל ה"ש 7, בעמ' 412–413.

¹¹⁵ ס' 11(א) לחוק החברות, התשנ"ט–1999 (חוק החברות לא מתעלם מיתר מחזיקי העניין בחברה אולם שם אותם בסדר עדיפות שני וקובע בהמשך הסעיף: "וניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין השאר, את עניניהם של נושיה, עובדיה ואת ענינו של הציבור").

¹¹⁶ שם, בס' 252 ו-254.

¹¹⁷ Mülberty, לעיל ה"ש 7, בעמ' 413.

¹¹⁸ הפיקוח על הבנקים – אגף הביקורת "פעילות הפיקוח על הבנקים בתחום ממשל תאגידי במערכת הבנקאית" בנק ישראל 1 (2018) <https://bit.ly/3qjr3K4> (להלן: הפיקוח על הבנקים "פעילות הפיקוח").

בין שתי הגישות הללו קיימת גישת הביניים, המקובלת בעולם ובספרות, ולפיה מטרת הממשל התאגידי בבנקים היא לאזן בין האינטרס הפרטי של בעלי המניות לבין אינטרס ציבורי של יציבות המערכת הפיננסית.¹¹⁹ הניתוח בפרק זה ייעשה לפי גישה זו, ובמסגרתו תבחן השאלה אם הרגולציה שחלה על בנקים ללא גרעין שליטה בישראל, ובייחוד הרגולציה בתחום הממשל התאגידי, נותנת מענה מאוזן לאינטרסים השונים. הבחירה בגישה זו נעשתה לפי נקודת המוצא של המסגרת הנורמטיבית שלפיה, ככל חברה אחרת, גם תכליתה של חברה שהיא "בנק" היא זו המוגדרת בחוק החברות – הפעלת שיקולים עסקיים להשאת רווחיה¹²⁰ – וכן נעשתה הבחירה מתוך ההכרה שיש מקום לרגולציה ייחודית לבנקים שתכליתה לשמור על יציבות הבנקים ועל יציבות המערכת הפיננסית (כפי שתואר בפרק א לעיל).¹²¹ המסגרת הנורמטיבית מכירה בשני האינטרסים, ומכאן נגזר שמטרת הממשל התאגידי בבנקים היא לתת מענה הן לשמירה על האינטרס של בעלי המניות והן לשמירה על האינטרס של הציבור הרחב. אם קיימת סתירה ביניהם נדרש איזון כלשהו בין האינטרסים.¹²²

גם הממשלה אימצה את הגישה שלפיה מטרת הממשל התאגידי בבנקים לאזן בין אינטרסים. הדבר בא לידי ביטוי בדברי ההסבר להצעת החוק מטעם הממשלה של תיקוני החקיקה משנת 2012 שבהם נכתב כי אופן הצעת הדירקטורים בבנק ללא גרעין שליטה צריך להיות "תוך איזון בין זכותם של המחזיקים באמצעי השליטה להציע מועמדים לכהונה כדירקטורים ולפעול לבחירתם, לבין הרצון למנוע שליטה בפועל בתאגיד הבנקאי בלא קבלת היתר".¹²³

הניתוח שלהלן ייעשה אגב התייחסות לאפקטיביות של המנגנונים השונים להתמודדות עם בעיות הנציג בבנקים ללא גרעין שליטה: מצד אחד, עד כמה ניתן מענה לבעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי הפיקדונות והציבור הרחב, ומצד אחר, עד כמה ניתן מענה לבעיית הנציג בין המנהלים לבעלי המניות.

2. בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי הפיקדונות והציבור הרחב

ההתמודדות עם בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי הפיקדונות והציבור הרחב נעשית בישראל באמצעות רגולציה רחבה והדוקה שנועדה להקטין הן את הסיכון של בעלי הפיקדונות והן את הסיכון המערכתי. הרגולציה חלה על בנקים עם גרעין שליטה וכן על בנקים ללא גרעין שליטה, כאשר בבנקים ללא גרעין שליטה מתווסף הנדבך של רגולציה הייחודית לבנקים אלו. אמצעי פיקוח מרכזי להסדרת פעילותם וניהולם של הבנקים הוא

¹¹⁹ ראו למשל Ciancanelli & Reyes-Gonzalez, לעיל ה"ש 11, בעמ' 24; Mülberty, לעיל ה"ש 7, בעמ' 415–414; Alexander, לעיל ה"ש 20, בעמ' 19.

¹²⁰ בכך משתקף האינטרס של בעלי המניות, שכן מתוך רווחי החברה ניתן לחלק דיבידנדים לבעלי המניות. ראו ס' 1 (הגדרת "חלוקה"), 190, 302, 306, ו-307 לחוק החברות.

¹²¹ בכך משתקף האינטרס של בעלי הפיקדונות והציבור הרחב.

¹²² השימוש במונח "איזון" אינו, כמובן, בבחינת נוסחת קסם שמובילה לפתרון אחד. בהקשר של מטרתו של הממשל התאגידי בבנקים המונח "איזון" משקף שמירה על מנגנונים שנותנים מענה לכל אחד מהצדדים, ברמה מסוימת, מבלי שאחד מבטל לחלוטין את המנגנונים שנועדו לשמור על האינטרס של הצד השני.

¹²³ הסעיף הכללי בדברי ההסבר להצעת חוק הבנקאות (תיקוני חקיקה), התשע"א–2011, ה"ח 360 (ההדגשה הוספה). מניעת שליטה בפועל ללא קבלת היתר מנגיד בנק ישראל נועדה, כאמור, לשמירה על אינטרס של בעלי הפיקדונות והציבור הרחב.

הסמכות שהוקנתה בחוק למפקח על הבנקים, באישור נגיד בנק ישראל, לקבוע "הוראות ניהול בנקאי תקין". מטרתן של הוראות אלו על פי החוק היא "להבטיח את ניהולו התקין ואת השמירה על ענינם של לקוחותיו, כדי למנוע פגיעה ביכולתו לקיים את התחייבויותיו".¹²⁴ כיום יש כ-121 הוראות ניהול בנקאי תקין המפורסמות באתר האינטרנט של הפיקוח על הבנקים. חלק ניכר מההוראות עוסק במישרין או בעקיפין בהבטחת יכולתו של הבנק לעמוד בהתחייבויות לבעלי הפיקדונות באמצעות קביעת הוראות שמטרתן להבטיח את איתנותו של הבנק.¹²⁵ לפחות 13 מהוראות אלו עוסקות ישירות בממשל תאגידי בבנקים.¹²⁶ בסקירה של קרן המטבע הבין-לאומית משנת 2016, אשר עסקה בין היתר באפקטיביות של הפיקוח על הבנקים בישראל, נמצא כי הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל הוא קפדני ומקיף ביותר ועולה בהיקפו ובעוצמתו על הסטנדרטים המקובלים במדינות מפותחות אחרות.¹²⁷ אפקטיביות הרגולציה והפיקוח מצד הפיקוח על הבנקים באה לידי ביטוי במשבר הפיננסי העולמי האחרון שהתרחש בשנת 2008, אשר במסגרתו המערכת הבנקאית בישראל שמרה על איתנות ויציבות.¹²⁸

מן האמור לעיל עולה כי לבעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי הפיקדונות והציבור הרחב ניתן מענה מקיף באמצעות רגולציה המתווה כללים ונורמות, אם בחקיקה ראשית ואם בהוראות המפקח על הבנקים, שחלים על מנהלי הבנקים (דירקטוריון, חברי הנהלה ואף בעלי תפקידים נוספים בבנקים).¹²⁹ הרגולציה כוללת הוראות רבות אשר יוצרות אצל המנהלים תמריץ לנקוט דרך פעולה התואמת יותר את האינטרס של בעלי הפיקדונות והציבור הרחב (לעומת המצב שבו לא היו קיימות ההוראות), בין היתר על חשבון האינטרס של בעלי המניות. חשוב לציין כי חלק ניכר מההוראות ניהול בנקאי תקין אינו סותר בהכרח את האינטרס של בעלי המניות. לדוגמה, הוראות בדבר זיהוי וניהול הסיכונים באופן מקצועי ואפקטיבי יכולות לפעול גם לטובת האינטרס של בעלי המניות (נוסף על האינטרס של בעלי הפיקדונות והציבור הרחב).¹³⁰ עם זאת הוראות ניהול בנקאי תקין המגבילות את רמת הסיכון עשויות להיות מנוגדות לאינטרס בעלי המניות ולטובת האינטרס של בעלי הפיקדונות והציבור הרחב.¹³¹

3. בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות

בחלק זה תיבחן השפעתן של הוראות הרגולציה השונות (החלות על בנקים ללא גרעין שליטה) על האפקטיביות של כמה אמצעים מקובלים להקטנת בעיית הנציג בין המנהלים

¹²⁴ ס' 5(ג) לפקודת הבנקאות.

¹²⁵ אתר הפיקוח על הבנקים, לעיל ה"ש 40.

¹²⁶ נכון לחודש מאי 2018, ראו הפיקוח על הבנקים "פעילות הפיקוח", לעיל ה"ש 118, בעמ' 4.

¹²⁷ IMF, *Israel: Technical Assistance Report – Consultations on the Work of the Banking Supervision Department of the Bank of Israel* 6 (IMF Country Rep. No. 16/177, June 2016), <https://bit.ly/3qkPBm7>.

¹²⁸ שם.

¹²⁹ ראו ה"ש 40–46 לעיל.

¹³⁰ ראו לדוגמה הוראת ניהול בנקאי תקין מס' 310, לעיל ה"ש 14.

¹³¹ כגון קבוצת ההוראות בעניין "מדירה והלימות הון" וכן ההוראה בעניין "מגבלות על חבות של לווה ושל קבוצת לווים". ראו אתר הפיקוח על בנקים, לעיל ה"ש 40.

לבין בעלי המניות: אקטיביזם של בעלי מניות ומעורבות גופים מוסדיים, שוק השליטה, תגמול תלוי ביצועים ומנגנון אכיפת חובת אמונים של המנהלים כלפי החברה.

(א) השפעת הרגולציה על המנגנון של אקטיביזם של בעלי מניות ומעורבות גופים מוסדיים

השפעתה של ההוראה המגבילה את יכולתם של בעלי מניות להציע מועמדים לדירקטוריון – השינוי עם ההשלכות המעשיות הגדולות ביותר בתיקוני החקיקה משנת 2012 היה שינוי הליך הצעת מועמדים לדירקטוריון בבנק ללא גרעין שליטה. לפי תיקוני החקיקה משנת 2012 קיימות שתי אפשרויות שלפיהן בעלי מניות יכולים להציע לאספה הכללית מועמדים לדירקטוריון. כפי שיוצג להלן, שתי האפשרויות אינן ישימות בשל הוראה שקבע המפקח על הבנקים ובשל מבנה הבעלות של שלושת הבנקים הגדולים ללא גרעין שליטה.

