

מינוי דירקטורים: תאוריה, ראיות, מדיניות

מאת

אסף אקשטיין* וקובי קסטיאל**

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

במישור התאורטי המאמר סוקר היבטים מרכזיים הנוגעים להליכי מינוי דירקטורים בישראל, ובכללם שיטות למינוי דירקטורים, כוחן הפורמלי והמעשי של הצבעות נגד מועמדים לכהונה בדירקטוריון, מודלים שונים להצעת מועמדים על ידי בעלי מניות מהציבור ושימוש בוועדות מינויים. כדי להעריך את המידה שבה כללי רקע משפטיים אלה עשויים לעודד את מעורבותם של בעלי מניות מהציבור בהליכים למינוי דירקטורים, המאמר דן בהם בעין ביקורתית אגב עריכת ניתוח השוואתי לשיטות משפט קרובות.

במישור האמפירי המאמר בוחן בחינה מקיפה את נתוני הצבעות שנערכו בחברות הכלולות במדד ת"א 125 (שאינן חברות דואליות) בשנים 2015–2018, בהקשרים של מינוי דירקטורים חדשים והארכת כהונתם של דירקטורים מכהנים. במסגרת זאת המאמר בוחן מגוון רחב של היבטים הנוגעים לנתוני ההצבעות ולתוצאותיהן, לחברות שבהן נערכו ההצבעות, למועמדים שמינוים נכשל ולאילו שבעלי המניות מציעים, לדפוסי ההצבעה של המשקיעים המוסדיים בישראל ולהשפעה של גופי הייעוץ על תוצאות ההצבעות.

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

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

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

מבוא. א. מינוי דירקטורים – היבטים מעשיים ותאורטיים. 1. מינוי דירקטורים, מבנה בעלות והעלייה בכוחם של המוסדיים. 2. הצבעת נגד למועמדי החברה. 3. הצעה אקטיבית של מועמדים לדירקטוריון. 4. גופי הייעוץ. 5. ועדות מינויים. 6. סיכום הסקירה. **ב. מינוי דירקטורים – ראיות אמפיריות.** 1. רקע. 2. מתודולוגיה. 3. ממצאים. **ג. המלצות מדיניות.** 1. הגברת השקיפות בנוגע להליך המינוי של דירקטורים. 2. עידוד מעורבות הגופים המוסדיים במינוי דירקטורים. 3. חברות הייעוץ למוסדיים. 4. ועדת מינויים. **ד. סיכום**

מבוא

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

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

מגמה זו מובילה להעברת כוח רב לידיהם של בעלי מניות מהציבור ושל משקיעים מוסדיים, שכן בהיעדר גרעין שליטה בחלק מהחברות הפועלות בשוק הישראלי מידת השפעתם על מינוי דירקטורים גוברת במידה ניכרת. הסטת כוח זו מחייבת בחינה מעמיקה של השפעתם בפועל של בעלי המניות מהציבור ושל המוסדיים, בדגש על בחינת דפוסי ההצבעה שלהם בהצבעות על מינוי דירקטורים. במחקרים העוסקים בהקשר הכללי של מינוי דירקטורים הודגשה הסדרת יחסי הכוחות בין השחקנים השונים בחברות עם בעל שליטה,

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

² ראו הדיון להלן בפרק א.

³ ערן אורן "שש שנים ליחוק הריכוזיות: הקבוצות העסקיות מאבדות את השליטה במשק" *TheMarker* (19.8.2019) <https://bit.ly/3g794Ra>.

⁴ אורי גלאור "מי מפקח על המנהלים? ריבוי החברות ללא גרעין שליטה דורש התאמות" *כלכליסט – שוק ההון* (26.12.2019) <https://tinyurl.com/3n2xnyvv>.