האפשרות הראשונה היא הצעת מועמד לכהן בדירקטוריון בידי מי שמחזיק יותר מ-2.5% מהמניות (כאשר כל עוד מכהן כדירקטור מועמד שהציע בעל המניות הוא אינו רשאי להציע מועמדים נוספים). הגופים המחזיקים בשיעור של יותר מ-2.5% ממניות הבנקים ללא גרעין שליטה הם בעיקר גופים מוסדיים, כגון קרנות הפנסיה, חברות הביטוח ובתי השקעות.¹³² בהנחה שעובדה זו לא נעלמה מעיניהם של קובעי המדיניות והמחוקק, מטרת החקיקה הייתה, מצד אחד, לנטרל את יכולתם של בעלי מניות קטנים מלהשפיע על הרכב הדירקטוריון באמצעות הצעת מועמדים, ומצד אחר, לאפשר לגופים מוסדיים, שמתוקף תפקידם אחראים לניהול כספי לקוחותיהם, להציע מועמד לדירקטוריון, ובכך לנסות ולהשפיע במידה מסוימת על הרכב הדירקטוריון.¹³³

תיקוני החקיקה משנת 2012 אפשרו, לכאורה, קיומו של מנגנון מעורבות של גופים מוסדיים לטובת לקוחותיהם. אולם במסגרת שינוי שביצע המפקח על הבנקים בהוראת ניהול בנקאי תקין בעניין "עסקי תאגיד בנקאי עם אנשים קשורים" (לאחר כניסת תיקוני החקיקה משנת 2012 לתוקף) התווסף להגדרת "איש קשור" גם מי שהציע מועמד לדירקטוריון הבנק והמועמד שהציע נבחר (כל עוד הוא מכהן כדירקטור).¹³⁴ בעקבות זאת נוטרלה האפשרות המעשית של הגופים המוסדיים להציע מועמדים לדירקטוריון הבנק מכיוון שלפי הוראת

¹³² ראו את דיווחי שלושת הבנקים הגדולים לפי תקנה 33(ד) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970: בנק הפועלים בע"מ "דיווח כללי (ת121) – דיווח על בעלי אמצעי שליטה מהותיים במניות הבנק" **מגנא** (3.5.2021) <https://bit.ly/3fg29EL> (חברת אריסון החזקות בע"מ מחזיקה בשיעור של 15.74% ממניות בנק הפועלים, אך לפי ההיתר להחזקת אמצעי שליטה בבנק שניתן לגב' שרי אריסון, היא לא תצביע מכוח זכויות הצבעה מעל 5% (ראו ה"ש 105 לעיל)); בנק לאומי לישראל בע"מ "דיווח כללי (ת121) – החזקות בבנק ללא גרעין שליטה" **מגנא** (7.4.2021) <https://bit.ly/3tqAwRX>; בנק דיסקונט לישראל בע"מ "דיווח כללי (ת121) – דוח מחזיקים מהותיים ליום 31.3.21" **מגנא** (7.4.2021) <https://bit.ly/3qkIYjz>.

¹³³ ראו דברי ההסבר להצעת חוק הבנקאות (תיקוני חקיקה), בעמ' 374 (שם צוין כי "הסעיף הקטן המוצע מאפשר, מחד גיסא, בחירת דירקטורים מקרב מועמדים המוצעים בידי בעלי מניות, אך מגביל, מאידך גיסא, את כוחו של מי שמחזיק אמצעי שליטה בשיעורים כאמור").

¹³⁴ הוראת ניהול בנקאי תקין מס' 312 "עסקי תאגיד בנקאי עם אנשים קשורים" (29.9.2016) <https://bit.ly/3tfiAtk>. (בהגדרת "איש קשור" בסעיף 3 התווסף סעיף קטן (1א) שבו נקבע "מי שהציע (לבדו או כחבר בחבר-מחזיקים) מועמד לכהונת דירקטור בתאגיד בנקאי ללא גרעין שליטה וקרובו, סיווגו כאיש קשור תקף כל עוד הדירקטור שהוצע על ידו מכהן בתפקידו").

ניהול בנקאי תקין בעניין "אנשים קשורים" חלות על בנק הגבלות והוראות מיוחדות בכל הקשור לניהול עסקיו עם "איש קשור"¹³⁵ באופן שיכביד על הפעילות העסקית השוטפת של הגוף המוסדי עם הבנק. כאשר מדובר באחד משלושת הבנקים הגדולים, הדבר מהווה מגבלה קשה על הגופים המוסדיים. לדוגמה, לקראת ההצבעה על מינוי דירקטורים בבנק לאומי הסיר גוף מוסדי מסוים (אשר ככלל החל לנקוט גישה של מעורבות אקטיבית במינוי דירקטורים בחברות ציבוריות) את המועמד שהציע לכהונה כדירקטור בבנק בשל המגבלות שקבע המפקח על הבנקים בנוגע לעבודת הבנק עם "איש קשור".¹³⁶

הגדרת "איש קשור" כוללת בין היתר את בעל השליטה בבנק ואת מי שמחזיק יותר מ-5% מהמניות לנוכח ההשפעה הרבה שעשויה להיות להם על הבנק. מטרת ההוראה בעניין "אנשים קשורים" היא למנוע ניצול השפעה זו לביצוע עסקאות שחורגות מתנאים מקובלים ולמזער את הסיכון מעסקאות מסוג זה. ההוראה של המפקח על הבנקים שלפיה יש להחיל את אותן הגבלות והנחיות מיוחדות שחלות על בעל שליטה גם על גוף מוסדי שמחזיק פחות מ-5% מניות – שכל השפעתו על הבנק היא הצעת מינוי מועמד אחד בלבד שנבחר כדירקטור – היא מרחיקת לכת, והיא אפשר לקבוע אמצעים מידתיים יותר (כגון הוראה שלפיה הדירקטור לא יהיה מעורב בקבלת החלטות באשר לעסקאות שעושה הבנק עם הגוף המוסדי שהציע אותו כמועמד). כאשר עולים לנקודת מבט גבוהה יותר ומסתכלים על הוועדה למינוי דירקטורים ועל המפקח על הבנקים כשתי "זרועות" שממנה נגיד בנק ישראל, ניתן לראות בקביעת ההוראה המנטרלת את יכולתם המעשית של הגופים המוסדיים להציע דירקטור מטעמם התממשות ניגוד עניינים מוסדי שבו מצוי בנק ישראל. בדומה לכל מצב שמתקיים בו ניגוד עניינים, קשה להתעלם מהאפשרות שהרחבת ההגדרה של "איש קשור" בידי המפקח על הבנקים ("זרוע" אחת של נגיד בנק ישראל) יותר משנועדה לשמור על יציבות הבנקים, היא נועדה להבטיח שליטה מלאה של בנק ישראל על הרכב הדירקטוריון, באמצעות הצעת מועמדים על ידי הוועדה למינוי דירקטורים (ה"זרוע" השנייה של נגיד בנק ישראל).

האפשרות השנייה היא הצעת מועמד לדירקטוריון על ידי "חבר מחזיקים". חבר מחזיקים יכול לכלול שניים או שלושה בעלי מניות שכל אחד מהם מחזיק 1%–2.5% ממניות הבנק וביחד הם מחזיקים 2.5%–5% ממניות הבנק.¹³⁷ הוראה זו קובעת סף החזקות בשיעור של 1% ממניות הבנק, שרק מעליו קיימת אפשרות כלשהי לבעל מניות לנסות ולהשפיע על הרכב הדירקטוריון באמצעות חבירה לבעל מניות אחר שעובר סף זה, והצעה משותפת של מועמד לדירקטוריון. אפשרות זו חסומה לחלוטין בפני מי שמחזיק פחות מ-1% ממניות הבנק.¹³⁸

¹³⁵ שם.

¹³⁶ עיריית אבישר "אלטשולר שחם מסירה את המועמד שלה לדירקטוריון לאומי: הסיבה: אם ייבחר דירקטור מטעמם יוטלו על בית ההשקעות מגבלות בעבודה מול הבנק" **גלובס** (10.6.2018) <https://bit.ly/3K1Xd13>.

¹³⁷ ס' 111ד(א)(3) לפקודת הבנקאות (סעיף זה קובע תנאי נוסף שלפיו כל חבר בחבר המחזיקים מסר לבנק דין וחשבון על החזקותיו בבנק ולא התנגד לגילוי החזקותיו במסגרת דיווחי הבנק). ראו גם ס' 34(א) לחוק הבנקאות (רישוי) (האוסר על בעלי מניות להסכים ביניהם על אופן הצבעתם למינוי דירקטורים. עם זאת הסעיף מתיר הסכמה של "חבר מחזיקים" בנוגע להצבעה למינוי דירקטור שהם הציעו כמועמד לכהן כדירקטור).