אך במאמר זה נבקש להרחיב את היריעה, בין השאר באמצעות בחינת האתגרים המתעוררים על רקע מגמת ביזור השליטה בישראל והשפעתם הגוברת של המשקיעים המוסדיים ויועצי הפרוקסי.⁵

מגמת ביזור השליטה ושלל המורכבויות שהיא מעוררת הן בעלות חשיבות דרמטית לנוף התאגידי המקומי, ועל כן הן ניצבות כיום בחזית עיצוב המדיניות בהקשרי ממשל תאגידי בישראל. במסגרת זו פנו לאחרונה משרד המשפטים ורשות ניירות ערך לציבור לשם קבלת התייחסויות והצעות לתיקונים הדרושים בחוק החברות, מתוך תפיסה כי מבנה הבעלות המבוזר, ההולך ומתפתח בשוק הישראלי, מייצר אתגרים חדשים אשר ייתכן שחוק החברות – אשר דרך מסורת ממוקד בהתמודדות עם בעיות הנובעות מקיומו של מבנה בעלות ריכוזי המתאפיין בקיומם של גרעיני שליטה – אינו מספק להם מענה הולם במתכונתו הנוכחית.⁶ נוסף על זה, במהלך השנתיים האחרונות ניצבה חברת אנטרופי – המספקת שירותי ייעוץ למשקיעים המוסדיים, בין היתר בנוגע לאופן ההצבעה שלהם באספות כלליות בנושא של מינוי דירקטורים – במרכזה של סערה שנראה שטרם שככה. בלב העניין ניצבים הרצון של רשות שוק ההון לצמצם את השפעתה של אנטרופי וההתנגדות לכך מצד רשות ניירות ערך והמשנה ליועץ המשפטי לממשלה.⁷

במישור התאורטי המאמר סוקר היבטים מרכזיים בתשתית הנורמטיבית החלה על הליכי מינוי דירקטורים בישראל, ובכללם שיטות למינוי דירקטורים, כוחן הפורמלי והמעשי של הצבעות נגד מועמדים לכהונה בדירקטוריון וכן מודלים שונים להצעת מועמדים מטעם בעלי מניות מהציבור. כדי להעריך את המידה שבה כללי רקע משפטיים אלה עשויים לעודד את מעורבותם של בעלי מניות מהציבור בהליכים למינוי דירקטורים, המאמר דן בהם בביקורתיות בעורכו ניתוח השוואתי לשיטות משפט קרובות. היות שהניסיון שנצבר בנושא בארצות הברית ובבריטניה, שתי מדינות שבהן בעלות מבוזר ושוקי הון מפותחים, חלק מרכזי מן הדיון התאורטי יתבסס על הלקחים שהופקו במדינות אלו.

במישור האמפירי המאמר מתמקד בחברות הכלולות במדד ת"א 125 שאינן חברות דואליות ובוחרן נתוני הצבעות שנערכו בהן בהקשרים של מינוי דירקטורים חדשים והארכת כהונתם של דירקטורים מכהנים – בשנים 2015–2018. במסגרת זאת נבחנים מגוון היבטים של ההצבעות ותוצאותיהן (כדוגמת שיעור המשתתפים באספה ושיעור המצביעים בעד ונגד המינוי) ושל החברות שבהן הן נערכו, כמו גם מאפיינים שונים של התפקידים שהועמדו על הפרק והמועמדים שהוצעו לאיושם. בתוך כך בוחן המאמר את דפוסי ההצבעה של

⁵ אורי הלר וליאור פורת "ביזור שליטה או איבוד שליטה?" **TheMarker** (15.1.2019) <https://bit.ly/3AHknJr>; סמי פרץ "הטייקונים החדשים: כשבחברות אין בעל שליטה – המוסדיים לוקחים את המושכות" **TheMarker** – **שוק ההון** (1.12.2019) <https://tinyurl.com/yeksnbuh>.

⁶ רשות ניירות ערך "קול קורא להתייחסות הציבור לצורך בהתאמות בכללי הממשל התאגידי ביחס לחברות ללא גרעין שליטה" **משרד המשפטים** (15.9.2019) <https://tinyurl.com/yrkam74r>.

⁷ ראו למשל רחלי בינדמן "ברקת מעביר מסר למוסדיים: אל תסתמכו על המלצת אנטרופי" **כלכליסט** (21.5.2019) <https://bit.ly/3uh9mNu>; גיא בן סימון ועומרי כהן "על רקע המאבק עם הממונה על שוק ההון: אנטרופי תחדל ליעץ לגופים המוסדיים באסיפות הכלליות של חברות ציבוריות" **גלובס** (24.12.2019) <https://bit.ly/3HdqLdL>. מנגד, ראו רון שטיין "המאבק בין גואטה לברקת מתרחב לאנטרופי: רשות ני"ע והמשנה ליועמ"ש נגד הסדרה שמוביל הממונה על שוק ההון" **גלובס** (29.8.2019) <https://tinyurl.com/mxaccxcwu>.

המשקיעים המוסדיים, בדגש על המקרים שבהם התנגדו למינוי דירקטור חדש או להארכת כהונה של דירקטור מכהן.

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

עם זאת חברות בבעלות מבוזרת מתאפיינות ברמת אקטיביזם גבוהה יותר מצד בעלי המניות, אם כי גם בהן בעלי מניות אינם נוטים להשתמש בכוחם לשם סיום כהונתו של דירקטור מכהן. המחקר אף מצביע על מעורבות גוברת של בעלי המניות המוסדיים בישראל בהצעת מועמדים לדירקטוריון. הגם שאין מדובר במספר רב של מקרים, זו עדיין מעורבות חריגה לעומת ארצות הברית ובריטניה, שם הגופים המוסדיים אינם יוזמים מינוי דירקטורים מטעמם, אך עיקר פעילות זו מבוצעת על ידי קרנות גידור (hedge funds) אקטיביסטיות, שבישראל פעילותן מצומצמת.

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

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

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

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

א. מינוי דירקטורים – היבטים מעשיים ותאורטיים

1. מינוי דירקטורים, מבנה בעלות והעלייה בנוחם של המוסדיים

הדירקטוריון אמון על התוויית מדיניות החברה והכוונת התנהלותה ומחזיק בסמכויות החלטה רחבות היקף בנוגע למהלכים החשובים ביותר בחייה.⁹ בשל מקומו המרכזי של הדירקטוריון והשפעתו הרבה על החברה יש חשיבות רבה למינוי חברים כשירים, מיומנים וראויים לכהונה בו. בבסיס דיני החברות ניצבת הנחה שלפיה כוחם של בעלי המניות למנות דירקטורים או לסיים את כהונתם הוא אמצעי מרכזי בידי בעלי המניות להפעלת פיקוח על הדירקטוריון ולביטוי עמדותיהם האישיות בנוגע לאופן פעולתו.¹⁰ ככלל, בחירת חברי הדירקטוריון בידי בעלי המניות נתפסת כביטוי מרכזי של "דמוקרטיה תאגידית" וכאקט אשר מעניק לדירקטוריון את הלגיטימציה לפעול כאורגן החשוב ביותר בחברה.¹¹ תפיסת יסוד זו משמשת גם הצדקה להחלת ביקורת שיפוטית מאופקת על פעולותיהם של דירקטורים, באמצעות כלל שיקול הדעת העסקי, שכן הפיקוח שמפעילים בעלי המניות על הדירקטוריון

⁹ ס' 92 לחוק החברות, התשנ"ט–1999. סמכות רחבה ביותר מוענקת לדירקטוריון גם בדלוואר, ראו DEL. CODE ANN. tit. 8, § 141(a) (LEXIS through 83 Del. Laws ch.237).

¹⁰ "if the) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946, 959 (Del. 1985) stockholders are displeased with the action of their elected representatives, the powers Hilton Hotels (of corporate democracy are at their disposal to turn the board out" ראו גם Hilton Hotels Corp. v. ITT Corp., 978 F. Supp. 1342, 1351 (D. Nev. 1997) "[U]nhappy shareholders can) Corp. v. ITT Corp., 978 F. Supp. 1342, 1351 (D. Nev. 1997) "always vote the directors out of office" ראו לבסוף, Stephen Choi, Jill Fisch & Marcel Kahan, *Who Calls the Shots? How Mutual Funds Vote on Director Elections*, 3 HARV. BUS. L. REV. 35, 50 (2013) "shareholders' ability to elect the board is perhaps their) BUS. L. REV. 35, 50 (2013) "(most important protection against improper management behavior"