¹³⁸ במבט ראשון נראה כי קביעת סף בשיעור זה ביטלה רק את האפשרות של מי שהחזקותיו בבנק נמוכות יחסית מכדי להציע מועמד. אולם ראוי לציין כי שווי השוק של 1% ממניות הבנקים הגדולים יכול להגיע למאות מיליוני שקלים, ועל כן גם לבעלי מניות המחזיקים פחות מאחוז מהמניות יש אינטרסים רכושיים גדולים

לכאורה מדובר באפשרות מעשית הפותחת פתח למנגנון של אקטיביזם של בעלי מניות. עם זאת מדיווחי שלושת הבנקים הגדולים עולה שמדובר בקבוצה ריקה: בדיווחי שלושת הבנקים הגדולים אין מופיעים בעלי מניות שעומדים בתנאים המאפשרים יצירת חבר מחזיקים.¹³⁹

מהניתוח לעיל עולה כי שתי האפשרויות הקבועות בחוק להצעת מועמד לדירקטוריון בידי בעלי מניות בבנק ללא גרעין שליטה הן תאורטיות בלבד. מבדיקת הדיווחים המידיים בדבר כינוס אספות כלליות שעל סדר יומן מינוי דירקטורים שפרסמו בנק הפועלים, בנק לאומי ובנק דיסקונט (מהמועד שכל אחד מבנקים אלו הפך להיות בנק ללא גרעין שליטה ועד למועד הבדיקה בחודש אוגוסט 2021) עולה כי התוצאה המעשית של ההוראה המגבילה את יכולתם של בעלי המניות להציע מועמד לדירקטוריון היא שאף גוף מוסדי אחד לא הציע מועמד לכהן בדירקטוריון של בנקים אלו.¹⁴⁰ נוסף על זה, הבדיקה העלתה שלבד מבעל מניות אחד בבנק לאומי, בעלי מניות בכל אחד משלושת הבנקים הגדולים ללא גרעין שליטה לא הציעו מועמדים לכהן בדירקטוריון.¹⁴¹ מיותר לציין כי תוצאה זו אינה תואמת את האמור בדברי הסבר להצעת החוק של תיקוני החקיקה משנת 2012 בדבר הצורך באיזון בין זכותם של בעלי המניות להציע מועמדים לכהן בדירקטוריון לבין רצון למנוע שליטה בלא קבלת היתר.¹⁴² ההשפעה המעשית של תיקוני החקיקה משנת 2012, בשילוב הוראת המפקח על הבנקים, היא ביטול האפשרות של שימוש בגישה של מעורבות גופים מוסדיים או של אקטיביזם של בעלי מניות לצורך הקטנת בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין המנהלים

בחברה. לדוגמה, שווי השוק של 1% ממניות בנק לאומי הוא כ-363 מיליון ש"ח. בנק לאומי הוא הבנק עם שווי השוק הגבוה ביותר משלושת הבנקים הגדולים. שווי השוק של 1% ממניות בנק דיסקונט, שהוא בעל שווי השוק הנמוך משלושת הבנקים הגדולים, הוא כ-181 מיליון ש"ח. הנתונים נלקחו מנתוני המסחר המופיעים נכון ליום 12.7.2021 באתר האינטרנט של הבורסה לניירות ערך – תל-אביב <http://bit.ly/2BvKPuC>.

¹³⁹ נכון ליום 31.3.2021, ראו ה"ש 132 לעיל. כאמור, יש אפשרות שקיים בעל מניות נוסף שמחזיק 1%-2.5% ממניות הבנק, שהתנגד לגילוי החזקותיו במסגרת דיווח הבנק, אך במצב כזה הוא אינו יכול להיכלל כ"חבר מחזיקים". נכון לחודש מרץ 2020 רק בבנק לאומי היה בעל מניות אחד שהחזיק יותר מ-1% ופחות מ-2.5% ממניות הבנק אשר לא התנגד לגילוי החזקותיו (אלפרד אקירוב החזיק 1.06% ממניות הבנק באמצעות חברות בשליטתו). מכיוון שבדיווח הבנק לא הופיע בעל מניות נוסף שהחזיק 1%-2.5% ממניות הבנק, לא היה לבעל מניות זה למי לחבור על מנת ליצור חבר מחזיקים שיציע מועמד. ראו בנק לאומי לישראל בע"מ "דיווח כללי (ת121) – החזקות בבנק ללא גרעין שליטה" **מגנא** (19.4.2020) <https://bit.ly/3FkKUgh>. מדיווחי בנק לאומי לא ניתן לדעת אם גריעתו של אלפרד אקירוב מהדוח בשנת 2021 נובעת מירידת שיעור החזקותיו בבנק אל מתחת לשיעור של 1% או מהתנגדותו לגילוי החזקותיו.

¹⁴⁰ הבדיקה בוצעה במערכת **המגנא** ביום 12.8.2021: בנוגע לבנק לאומי החל מיום 24.3.2012, בנוגע לבנק דיסקונט החל מיום 3.12.2013, בנוגע לבנק הפועלים החל מיום 22.11.2018.

¹⁴¹ הבדיקה הזאת העלתה שבעל המניות היחיד שהציע מועמדים לכהן כדירקטור בבנק ללא גרעין שליטה שלא על ידי הוועדה למינוי דירקטורים היה חברת אוצר התיישבות היהודים בע"מ, שהחזיקה בזמנה במניות בנק לאומי בשיעור העולה על 2.5%, באספה כללית אחת שהתקיימה בשנת 2012 ובשתי אספות כלליות שהתקיימו בשנת 2016. לפי הדיווח של בנק לאומי מיום 7.4.2021 (לעיל ה"ש 132) חברת אוצר התיישבות היהודים בע"מ אינה מופיעה ברשימת בעלי אמצעי שליטה מהותיים, ומשכך אינה יכולה להציע מועמד לכהן בדירקטוריון הבנק.

¹⁴² דברי הסבר להצעת חוק הבנקאות (תיקוני חקיקה).

בבנקים ללא גרעין שליטה.¹⁴³ לפי גישת המעורבות של גופים מוסדיים, לגופים אלו יש תפקיד בפיקוח על תפקודן של חברות, באיתור תפקוד בעייתי של חברות, בהעלאת ערך החברות, ובמידת הצורך בביצוע פעולות להחלפת חברי הדירקטוריון בלי לרוכש שליטה בפועל ובלי להתערב בניהול ברמת המיקרו (מעורבות זו מכונה גם "קול המוסדיים").¹⁴⁴ האפשרות הזו אינה קיימת כאשר הגופים המוסדיים אינם יכולים, או מוגבלים ביכולתם, להציע מועמדים ראויים לכהן בדירקטוריון.

השפעתו של האיסור על תיאום בנוגע להצבעה על מינוי דירקטורים או על הפסקת כהונתם – חוק הבנקאות רישוי, כפי שתוקן בתיקוני החקיקה משנת 2004 ומשנת 2012, אוסר על תיאום בנוגע להצבעה על מינוי דירקטורים בבנקים או על הפסקת כהונתם.¹⁴⁵ הוראה זו אף היא מונעת את האפשרות של שימוש בגישות של מעורבות גופים מוסדיים ואקטיביזם של בעלי מניות, שכן על מנת שגישות אלו תהיינה אפקטיביות נדרש תיאום מסוים בין בעלי המניות המבוזרים אשר מעוניינים להביא לשינוי בבנק.¹⁴⁶

השפעתה של ההוראה בדבר הצעת מועמדים על ידי "הוועדה למינוי דירקטורים" – את החלל שנוצר בסמכות להציע דירקטורים בידי בעלי המניות ממלאת הוועדה למינוי דירקטורים הממונה בידי נגיד בנק ישראל (להלן: "הוועדה"). כאשר מתפנה מקום בדירקטוריון של סוג מסוים של דירקטור, הוועדה מציעה מועמדים כמספר המשרות הפנויות, בתוספת מועמד אחד לכל סוג.¹⁴⁷ לכאורה, נותרת בידי בעלי המניות השפעה כלשהי על הרכב הדירקטוריון בעת ההצבעה באספה הכללית, אולם מדובר בהשפעה זניחה ולמראית עין בלבד, מכיוון שהתוצאה, מבחינה מעשית ומהותית, היא שנבחרים כדירקטורים המועמדים שהוועדה הציעה.¹⁴⁸

¹⁴³ לסוגים שונים של אקטיביזם ראו למשל, Brian R. Cheffins & John Armour, *The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, 37 J. CORP. L. 51 (2011), Mühlbert ; לעיל ה"ש 7, בעמ' 424.

¹⁴⁴ Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. REV. 811, 830 (1992).

¹⁴⁵ ס' 34(18) לחוק הבנקאות רישוי. האיסור על התיאום לא חל על "חבר מחזיקים" לעניין הצבעה על מינוי דירקטור שהם הציעו.

¹⁴⁶ לצורך בשיתוף הפעולה בין גופים מוסדיים, ראו Black, לעיל ה"ש 144, בעמ' 887.

¹⁴⁷ ס' 111(2)(א) לפקודת הבנקאות. מבחינה מספרית בדיקה העלתה שבבנק לאומי, במשך כ-9 שנים, הוועדה הציעה 70 מועמדים לכהן כדירקטורים, ובעלי מניות הציעו שלושה מועמדים בלבד; בבנק דיסקונט, במשך כ-7 שנים, הוועדה הציעה 47 מועמדים, ובעלי המניות – אף לא מועמד אחד; בבנק הפועלים, במשך כ-3 שנים, הוועדה הציעה 14 מועמדים, ובעלי המניות – אף לא מועמד אחד (ראו ה"ש 140 ו-141 לעיל).

¹⁴⁸ בהקשר זה חשוב לשים לב להצבעה של הגופים המוסדיים בעניין מינוי דירקטורים חיצוניים לפי חוק החברות בבנק לאומי (אשר פורסם בדיווח של הבנק לאחר ההצבעה באספה הכללית): היו גופים מוסדיים אשר הצביעו "בעד" כל אחד משלושת המועמדים שהציעה הוועדה למינוי דירקטורים, אף שהיו רק שני מקומות פנויים לסוג זה של דירקטורים (ההצבעה על כל מועמד היא בנפרד). הסבר אפשרי להתנהלות זו הוא שאותם גופים מוסדיים בחרו שלא לשתף פעולה ב"הצגה" של השפעה לכאורה על הרכב הדירקטוריון, או לחלופין, מכיוון שההצבעה גלויה, נרתעים להצביע "נגד" אחד מהמועמדים. ראו בנק לאומי לישראל בע"מ "דוח מידי על תוצאות אסיפה לאישור עסקה עם בעל שליטה ו/או לאישור הצעה פרטית (049ת) מגנא" (4.10.2018). <https://bit.ly/3fft9nM>

בהקשר זה עולה השאלה אם המנגנון של הצעת מועמדים על ידי הוועדה עשוי להיות תחליף יעיל למנגנון הפיקוח שהיה קיים אילו הייתה לבעלי המניות אפשרות מעשית להציע דירקטורים, ובדרך זו להפעיל מנגנון אקטיביזם של בעלי מניות ומעורבות גופים מוסדיים. דרך אחת לבחון שאלה זו היא לעלות רמה אחת מעל הוועדה ולשאול אם נגיד בנק ישראל, באמצעות הוועדה למינוי דירקטורים (שאותה הוא ממנה), צפוי לתת מענה ראוי לאינטרס של בעלי המניות, במישור של שמרנות-סיכון, כאשר הדבר עומד מול האינטרס של בעלי הפיקדונות והציבור הרחב שעליו מופקד נגיד בנק ישראל בכובעו כאחראי לפיקוח על הבנקים. הוועדה היא זרוע נוספת מטעם נגיד בנק ישראל שנועדה לשמור על יציבותו של בנק ללא גרעין שליטה כחלק ממערך הרגולציה. הרגולציה של בנק ישראל נועדה להתמודד עם בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי הפיקדונות והציבור רחב, ומשכך המסקנה היא כי ועדה שנגיד בנק ישראל ממנה תיטש לשמור על האינטרס שבנק ישראל אחראי לו ולא על האינטרס של בעלי המניות.