¹¹ ביטוי לכך בחוק החברות הישראלי, ניתן למצוא בסעיף 59 לחוק (הקובע כי "האסיפה הכללית השנתית תמנה את הדירקטורים, אלא אם נקבע אחרת בתקנון"). ראו גם Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651, 659 (Del. Ch. 1988) "The shareholder franchise is the ideological) A.2d 651, 659 (Del. Ch. 1988) "(underpinning upon which the legitimacy of directional power rests"

נתפס כמעין תחליף לפיקוח הדוק מצד בתי המשפט.¹² על כן אין חולק כי הזכות למנות דירקטורים היא אחת הזכויות הבסיסיות ביותר של בעלי המניות בחברה.¹³ עם זאת מידת יכולתם של בעלי המניות לממש את הזכות ולהשפיע על קביעת הרכב הדירקטוריון תלויה במידה רבה במבנה הבעלות של החברה. לפי מחקר של רשות ניירות ערך שהתפרסם בשנת 2019 ושמתייחס למבנה הבעלות של חברות ציבוריות בשנת 2018, מרבית החברות הציבוריות במשק הישראלי עדיין מוחזקות בידי בעל שליטה יחיד או גרעין שליטה.¹⁴ במבנה בעלות מעין זה הכוח האפקטיבי למנות ולפטר דירקטורים מסור לכאורה לבעל השליטה, המחזיק ברוב קולות באספה הכללית. למרות זאת חוק החברות הישראלי מקנה לבעלי מניות מהמיעוט יכולת להשפיע, לפחות במידה מסוימת, על הליך המינוי של דירקטורים חיצוניים ועל המשך כהונתם. כך, החוק קובע כי מינוי דירקטורים חיצוניים מחייב, מלבד אישור רוב רגיל באספה הכללית, גם רוב מקרב בעלי המניות שאינם בעלי השליטה בחברה או בעלי עניין אישי במינוי בשל קשריהם עם בעל השליטה.¹⁵ הלכה למעשה דרישה כפולה זו מקנה מעין "זכות וטו" הדדית לבעלי המניות מהציבור ולבעל השליטה (שלו רוב רגיל באספה הכללית) בכל הנוגע למינוי דירקטורים חיצוניים לכהונה ראשונית. נוסף על זה, רוב מקרב בעלי המניות ללא עניין אישי יכול להאריך כהונת דירקטור חיצוני גם בניגוד לעמדתו של בעל השליטה.¹⁶

לצד מבנה הבעלות הריכוזי שאפיין את המשק הישראלי מימים ימימה, בשנים האחרונות אנו עדים למגמה גוברת של ביזור השליטה בקרב החברות הציבוריות בישראל, המלווה בהעברת כוח הצבעה רב יותר לידי בעלי מניות מהציבור וגופים מוסדיים, בין היתר בהקשר של קביעת הרכב הדירקטוריון.¹⁷ בחברה ללא בעל שליטה בעלי מניות אשר אינם מרוצים מההתנהלות החברה יכולים להשתמש ב"קולם" ולהביא להחלפת הדירקטורים המכהנים, בין באמצעות הצבעת נגד ובין באמצעות מינוי אקטיבי של דירקטורים. בספרות נטען בעבר לא אחת כי בשל תופעת האדישות הרציונלית, בעלי מניות מהציבור אינם ממהרים לנצל את יכולתם להשפיע על מינוי דירקטורים, ובכך מועבר הכוח האפקטיבי למינוי דירקטורים לידי

¹² ראו (Del. 2000) 746 A.2d 244, 267 (Brehm v. Eisner) "there is a very large-though not insurmountable-burden on stockholders who believe they should pursue the remedy of a derivative suit instead of selling their stock or seeking to reform or oust these directors (from office)". ראו גם Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, 165 U. PA. L. REV. 1271, 1285 (2017) "In fact, courts have relied on shareholders' ability to displace underperforming directors as a reason for deferring to directors' business decisions". לבסוף, ראו זוהר גושן "בית משפט כלכלי וקו הגבול שבין ניהול כושל לניהול חובל" **משפטים** מז 541 (2018); שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" **עיוני משפט** לא 313, 338 (2009).