בתיקוני החקיקה משנת 2012 לא נקבע שבתהליך הצעת המועמדים על הוועדה לייצג את האינטרס של בעלי המניות. יתרה מזאת, לא הוגדרו בחקיקה השיקולים שעל הוועדה להביא בחשבון בעת ביצוע תהליך מיון ובחירת רשימת המועמדים הסופית שהוועדה תציע כמועמדים לדירקטוריון. מצד אחד הוועדה נכנסת לנעליהם של בעלי המניות בעת הצעת מועמדים לדירקטוריון – ולכן מתבקש לכאורה שהוועדה תפעל לטובת האינטרס של בעלי המניות – ומצד אחר, כאשר בעלי תפקידים מתמנים על ידי רשות או מוסד ממוסדות המדינה ברור מאליו (בדרך כלל) שחלה עליהם החובה לפעול לטובת אינטרס המדינה והציבור הרחב.¹⁴⁹ הוועדה מתמנה בידי נגיד בנק ישראל, פועלת בחסות בנק ישראל, וחבריה זכאים לגמול שאותו משלם בנק ישראל. בחוק הבנקאות רישוי נקבע שהוועדה תקבע את נוהל סדרי עבודתה ואת דרך בחירת המועמדים, אולם נקבע שסדרי העבודה יאושרו בידי המפקח על הבנקים.¹⁵⁰

כאשר מינוי הוועדה נעשה בידי נגיד בנק ישראל, נוהלי עבודת הוועדה מאושרים בידי המפקח על הבנקים, וללא קיומה של חובה חוקית או קיומם של תמריצים לפעול לטובת האינטרס של בעלי המניות, המסקנה היא שספק רב אם הוועדה תתפקד כמנגנון פיקוח שיטן מענה אפקטיבי לבעיית הנציג בין בעלי המניות לבין המנהלים בבנקים. לכשיחלוף פרק זמן ארוך מהמועד שהוועדה החלה לפעול, ואם הבנקים יעברו זעזועים ושינויים ניכרים בסביבה העסקית, יהיה אפשר לנסות לבחון מבחינה אמפירית את התנהלות הוועדה לפי שינויים אלו.

(ב) השפעת הרגולציה על מנגנון שוק השליטה

השפעתה של הדרישה להיתר שליטה ומדיניות מתן היתרי שליטה על ידי בנק ישראל – הקטנת בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות באמצעות מנגנון של שוק השליטה רלוונטי לחברות שמניותיהן מבוזרות בקרב בעלי מניות רבים, ואין להן גרעין שליטה קבוע ויציב. אולם בבנקים ללא גרעין שליטה פתרון זה אפקטיבי פחות מכיוון שהרגולציה דורשת

¹⁴⁹ ראו כחריג ס' 15 (ב) לחוק הסניגוריה הציבורית, התשנ"ו-1995 (הסעיף קובע באשר לסנזור ציבורי שהוא עובד הסניגוריה הציבורית, שכאשר מתקיים ניגוד עניינים בתפקידו "חובותיו כלפי לקוחו גוברות על חובותיו כעובד מדינה").

¹⁵⁰ ס' 36(ג) לחוק הבנקאות (רישוי).

תהליך אישור מורכב לקבלת היתר שליטה בבנק. במסגרת תהליך זה נגיד בנק ישראל שוקל את התאמתו של מי שמבקש לשלוט בבנק לקבלת היתר שליטה. במסמך "קריטריונים ותנאים כלליים למבקש היתר לשלוט ולהחזיק אמצעי שליטה בתאגיד בנקאי" שפרסם הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל מצוין כי במסגרת השיקולים נבחנים נושאים כגון יושר ויושרה, חוסן פיננסי, אסטרטגיית השקעה, ניסיון וניגודי עניינים.¹⁵¹ נוסף על זה, מפורטים במסמך הקריטריונים והתנאים המשמשים בסיס לבדיקת הנושאים הללו. הקריטריונים הם קווים מנחים שאמורים להיות מיושמים לאחר הפעלת שיקול דעת וייתכנו סטיות מהם, אם קיימים "אלמנטים המפצים על הסטייה מהקריטריונים".¹⁵²

אחד התנאים הוא זה הדורש מגרעין השליטה בבנק להחזיק "מעל ל-30% מאמצעי השליטה בתאגידים בנקאיים גדולים" בכל עת (כאשר חישוב שיעור ההחזקה הוא על פי דילול מלא).¹⁵³ המשמעות של תנאי זה היא שעל מנת לרכוש שליטה באחד משני הבנקים הגדולים בישראל נדרש לרכוש מניות בשווי שנאמד בסכום של 10.6–10.9 מיליארד ש"ח.¹⁵⁴ נוסף על זה, גרעין שליטה בבנק גדול נדרש להיות בעל הון עצמי בשיעור של 150% או יותר משווי אמצעי השליטה שהם גרעין השליטה בבנק.¹⁵⁵ הסיכוי להתגבשותו של גרעין שליטה פוטנציאלי שיעמוד בתנאים הללו קטן ביותר. כמו כן מניסיון המדינה לעורר עניין בקרב משקיעים זרים ברכישת גרעין השליטה בבנק לאומי, ניסיון שכאמור לא צלח,¹⁵⁶ ניתן ללמוד שהסבירות של כניסת משקיע זר שיבקש לרכוש שליטה באחד מהבנקים הגדולים היא קטנה ביותר.

המנגנון של שוק השליטה מבוסס על הסיכון בהשתלטות על החברה שהמנהלים רואים בה איום מצד בעל השליטה החדש, העלול לגרום להם לאבד את מקום עבודתם.¹⁵⁷ בבנקים ללא גרעין שליטה הסיכון שכרוך בהתגבשות גרעין שליטה פוטנציאלי הוא קטן, המנהלים אינם רואים איום ממשי לאיבוד מקום עבודתם בשל השתלטות, ומשכך המנגנון של שוק השליטה אינו אפקטיבי.

(ג) השפעת הרגולציה על מנגנון תגמול תלוי ביצועים

השפעתו של חוק הגבלת השכר בתאגידים פיננסיים – החוק חל על כל הבנקים, אולם השפעתו על האפשרות להקטין את בעיית הנציג בין מנהלים לבין בעלי המניות בבנקים ללא גרעין שליטה גדולה יותר. בעיית נציג נוצרת משילוב של שני גורמים: קיומו של ניגוד אינטרסים וקיומו של פער במידע. פתרון הפיקוח פועל במישור של צמצום הפער במידע –

¹⁵¹ בנק ישראל – הפיקוח על הבנקים "קריטריונים ותנאים כלליים למבקש היתר לשלוט ולהחזיק אמצעי שליטה בתאגיד בנקאי" 1 (11.7.2013) <https://bit.ly/3FfiIW1> (להלן: בנק ישראל "אמצעי שליטה").

¹⁵² שם, בעמ' 1.

¹⁵³ שם, בעמ' 2 (אשר ליתר הבנקים נקבע כי גרעין השליטה יחזיק: "מעל ל-40% בתאגידים בנקאיים בינוניים ומעל ל-50% מאמצעי השליטה בתאגידים הבנקאיים הקטנים").

¹⁵⁴ לפי שווי השוק של בנק הפועלים ובנק לאומי נכון לחדש יולי 2021. 30% משווי השוק של בנק דיסקונט הם כ-5.4 מיליארד ש"ח. הנתונים נצפו באתר האינטרנט של הבורסה לניירות ערך בתל אביב ביום 13.7.2021 ומתייחסים לשווי ביום 12.7.2021.

¹⁵⁵ בנק ישראל "אמצעי שליטה", לעיל ה"ש 151, בעמ' 5.

¹⁵⁶ דו"ח מראני, לעיל ה"ש 71, בעמ' 5.

¹⁵⁷ גושן, לעיל ה"ש 2, בעמ' 257.

בעל השליטה בבנק משקיע משאבי זמן וכסף כדי לפקח על המנהלים, ובמידת הצורך פועל להחליפם. הפיקוח והחשש מפיתורים גורמים למנהלים לפעול לפי האינטרסים של בעלי המניות. לפיכך בבנק עם גרעין שליטה מנגנון הפיקוח יכול לשמש כלי לצמצום פערי המידע, ומכאן – להקטנת בעיית הנציג. לעומת זאת בבנקים ללא גרעין שליטה, כפי שמתואר בתת-פרק ג.3(א) לעיל, מנגנון הפיקוח אינו אפקטיבי (לא מצד בעלי המניות המבוזרים, לא מצד בעלי מניות אקטיביים, לא מצד הגופים המוסדיים ולא מצד הוועדה למינוי דירקטורים). משכך, הדרך שנותנה להתמודד עם בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין המנהלים, בבנק ללא גרעין שליטה, היא צמצום ניגוד העניינים באמצעות תגמול תלוי ביצועים, שיתמך את המנהלים לפעול לפי האינטרס של בעלי המניות. אומנם חוק הגבלת השכר אינו שולל את האפשרות לקביעת תגמול תלוי ביצועים, אולם מגבלת השכר הביאה לתוצאה המעשית ששלושת הבנקים הגדולים קבעו בשנת 2016, כמה חודשים לאחר שהחוק התקבל בכנסת, מדיניות תגמול שלפיה שכר המנהלים נקבע לפי גובה ה"תקרה לתשלום" של 2.5 מיליון שקלים בשנה וללא תגמול משתנה תלוי ביצועים כלשהו או עם תגמול משתנה זניח.¹⁵⁸

(ד) השפעת הרגולציה על המנגנון של אכיפת חובת אמונים של המנהלים כלפי החברה
אחד המנגנונים להקטנת בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות הוא ההוראה בחוק החברות שלפיה נושא המשרה חב חובת אמונים לחברה, ינהג בתום לב ויפעל לטובתה.¹⁵⁹ להטלת חובת אמונים על נושאי המשרה שתי השלכות מבחינת הזכויות של בעלי המניות. ראשית, מבחינה נורמטיבית נקבעה מחויבותם של המנהלים לפעול לטובת החברה. טובת החברה נגזרת מתכלית החברה כפי שזו קבועה בסעיף 11 לחוק החברות והיא "לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה"¹⁶⁰ מכיוון שמתוך רווחי החברה ניתן לחלק דיבידנדים לבעלי המניות של החברה,¹⁶¹ הטלת חובת אמונים כלפי החברה פועלת בעקיפין לטובת האינטרס של בעלי המניות.

שנית, על הפרת חובת האמונים של המנהלים כלפי החברה חלים דינים החלים על הפרת חוזה (בשינויים המחויבים).¹⁶² אם נגרם לחברה נזק מהפרת חובת האמונים בידי מנהלים, החברה זכאית להפעיל את כוח התביעה שלה כלפיהם. אולם מי שמוסמך להחליט על הפעלת כוח התביעה של החברה כלפי מי שהפר את חובותיו כלפיה הם המנהלים עצמם, וסביר שלא יקבלו החלטה להפעיל את כוח התביעה של החברה נגד עצמם. לכן בין היתר נקבע בחוק החברות המנגנון של תביעה נגזרת.¹⁶³ בהתקיים התנאים המוקדמים הקבועים בחוק החברות וכפוף לאישור בית המשפט, לבעלי המניות זכות לתבוע בשם החברה את המנהלים שהפרו

¹⁵⁸ לתנאי העסקה וכהונה של מנכ"ל שלוש הבנקים הגדולים, כפי שדווחו במערכת המגא של הרשות לניירות ערך בעת זימון האספה הכללית, ראו בנק דיסקונט לישראל בע"מ "דוח מידי על אסיפה (ת460) – כינוס אסיפה" **מגא** (28.9.2016) <https://bit.ly/3qjDSnF>; בנק לאומי לישראל בע"מ "דוח מידי על אסיפה (ת460) – כינוס אסיפה" **מגא** (21.10.2016) <https://bit.ly/31W3IVy>; בנק הפועלים בע"מ "דוח מידי על אסיפה (ת460) – כינוס אסיפה" **מגא** (8.11.2016) <https://bit.ly/3qghY4F>.
¹⁵⁹ ס' 254 לחוק החברות.

¹⁶⁰ שם, בס' 11.

¹⁶¹ שם, בס' 302(א) (הגדרת "חלוקה" שם, בס' 1).

¹⁶² שם, בס' 256(א).

¹⁶³ שם, בס' 194–206 (הגדרת "תביעה נגזרת" שם, בס' 1).

את חובת האמונים שהם חבים לחברה. אחת התכליות של התביעה הנגזרת, מלבד קבלת פיצוי בגין נזק שנגרם לחברה, היא להרתיע את המנהלים, נושאי המשרה בחברה, מלהפר את חובת האמונים שהם חבים לחברה.

המנגנון של תביעה נגזרת בגין הפרת חובת האמונים הוא אמצעי שעומד לכאורה לרשות בעלי המניות, לרבות בבנק ללא גרעין שליטה, על מנת לצמצם את בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות. אולם כפי שיפורט להלן, קיימות שלוש סיבות להיותו של אמצעי זה לא אפקטיבי לצורך התמודדות עם מצב שבו נושא המשרה פעל לטובת בעלי הפיקדונות או הציבור הרחב על חשבון האינטרס של בעלי המניות.

הסיבה הראשונה היא כללית ורלוונטית לכל החברות ולא רק לבנקים. הטלת חובת אמונים על נושאי משרה כלפי החברה נועדה בראש ובראשונה להתמודד עם תופעה שלפיה המנהלים פועלים לטובתם האישית על חשבון טובת החברה. סעיף 254 לחוק החברות מפרט רשימה לא סגורה של איסורים שחלים על נושא משרה (פעולה בניגוד עניינים, תחרות עם החברה, ניצול הזדמנות עסקית של החברה)¹⁶⁴ שנועדו למנוע מנושא המשרה לפעול לטובתו האישית ובניגוד לטובת החברה. ביטוי לגישה זו בא לידי ביטוי בפסיקה, ובייחוד בעניין **ורדינקוב** שבו קבע השופט עמית כי "חובת האמונים והנאמנות נתפשה כמבוססת בעיקרה על דיני עשיית עושר ולא במשפט, המתמקדים בהתעשרותו העצמית של המפר והמניע הסובייקטיבי שלו להפיק רווח אישי מן הפעולה".¹⁶⁵ כמו כן בעניין **בוכבינדר** קבע הנשיא ברק כי "חובת האמונים נועדה למנוע ניצול כוחו של הדירקטור לטובתו שלו".¹⁶⁶ אף שבסעיף 254 לחוק החברות הניסוח רחב ומטיל חובה כללית לפעול לטובת החברה, הפרשנות של חובה זו, כפי שבאה לידי ביטוי בפסיקה, מדגישה את הצורך למנוע מנושא המשרה הפקת רווח אישי.¹⁶⁷ משכך, קיים ספק אם הטלת חובת אמונים אפקטיבית בהתמודדות עם מצב שבו נושאי משרה פועלים לטובת נושי החברה או לטובת הציבור הרחב על חשבון טובת החברה (בשונה מהמצב שבו הם פועלים לטובתם האישית).

הסיבה השנייה היא שתכלית החברה, כפי שזו מוגדרת בחוק החברות, מאפשרת להביא בחשבון גם את האינטרס של נושי החברה ושל הציבור הרחב.¹⁶⁸ המשמעות היא שכאשר מנהלים בבנקים שוקלים את האינטרס של בעלי הפיקדונות ושל הציבור הרחב, גם אם הדבר בא על חשבון רווחיות החברה, הם אינם חוטאים בהכרח לתכלית החברה. הסיבה השלישית רלוונטית ספציפית לבנקים בשל הרגולציה הייחודית לבנקים אשר מטילה חובה על הדירקטוריון להביא בחשבון את האינטרס של בעלי הפיקדונות ושל הציבור הרחב במסגרת הוראות ניהול בנקאי תקין.

¹⁶⁴ נוסף על זה מופיעה בסעיף 254(א)(4) לחוק החברות החובה לגלות כל ידיעה או מסמך הנוגעים לענייני החברה.

¹⁶⁵ ע"א 7735/14 **ורדינקוב נ' אלוביץ**, פס' 48 לפסק דינו של השופט עמית (נבו 28.12.2016) (ההדגשות הוספו).

¹⁶⁶ ע"א 610/94 **בוכבינדר נ' מפרק בנק צפון אמריקה**, פ"ד נז(4) 289, פס' 75 לפסק דינו של הנשיא ברק (2003).

¹⁶⁷ סיבה אפשרית לכך היא שמבחינה רציונלית, כאשר אין עומד בפני נושא המשרה אינטרס אישי כלשהו, אין סיבה שיפעל לטובת צד שלישי ולא לטובת החברה.

¹⁶⁸ בסיפה של סעיף 11 לחוק החברות נקבע: "וניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין השאר, את ענייניהם של נושיה, עובדיה ואת ענינו של הציבור".

השפעתן של הוראות ניהול בנקאי תקין – בפקודת הבנקאות נקבע כי הוראות ניהול בנקאי תקין נועדו, בין היתר, להבטיח את "השמירה על ענינם של לקוחותיו [...] וכדי לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה".¹⁶⁹ בהוראות ניהול בנקאי העוסקת בעבודת הדירקטוריון מצוין "הצורך להגן על בעלי הפיקדונות" כנימוק לחשיבות התפקוד התקין של הדירקטוריון.¹⁷⁰ כלומר, הרגולציה הייחודית לבנקים מציגה את האינטרס של בעלי הפיקדונות כאינטרס שהמנהלים נדרשים להגן עליו. לפיכך סביר להניח שלתביעה נגזרת – בעילה של הפרת חובת אמונים כלפי החברה בשל פעולות שעשו המנהלים כדי להגן על האינטרס של בעלי הפיקדונות – סיכויים קטנים להתקבל.

המנגנון של הטלת חובת אמונים מבוסס על הסיכון שהמנהלים רואים בהגשת תביעה נגזרת נגדם אם לא יפעלו לטובת החברה. לפי הניתוח לעיל סביר שהמנהלים בבנקים ללא גרעין שליטה אינם רואים בכך איום ממשי, ולכן מנגנון זה אינו אפקטיבי.

4. האם הרגולציה מאזנת בין האינטרסים?

המסקנה שעולה מהניתוח לעיל היא שהרגולציה שחלה על בנקים ללא גרעין שליטה, ובייחוד הרגולציה בתחום הממשל התאגידי, ביטלה כמעט לחלוטין את האפקטיביות של הפתרונות המקובלים להקטנת בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות. מנגד, הרגולציה נותנת מענה מקיף ורחב לבעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי הפיקדונות והציבור הרחב. לפיכך בהתבסס על הגישה שהוצגה בתחילת הפרק, המסקנה היא כי כללי הממשל התאגידי בבנקים ללא גרעין שליטה בישראל אינם ממלאים את מטרותם, שכן הם אינם מאזנים בין תכלית הבנק לפי חוק החברות, שהיא מקסום רווחי הבנק (אשר משקפת את האינטרס של בעלי המניות), לבין שמירה על יציבות המערכת הפיננסית (אינטרס בעלי הפיקדונות והציבור הרחב).

הרגולציה נטלה מבעלי המניות כל אפשרות מעשית להשפיע על הניהול ועל הפיקוח. נוסף על זה הוסר כל איום אפקטיבי כלפי המנהלים שאם הם לא יפעלו לפי האינטרס של בעלי המניות, יינקטו נגדם צעדים (הפסקת כהונה או נקיטת הליכים משפטיים). ספציפית, ההוראות שהתווספו במסגרת תיקוני החקיקה משנת 2012 נטרלו מבחינה מעשית את יכולתם של בעלי המניות לפקח על פעילות הבנק באמצעות שינוי הרכב הדירקטוריון שהיה עשוי להתרחש באמצעות הצעת מועמדים לדירקטוריון בידי בעלי המניות.

מבחינה כלכלית המשמעות של המסקנה הזאת היא שבעלי המניות מוגבלים ביכולתם להשיג תשואה גבוהה (לאורך זמן), ומנגד הם גם "מוגנים" במידה מסוימת מפני צבירת הפסדים (לאורך זמן), שכן הרגולציה שומרת על איתנות הבנק ומגינה עליו מפני קריסה. במצב זה ההשקעה של בעלי המניות בבנק ללא גרעין שליטה הופכת להשקעה שבמאפיינים הכלכליים מתקרבת להשקעה באג"ח: הסיכון נמוך יותר ותוחלת הרווח נמוכה יותר, וכן בדומה למחזיקי האג"ח, הם אינם מסוגלים להשפיע על הניהול.

כתגובה למסקנה זו ניתן להעלות שלוש טענות:

הטענה הראשונה היא שהבנקים מציגים רווחיות לאורך זמן,¹⁷¹ ולא מתפקידה של הרגולציה לדאוג לרווחיהם של בעלי המניות בבנקים ללא גרעין שליטה. כמענה לטענה זו

¹⁶⁹ ס' 5(ג) לפקודת הבנקאות.