¹³ ס' 59 ו-230 (א) לחוק החברות. ראו גם יוסף גרוס **חוק החברות** כרך א 523, 525–523 (מהדורה חמישית, טלי גוטמן-פלד עורכת 2016).

¹⁴ גתית גור גרשגורין ואח' **התפתחויות במבנה האחזקות בשוק ההון הישראלי בשנים 2010–2018** 6–7 (המחלקה הכלכלית – רשות ניירות ערך יולי 2019) <https://tinyurl.com/59wrtwaj9>. לפי ממצאי הדוח, אחוז החברות שבהן בעל שליטה נכון לשנת 2018 נותר גבוה עם 88% מהחברות הציבוריות.

¹⁵ ס' 239 (ב) לחוק החברות.

¹⁶ שם, בס' 245 (א) ו-245(1)(א).

¹⁷ ראו אזור, לעיל ה"ש 3; גלאור, לעיל ה"ש 4.

ההנהלה.¹⁸ חשש זה מקבל משנה תוקף בחברות עם הנהלה דומיננטית, שהיא הגורם המציע בפועל את שמות המועמדים לכהונה בדירקטוריון, ולרוב אינה נתקלת בהתנגדות מצד בעלי מניות מהציבור.¹⁹ במצב דברים זה עלולה להיווצר תלות מבנית של הדירקטורים בהנהלה המקדמת את מועמדותם, אשר תחמיר את בעיית הנציג בין בעלי המניות להנהלת החברה.²⁰ היבט חשוב נוסף של הליכי מינוי לדירקטוריון קשור במעורבותם של משקיעים מוסדיים בהליכים אלה. מעורבות זו מעוררת עניין מיוחד בשל חשיבותם של המשקיעים המוסדיים ובשל השפעתם הרבה על שוק ההון הישראלי, הן במישור הכמותי והן במישור האיכותי. במישור הכמותי הובילה מגמת ביזור השליטה בשוק ההון הישראלי להעברת כוח רב לידי הגופים המוסדיים.²¹ גופים אלה, אשר מנהלים כיום קרוב למחצית מתיק הנכסים של הציבור בישראל,²² מחזיקים בדרך כלל בשיעור זכויות הצבעה גבוה יחסית בחברה, ומכאן יכולתם הממשית להשפיע על תוצאותיהן של הצבעות.²³ במישור האיכותי גופים אלה נהנים מיתרון מיוחד של רמת מומחיות גבוהה, אשר נובעת מהיותם שחקנים חוזרים בשוק ומנטייתם לגוון את תיק ההשקעות כאמצעי לפיזור סיכונים. הידע, המומחיות והניסיון שנצברים בגופים אלה מעצימים את יכולתם לקבל החלטות איכותיות ומבוססות מידע.²⁴

¹⁸ ראו למשל זוהר גושן "בעיית הנציג כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטירו פרוקצ'יה 258, 239 (אהרון ברק ואח' עורכים 1996); דוב סלומון "אדישות רציונלית של בעלי מניות עיוני משפט לט 317 (2016).

¹⁹ באשר להשפעת ההנהלה על מינוי דירקטורים בארצות הברית, ראו Bechuk & Hamdani, לעיל ה"ש 12. בנוגע לבריטניה, ראו Sophie Mayer, *Nomination Committees and Corporate Governance: Lessons from Sweden and the UK*, 12 SAID BUS. SCHOOL WP 8–9 (2018), <https://tinyurl.com/4e4uezdk>.