¹⁷⁰ ס' 1(א) להוראות ניהול בנקאי תקין מספר 301 "הדירקטוריון" (13.11.2018) <https://bit.ly/3GBY3I9>.

¹⁷¹ הפיקוח על הבנקים מערכת הבנקאות בישראל: סקירה שנתי 2017 (2018) (להלן: סקירה שנתי 2017).

יצוין כי נתוני הרווחיות של הבנקים מתייחסים לתקופה שבה במרבית הבנקים הגדולים היו בעלי שליטה. מהמסקנה לעיל עולה החשש שהבנקים הגדולים, אשר בשנים האחרונות נהפכו לבנקים ללא גרעין שליטה, יציגו בעתיד רווחיות נמוכה בשל היעדרם של מנגנונים אפקטיביים להקטנת בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות. כמו כן יודגש כי משמעותה של המסקנה לעיל איננה שבנקים ללא גרעין שליטה לא יציגו (בהכרח) רווחיות מסוימת לאורך זמן.¹⁷² מנהלים בבנק ללא גרעין שליטה שואפים שהבנק שהם מנהלים ירוויח גם אם קיימת בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות, אולם הרווחיות איננה ברמה שהייתה יכולה להיות אילו היה ניתן מענה מאוזן לבעיית הנציג. מניחות שערך הפיקוח על הבנקים עולה שהרווחיות של הבנקים בישראל נמוכה בהשוואה בין-לאומית. הפיקוח על הבנקים מציין שהגורם העיקרי לרווחיות הנמוכה הוא שהבנקים בישראל נוטלים סיכונים ברמה נמוכה לעומת בנקים אחרים בעולם, וכאחד הגורמים הנוספים מציין את יעילותם הקטנה (ובייחוד את הוצאות השכר הגבוהות).¹⁷³ רמת סיכון נמוכה יותר ויעילות קטנה יותר יכולות להיות תוצאה של בעיית נציג בין המנהלים לבין בעלי המניות.¹⁷⁴ ההשוואה שביצע הפיקוח על הבנקים מתייחסת לשנים שבהן רוב הבנקים הגדולים היו עם גרעיני שליטה. לאחר הפיכתם של שלושת הבנקים הגדולים לבנקים ללא גרעין שליטה, חוסר האפקטיביות של המנגנונים להקטנת בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות עלול להחריף עוד יותר את השפעתם של הגורמים שבנק ישראל מציין כגורמים לרווחיות הנמוכה.

הטענה השנייה שניתן להעלות היא שבנקים ללא גרעין שליטה אינם שונים מחברות אחרות. תכליתה של כל חברה עסקית היא מקסום רווחים כפוף להוראות הדין, לרבות הרגולציה הספציפית שקיימת בתחום שבו פועלת החברה. הרגולציה במקרים רבים מגבילה את יכולתן של חברות להרוויח, ובהקשר זה בנקים ללא גרעין שליטה אינם שונים. כתגובה לטענה זו יש לציין כי קיים הבדל מהותי בין בנקים ללא גרעין שליטה בישראל לבין יתר החברות, אשר נובע מאופי הרגולציה. בבנקים ללא גרעין שליטה הרגולציה נוטלת מבעלי המניות את האפשרות המעשית להשפיע על הניהול ועל הפיקוח כחלק מהליך מינוי הדירקטורים, ובכך מגבילה את יכולתם של בעלי המניות להביא לידי ביטוי את ההשפעה ואת האינטרס שלהם בחברה. קיים ספק אם ניתן לראות ברגולציה הקיימת רגולציה המטמיעה כללי ממשל תאגידי, ונכון יותר לראות ברגולציה הנוכחית הלאמה של השליטה בבנקים על ידי המדינה, באמצעות בנק ישראל.¹⁷⁵

¹⁷² בהקשר זה יצוין כי לפיקוח על הבנקים אינטרס לשמור על רמת רווחיות סבירה של הבנקים כחלק מהמטרה של שמירה על יציבותם.

¹⁷³ **סקירה שנתית 2017**, לעיל ה"ש 171, בעמ' 58.

¹⁷⁴ רמת סיכון נמוכה יותר – ללא פיקוח או תמרון מתאים מצד בעלי המניות, התיאבון לסיכון שהמנהלים יציגו יהיה קטן יותר מהאינטרס של בעלי המניות בנוגע לרמת הסיכון; יעילות נמוכה יותר – כאשר אין לחץ אפקטיבי מצד בעלי המניות, מנהלים עשויים שלא לנקוט צעדי התייעלות גדולים בתחום כוח האדם והוצאות השכר הגבוהות, גם כאשר מערכת הבנקאות סובלת מחוסר יעילות ומהוצאות שכר גבוהות. ללא לחץ חיצוני שמופעל עליהם, גם מנהלים מקצועיים ומנוסים אינם נוטים לבצע תהליך התייעלות נרחב בתחום כוח האדם והנמכת עלויות השכר. תהליכים שכאלו קשים ליישום בידי המנהלים, שכן הם צפויים לספוג ביקורת – חיצונית מצד הציבור ופנימית מצד העובדים.

¹⁷⁵ התייחסות נוספת בנושא התפקיד הבעייתי של בנק ישראל בסעיף הבא.

הטענה השלישית שניתן להעלות היא שזה הוא הממשל התאגידי הרצוי. כלומר, לא נדרש לאזן בין האינטרסים, אלא יש לקבוע שמטרתו של הממשל התאגידי בבנקים היא בראש ובראשונה להגן על האינטרס הציבורי. טענה זו מבוססת על העמדה שלפיה הרגולציה בישראל נובעת מלקחי המשברים הפיננסיים שחלו בעבר, הן בארץ והן בעולם.¹⁷⁶ המחיר הכלכלי-החברתי שנובע ממשבר פיננסי הוא כה כבד, שיש מקום להציב את התכלית של שמירה על יציבות המערכת הפיננסית לפני התכלית של מקסום רווחי הבנקים.¹⁷⁷ בתגובה לטענה זו יש לציין כי גם בנקים הם חברות שתכליתן על פי החוק היא השאת רווחים. אם מקבלים את הנחת המוצא הזאת, אין מקום ליצירת רגולציה המונעת, באופן מעשי, מבעלי המניות כל אפשרות לפעול באפקטיביות, באמצעות מנגנונים של ממשל תאגידי, לשמירה על האינטרס שלהם.¹⁷⁸

נוסף על הפגיעה באינטרסים של בעלי המניות הממשל התאגידי הנוכחי עשוי לפגוע אף בצדדים שלשמן נוצרה הרגולציה – הציבור הרחב ובעלי הפיקדונות. בחינת הרגולציה שחלה על בנקים ללא גרעין שליטה מתמקדת במאמר זה במתח שקיים במישור של שמרנות מול נטילת סיכון בניהול בנקים ללא גרעין שליטה, כאשר במישור זה האינטרסים של בעלי המניות מנוגדים לאינטרסים של בעלי הפיקדונות והציבור הרחב. עם זאת חשוב לציין כי קיימים מישורים נוספים על המישור שמרנות-סיכון שבהם האינטרס של בעלי המניות זהה לאינטרס של בעלי הפיקדונות והציבור. לדוגמה, במישור של השקעת זמן ומאמץ לטובת הבנק מול צריכת פנאי בידי המנהלים, וכן במישור של מתן טובת הנאה אישית למנהלים מול השקעת משאבים בפיתוח הבנק – האינטרסים של בעלי המניות ושל בעלי הפיקדונות והציבור הרחב הם זהים. הפגיעה באפקטיביות של המנגנונים שנועדו להתמודד עם בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות עלולה לבוא לידי ביטוי במישורים אלו, ובעקבות זאת נפגעים גם בעלי המניות וגם בעלי הפיקדונות והציבור הרחב. השארת מנגנוני פיקוח אפקטיביים בידי בעלי המניות, בד בבד עם השארת הרגולציה הרחבה הקיימת מצד הפיקוח על הבנקים בכל הקשור לניהול סיכונים מושכל בידי המנהלים, עשויה דווקא להיטיב עם בעלי הפיקדונות והציבור הרחב.

5. תפקיד בנק ישראל: טשטוש גבולות

מסקנה נוספת שעולה היא שבנק ישראל הוא הגוף השולט בפועל בבנקים "ללא גרעין שליטה", באמצעות הוועדה למינוי דירקטורים שממנה נגיד בנק ישראל.¹⁷⁹ הדבר יוצר מצב

¹⁷⁶ כגון משבר ויסות מניות הבנקים שהתרחש בישראל והמשבר הפיננסי שהחל בארצות הברית בשנת 2007.

¹⁷⁷ בהקשר זה יש להתייחס לשאלה אם זה המצב הרצוי בכל הבנקים או רק בבנקים ללא גרעין שליטה.

¹⁷⁸ הרעיון של ביצוע שינויי חקיקה, בשל הסיכון המערכתי הגלום בפעילות מערכת הבנקאות, באופן שמשנה את תכלית החברה שהיא בנק או שמשנה את חובת הזהירות של המנהלים עלה בספרות. ראו למשל Mülbelt, לעיל ה"ש 7, בעמ' 434; Tarullo, לעיל ה"ש 24, בעמ' 17.

¹⁷⁹ יודגש כי לפי הגדרת המונחים "אמצעי שליטה" ו"שליטה" (ס' 1 לחוק הבנקאות (רישוי)), **כבר כיום הוועדה למינוי דירקטורים עונה על ההגדרה של בעלת שליטה בבנקים "ללא גרעין שליטה"**, מכיוון שניתן לראות בה כממנה בפועל את הדירקטורים וכבעלת היכולת לכוון את פעילותם של הבנקים בדרך זו, ומשכך יש לראות בעקיפין בבנק ישראל כבעל השליטה בבנקים אלו. מסיבה זו, בתיקוני החקיקה משנת 2012 (לעיל ה"ש 3) התווסף סעיף 36א(ג) לחוק הבנקאות (רישוי, שבו נקבע כי "**הוועדה וחברי הוועדה לא ייחשבו כמחזיקים באמצעי שליטה בתאגיד הבנקאי שהוועדה דנה בעניינו או כשולטים בתאגיד כאמור**") (ההדגשות הוספו).

בעייתי שבו בנק ישראל נדרש לפקח על התוצאות של ההחלטות שלו עצמו. להחלטות של הוועדה למינוי דירקטורים יש שלוש נגזרות: נגזרת ראשונה – השפעה מכרעת (כמעט בלעדית) על הרכב הדירקטוריון; נגזרת שנייה – להרכב הדירקטוריון השפעה מכרעת על אופן פעילותו והחלטותיו של הדירקטוריון; נגזרת שלישית – להחלטות הדירקטוריון השפעה על התנהלותו של הבנק ללא גרעין השליטה. על התנהלותו של הבנק, בשלוש רמות אלו, בנק ישראל נדרש לפקח.¹⁸⁰

דוגמה מוחשית ואבסורדית לטשטוש הגבולות בין תפקידיו של בנק ישראל ולבעייתיות שבכפל התפקידים שבנק ישראל ממלא, היא הליך מינוי דירקטורים בבנק ללא גרעין שליטה (הנגזרת הראשונה לעיל): "יד ימין" של נגיד בנק ישראל – הוועדה למינוי דירקטורים – מבצעת תהליך של מיון, סינון והצעת מועמדים לדירקטוריון הבנק (בפועל רק מתוכם נבחרים באספה הכללית הדירקטורים), ואילו "יד שמאל" של נגיד בנק ישראל – המפקח על הבנקים – נדרשת לבצע בדיקת כשירות לאותם דירקטורים ולאשר את מינויים (או לא להתנגד).¹⁸¹ כחלק מעקרונות הפיקוח שנקבעו בוועידת באזל בעניין פיקוח אפקטיבי על בנקים נקבע כי המפקח על הבנקים נדרש לפעול באופן עצמאי, ללא תלות, בשקיפות וללא ניגוד עניינים.¹⁸² פעילותה של הוועדה למינוי דירקטורים במסגרת בנק ישראל מעלה חשש לפגיעה בעקרונות אלו של הפיקוח על הבנקים.

נוסף על זה, אם בנק "ללא גרעין שליטה" ייקלע למשבר בשל התנהלות לא תקינה או בשל החלטות שגויות של הדירקטוריון (כגון אסטרטגיה שגויה או ניהול סיכונים כושל) ובעקבות זאת ירד ערכו של הבנק, יוכלו בעלי המניות מן הציבור וכן הגופים המוסדיים אשר מחזיקים במניות הבנק כחלק מניהול חסכוניות הציבור (פנסיה, קופות גמל, וקרנות נאמנות) לטעון לאחריותה של המדינה לפגיעה בהשקעתם, מתוקף היותו של בנק ישראל השולט בבנק.¹⁸³ אף אם ברמה המשפטית יהיה קושי להטיל אחריות ישירה על המדינה בגין הנזק שנגרם לבעלי המניות, ברמה הציבורית ניתן לראות בבנק ישראל אחראי לנזק זה.

קביעה זו בחוק אינה משנה את המצב העובדתי המהותי שלפיו בנק ישראל, באמצעות הוועדה, הוא הגוף השולט בפועל בבנקים "ללא גרעין שליטה". המשמעות היא שאין בנק "ללא גרעין שליטה" – בבנק "ללא גרעין שליטה" בעל השליטה הוא בנק ישראל.

¹⁸⁰ הפיקוח בא לידי ביטוי בין היתר כך: על הנגזרת הראשונה, הרכב הדירקטוריון, הפיקוח בא לידי ביטוי בבדיקת כשירותם של הדירקטורים שמבצע המפקח על הבנקים; על הנגזרת השנייה, פעילותו של הדירקטוריון, הפיקוח בא לידי ביטוי בהוראות בנושא ממשל תאגידי (ראו ה"ש 118 לעיל); על הנגזרת השלישית, התנהלותו של הבנק, הפיקוח בא לידי ביטוי במגוון רחב של נושאים, לדוגמה פיקוח בנושא ניהול סיכונים (ראו ה"ש 16 לעיל).

¹⁸¹ נניח, כדוגמה, שבתהליך מיון וסינון הדירקטורים נופל פגם כדוגמת הצעת דירקטורים מתוך שיקולים זרים על ידי הוועדה או חלק מחבריה. קיים חשש שבמקרה זה לא תהיה למפקח על הבנקים היכולת המעשית להתנגד למינוי דירקטורים אלו. הבעייתיות קיימת לא רק בכל הקשור להחלטות המשימות על הרכב הדירקטוריון, אלא ממשיכה הלאה ביכולתו של המפקח על הבנקים לבקר את פעילותו של הדירקטוריון שמינתה הוועדה ואת תוצאות החלטותיו ולפקח עליהן.

¹⁸² BCBS, *Core Principles*, לעיל ה"ש 101, בעמ' 22.

¹⁸³ זאת נוסף על הטענות בעניין אפקטיביות הפיקוח על הבנק ובנפרד מהן.

6. הצעה חלופית לרגולציה על בנקים ללא גרעין שליטה

בחלק זה של המאמר מוצגת הצעה חלופית למצב החוקי הקיים שנועדה להתמודד עם הקשיים ברגולציה הקיימת. הצעה זו מתבססת על תפיסה שלפיה מטרת הרגולציה הייחודית לבנקים ללא גרעין שליטה היא להתמודד עם החשש ממצב שבו בהיעדר גרעין שליטה מזהה, שקיבל היתר מנגיד בנק ישראל, בעל מניות שמחזיק בשיעור נמוך יחסית של מניות (שיעור החזקות שאינו דורש היתר) ישיג השפעה רבה ושליטה בפועל בבנק, ובעקבות זאת תיפגע יכולתו של הפיקוח על הבנקים למלא את תפקידו בשמירה על בעלי הפיקדונות והציבור הרחב.¹⁸⁴ מטרת הרגולציה איננה לשלול יכולת פיקוח והשפעה לגיטימיות של בעלי המניות על דירקטוריון החברה.

(א) הקווים המנחים להצעה החלופית

להלן מפורטים הקווים המנחים שבבסיס ההצעה החלופית:

- א. שמירה על תפקידו של נגיד בנק ישראל והפיקוח על הבנקים כגורם מפקח ולא כבעל שליטה בפועל הנוטל את הזכויות והסמכויות המוקנות לבעלי המניות. הסיבה לכך היא שחשוב שהפיקוח על הבנקים ייעשה באופן מקצועי ועצמאי, המשוחרר הן מלחצים חיצוניים והן מחשש לקיומו של ניגוד עניינים;
- ב. מתן מענה הולם לחשש שבעל מניות המחזיק בשיעור נמוך יחסית של מניות ישיג שליטה בפועל בבנק, ללא היתר מנגיד בנק ישראל, כדי להבטיח שלפיקוח על הבנקים יעמדו האמצעים הנדרשים לשמירה על האינטרס של בעלי הפיקדונות והציבור הרחב;
- ג. שמירה על זכותם של בעלי המניות להפעיל מנגנון פיקוח אפקטיבי על המנהלים בבנקים. הסיבה לכך היא הצורך להביא לידי ביטוי את האינטרס של בעלי המניות באופן מבורז ובלי שנוצרת שליטה בפועל של אחד או יותר מבעלי המניות, ללא היתר מנגיד בנק ישראל. באמצעות קיומו של מנגנון אפקטיבי להתמודדות עם בעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות יהיה אפשר לאזן בין האינטרסים השונים. כאמור, מנגנון זה עשוי לתרום לפיקוח על המנהלים גם במישורים שבהם האינטרס של בעלי המניות זהה לאינטרס של בעלי הפיקדונות והציבור הרחב.

תיקוני החקיקה משנת 2004, שהיו החקיקה המקורית שנועדה ליצור את התשתית הרגולטורית למצב של בנקים ללא גרעין שליטה, ומעולם לא יושמו בפועל בעניינם של בנקים ללא גרעין שליטה,¹⁸⁵ תאמו את הקווים המנחים לעיל. עם זאת נראה כי היה חשש בזמנו כי תיקוני החקיקה משנת 2004 אינם נותנים מענה מספק לאפשרות שבעל מניות המחזיק

¹⁸⁴ מטרה דומה הציג המפקח על הבנקים בדיון בוועדת הכספים (לעיל ה"ש 91, בעמ' 7): "המטרה העיקרית של החוק זה למנוע שליטה בפועל בבנק בידי מי שאין לו היתר שליטה מנגיד בנק ישראל [...] יש עוד מטרה אחת והיא הגברת אותה יכולת של הפיקוח על הבנקים לפקח על מי שיכול לכוון את פעילותו של בנק ללא גרעין שליטה, בין אם הוא בעל מניות ובין אם הוא נושא משרה בבנק". הדברים נאמרו בדיוני ועדת הכספים בנוגע לתיקוני החקיקה משנת 2012 (לעיל ה"ש 3).

¹⁸⁵ תיקוני החקיקה משנת 2012 (שם) נחקקו לפני שבנק כלשהו נהפך לבנק ללא גרעין שליטה.

בשיעור נמוך יחסית של מניות ישיג שליטה בפועל בבנק.¹⁸⁶ ההצעה שלהלן נועדה, בין היתר, להתמודד עם חשש זה.

(ב) הצעה חלופית לשינוי המצב החוקי הקיים

ההצעה החלופית שלהלן משלבת שני תיקוני החקיקה יחד באופן שיתקיימו הקווים המנחים לעיל.

(1) הצעת מועמדים לדירקטוריון בבנק ללא גרעין שליטה בידי בעלי מניות מוצע כי מי שמחזיק יותר מ-1% מהמניות, ואשר דיווח לבנק על החזקת אמצעי השליטה שבידיו ולא התנגד שהבנק יגלה פרטים על החזקתו,¹⁸⁷ יהיה רשאי להציע מועמד אחד בלבד לכהן כדירקטור בכל מועד שבו מתפנה מקום בדירקטוריון, ומכל מקום, בעל מניות לא יהיה רשאי להציע מועמד נוסף כדירקטור כל עוד מכהנים בדירקטוריון שני דירקטורים שהציע.¹⁸⁸ לא מוצע לחזור למצב שבו אין כל מגבלה בחוק על הצעת מועמדים לדירקטוריון בידי בעלי המניות, אלא מוצע לאפשר לבעלי מניות שמחזיקים במניות הבנקים בהיקף גדול יכולת השפעה מסוימת על הרכב הדירקטוריון. הצעה זו מאזנת בין המצב שהיה קיים במסגרת תיקוני החקיקה משנת 2004, שבו לא הייתה מגבלה בחוק על הצעת מועמדים לדירקטוריון בידי בעלי המניות, לבין המצב שקיים היום, שבו אין לבעלי המניות יכולת מעשית להציע מועמדים. ההצעה נועדה לתת מענה לחשש שאדם שמחזיק במניות בנק בשיעור הנמוך מ-1% יוכל להציע מועמדים לדירקטוריון ולפעול "מאחורי הקלעים" לבחירתו באספה הכללית, ובכך להשיג שליטה בפועל ללא קבלת היתר. קביעת רף בשיעור השווה לשיעור שמעליו קיימת חובת דיווח על החזקת אמצעי שליטה וכן הגבלת מספר המועמדים לשני מועמדים בלבד מקטינות את הסיכוי להתממשות חשש זה. כמו כן ההצעה עשויה לתמרץ בעלי מניות שמחזיקים כיום מניות בשיעור העולה על 1% (ונמוך מ-2.5%) אשר מתנגדים לגילוי החזקותיהם בבנק (אם קיימים בעלי מניות שכאלו) שלא להתנגד לגילוי כאמור או לתמרץ בעלי מניות להגדיל את שיעור החזקותיהם בבנק לשיעור העולה על 1% – כדי להשפיע על הרכב הדירקטוריון באמצעות האפשרות להציע מועמדים. כך הקבוצה של בעלי המניות המחזיקים יותר מ-1% ופחות מ-2.5% ממניות הבנק (ושאינם מתנגדים לגילוי החזקותיהם) לא תהיה קבוצה ריקה, כפי שהיא כיום.

(2) דירקטור המציע את עצמו כמועמד לכהונה נוספת בדירקטוריון כל דירקטור מכהן יוכל להציע את עצמו כמועמד לתקופת כהונה נוספת כדירקטור (עד למספר תקופות הכהונה המרבי שקבוע בחוק). הוראה זו נועדה להקטין את החשש שדירקטור שהוצע בידי בעל מניות יהיה תלוי באותו בעל מניות מסוים לצורך הצעת מועמדותו לכהונה נוספת בדירקטוריון. כך גדל הסיכוי שהדירקטור יפעל באופן עצמאי וללא תלות בבעל המניות שהציע אותו כמועמד מלכתחילה.

¹⁸⁶ ראו ה"ש 184 לעיל.

¹⁸⁷ הזכות להתנגד לגילוי מופיעה בסעיף 36(ב)(1)(ג) לחוק הבנקאות (רישוי).

¹⁸⁸ לפי הצעה זו מתייתרת כמובן האפשרות של יצירת "חבר מחזיקים".

(3) תפקיד הוועדה למינוי דירקטורים

מוצע לבטל את סמכות הוועדה להציע מועמדים לכהונה בדירקטוריון. לוועדה תישאר הסמכות השיוטית שקיימת לה כיום – למנות דירקטורים אם יקטן מספר הדירקטורים מהמספר שקבע המפקח על הבנקים והאספה הכללית לא תיקנה את המצב בתוך פרק הזמן הקבוע בחוק. שינוי זה נועד לקיים את הקו המנחה הראשון המצוין לעיל שלפיו תפקידו של בנק ישראל, לרבות תפקידה של הוועדה למינוי דירקטורים, הוא לפקח על פעילות הבנקים ולהתערב אך ורק כאשר קיים כשל בהליך מינוי הדירקטורים. כלומר, באופן שוטף אין מקום במסגרת הרגולציה לקיומן של הוראות המעניקות לגוף המפקח מטעם המדינה (הוועדה למינוי דירקטורים) סמכות לבצע בקביעות פעילות שהגוף המפוקח אמור לעשות (בהקשר זה הגוף המפוקח הם בעלי המניות, ומטרת הפיקוח היא למנוע השגת שליטה בפועל ללא היתר).

(4) הוראת ניהול בנקאי תקין

מוצע לבטל את הסעיף בהוראת ניהול בנקאי תקין בעניין "עסקי תאגיד בנקאי עם אנשים קשורים" אשר מגדיר "איש קשור" את מי שהציע מועמד לדירקטוריון (כל עוד המועמד שהציע מכהן כדירקטור). כמו כן מוצע להוסיף סעיף שיקבע שדירקטור שהוצע כמועמד לדירקטוריון בידי בעל מניות מסוים, יהיה מנוע מלדון ולהחליט בכל עניין הקשור בבעל המניות שהציע אותו (אף אם בתום תקופה כהונה של הדירקטור בעל המניות לא הציע את הדירקטור פעם נוספת והדירקטור הציע את עצמו כמועמד). הסיבה לשינוי זה היא שמצד אחד יש מקום למנוע חשש לקיומו של ניגוד עניינים בפעילותו של דירקטור שהוצע כמועמד לדירקטוריון בידי בעל מניות מסוים, ומצד אחר אין כל היגיון להחיל על בעל מניות המחזיק בשיעור נמוך ממניות הבנק, שאינו נדרש להיתר מנגיד בנק ישראל, את אותן הגבלות בפעילות עסקית שחלות על מי שהוא בעל השליטה בבנק. מטרת השינוי לאפשר לגופים המוסדיים, שמתוקף תפקידם אמונים על שמירת האינטרס של לקוחותיהם, להפעיל מנגנון של אקטיביזם בפיקוח על המנהלים בבנקים ללא גרעין שליטה.

ד. סיכום

מאמר זה עוסק בשינוי הדרמטי שחל בשנים האחרונות במבנה השליטה במערכת הבנקאות בישראל, שבמסגרתו עברו שלושת הבנקים הגדולים בישראל ממודל של בנק עם גרעין שליטה למודל של בנק ללא גרעין שליטה. קדמו לשינוי זה שני תיקוני חקיקה, משנת 2004 ומשנת 2012, אשר נועדו להתאים את הרגולציה, ובייחוד את הרגולציה המטמיעה כללי ממשל תאגידי, לקיומן של בנקים ללא גרעין שליטה.

במאמר נבחנה הרגולציה הייחודית שחלה על בנקים ללא גרעין שליטה באמצעות ניתוח המידה שבה הרגולציה בתחום הממשל התאגידי נותנת מענה לבעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי הפיקדונות והציבור הרחב ולבעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות. המסקנה שעולה ממאמר היא שהרגולציה הקיימת איננה נותנת מענה מאוזן לבעיות הנציג השונות. מצד אחד, הרגולציה נותנת מענה מקיף לבעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי הפיקדונות והציבור הרחב, באמצעות רגולציה רחבה מצד הפיקוח על הבנקים, אשר יוצרת למנהלים תמריץ לנקוט דרך פעולה התואמת יותר את האינטרס של בעלי הפיקדונות והציבור הרחב, ומצד אחר, הרגולציה נטרלה כמעט לחלוטין את האפקטיביות של המנגנונים

שעשויים לתת מענה לבעיית הנציג בין המנהלים לבין בעלי המניות, כגון יכולת פיקוח והשפעה על הדירקטוריון או מתן תגמול תלוי ביצועים למנהלים.

השפעה מיוחדת יש להוראות בחוק הבנקאות רישוי, אשר מגבילות למעשה את יכולתם של בעלי המניות להציע מועמדים לדירקטוריון, והעברת סמכות זו (בכל המקרים בהם האספה הכללית נדרשת למנות דירקטורים ולא רק במקרים של חריגה מניהול התקין או כשל בפעילות הבנקים) לוועדה למינוי דירקטורים שאותה ממנה נגיד בנק ישראל. משמעותו של מהלך זה היא הלאמה בפועל של השליטה בבנקים "ללא גרעין שליטה".

בהיבט של בעלי המניות, המשמעות היא שהאינטרס שלהם – שהבנק ימקסם את רווחיו (אגב נטילת סיכונים) – נמצא נמוך בסדר העדיפויות, ונמנעת מהם בפועל האפשרות הלגיטימית להפעיל מנגנונים המביאים לידי ביטוי אינטרס זה. תוצאה זו אינה עולה לכאורה בקנה אחד עם התכלית של חברה שהיא בנק – מקסום רווחיה – כפי שזו מוגדרת בחוק החברות.

בהיבט של המדינה, המשמעות היא שהמדינה הלאימה, באמצעות בנק ישראל, את השליטה בפועל בשלושת הבנקים הגדולים בישראל (כלומר רוב מערכת הבנקאות בישראל). תוצאה זו אינה נובעת מחקיקה מפורשת המלאימה את השליטה בבנקים, אלא משילוב של נדבך ראשון של חקיקה (תיקוני החקיקה משנת 2012) אשר מגביל את יכולתם של בעלי המניות להציע מועמדים לדירקטוריון (החקיקה משאירה בפועל אפשרות רק לגופים מוסדיים להציע מועמדים), ומנדבך שני המעוגן בהוראת ניהול בנקאי תקין שקבע המפקח על הבנקים, אשר מגביל את יכולתם המעשית של הגופים המוסדיים להציע מועמדים לדירקטוריון – בשל המגבלות על "אנשים קשורים". המשמעות היא שהאחריות על ניהול מערכת הבנקאות עברה מהסקטור הפרטי לידי המדינה באמצעות הוועדה למינוי דירקטורים, שנגיד בנק ישראל ממנה. האמירה בחוק שלפיה חברי הוועדה למינוי דירקטורים אינם נחשבים ל"שולטים" בבנקים היא אמירה מלאכותית אשר סותרת את ההגדרה המהותית של שליטה כפי שהיא במציאות ואף כפי שהיא מוגדרת בחוק.¹⁸⁹

בהיבט של בנק ישראל המשמעות של החקיקה הקיימת היא כפל תפקידים בעייתי ביותר הגורם לכך שבנק ישראל נדרש לפקח על התוצאות של ההחלטות שלו עצמו. מצד אחד נגיד בנק ישראל ממנה את הוועדה למינוי דירקטורים אשר מציעה מועמדים לדירקטוריון (כאשר בפועל מתוכם נבחרים הדירקטורים), ומצד אחר נגיד בנק ישראל, באמצעות המפקח על הבנקים, אמור לאשר את מינויים של אותם דירקטורים שהוועדה הציעה. לפיכך מועלות כמה הצעות לשינוי הרגולציה על בנקים ללא גרעין שליטה אשר אימוצן יהיה דרך ביניים ראויה, שמצד אחד תגן על האינטרס של בעלי הפיקדונות והציבור הרחב, ומצד אחר תאפשר לבעלי המניות להביא לידי ביטוי את האינטרס שלהם בבנק. המציאות החדשה של קיומם של בנקים ללא גרעין שליטה משנה את תפיסת הפיקוח והממשל התאגידי בבנקים ומחייבת המשך ניתוח, מחקר וגיבוש מדיניות, ומאמר זה מנסה להוות את הנדבך הראשון בפיתוח החשיבה בסוגיה זו.

¹⁸⁹ ראו ה"ש 179 לעיל.