²⁰ על יחסי התלות בין הדירקטורים להנהלה שממנה אותם בחברות בבעלות מבוזרת, ראו Lucian A. Bechuk & Jesse M. Fried, *Pay Without Performance: Overview of the Issues*, 17 J. APPL. CORP. FIN. 8 (2005) (להלן: Bechuk & Fried, *Pay Without Performance*). ראו גם LUCIAN BECHUK & JESSE M. FRIED, PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION 23–33 (2004); Bechuk & Hamdani, לעיל ה"ש 12, בעמ' 1285–1286. לבסוף, ראו Anil Shivdasani & David Yermack, *CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis*, 54 J. FIN. 1829, 1851 (1999) (מחקר אמפירי שמציג קשר בין מעורבותו של המנכ"ל במינוי דירקטורים בחברות לבחירת דירקטורים שפיקוחם אפקטיבי פחות).

²¹ להתפתחויות במבנה ההחזקות בשוק ההון הישראלי, ראו גור גרשגורן ואח', לעיל ה"ש 14, בעמ' 20–21. ראו גם עידו באום "יותר מ-60 חברות בת"א פועלות ללא גרעין שליטה – והמנכ"לים מבצרים את כוחם" *TheMarker* (30.4.2019) <https://bit.ly/3rfmMYJ>; הלר ופורת, לעיל ה"ש 5.

²² ראו בנק ישראל *דין וחשבון 2018* 104 (2019) <https://tinyurl.com/ec7pcwja>; משרד האוצר *דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון* (2004) <https://tinyurl.com/btwam92w>; צו הרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק לפי חוק הסכמים קיבוציים, התשי"ז-1957. ראו גם בנק ישראל *מבט סטטיסטי 2018 – תיק הנכסים הפיננסים של הציבור* 11 (2019) <https://bit.ly/3uaHVF4> (נכון לשנת 2018 ניהלו הגופים המוסדיים נכסים בהיקף של כ-1.6 טריליון ש"ח).

²³ ראו לאון יהודה אנדג'ר "לקראת עיצובם של משטרי תאגידי יחסיים בישראל" *משפטים* נ 189, 199–200, 207–209 (2019) (המפרט את שיעור החזקות המוסדיים בחברות בישראל בשנים 2007–2017).

²⁴ לדיון ביתרונות הפיקוח של המוסדיים, ראו Asaf Eckstein, *The Virtue of Common Ownership*, 105 IOWA L. REV. 507 (2020).

היבטים אלה בפעולתם של המשקיעים המוסדיים עוררו שיח מעמיק בדבר תרומתו האפשרית של האקטיביזם המוסדי לשוק ההון הישראלי, אשר הבשיל לכדי המלצות לנקיטת צעדים קונקרטיים על ידי הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל²⁵ והוועדה לבחינת הצעדים להגברת מעורבותם של הגופים המוסדיים בשוק ההון הישראלי.²⁶ כיום משקיעים מוסדיים מחויבים להשתתף בהצבעות העוסקות בעניינים מוגדרים, **לרבות מינוי ופיטורים של דירקטורים**. חובה זו חלה על קרנות נאמנות (שאף מחויבות לדווח על אופן הצבעתן),²⁷ על קופות גמל וחברות ביטוח וכן על קרנות הפנסיה.²⁸

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

2. הצבעת נגד למועמדי החברה

לרשות בעלי המניות מהציבור עומדים כלים שונים להשפעה על הרכב הדירקטוריון ועל זהות חבריו, שחלקם משתמשים ישירות במנגנון ההצבעה.²⁹ מנגנון התערבות ראשון הוא התנגדות למינויו של מועמד חדש או להארכת כהונתו של חבר דירקטוריון פעיל. התנגדות כזו עשויה לנבוע מטעמים הקשורים במועמד עצמו, כדוגמת היעדר התאמתו לתפקיד, תלות רבה בהנהלה או חוסר שביעות רצון מתפקודו כדירקטור, או משיקולים כלליים יותר, כמו למשל ניסיון של בעלי המניות להניע את החברה להציע מועמדים שיהלמו את עמדותיהם ואת דרישותיהם בנוגע להרכבו הרצוי של הדירקטוריון, תמהיל הכשירויות והגיוון האנושי של חבריו. מנגנון שני, הנחשב לאקטיבי יותר, הוא הצעת מועמד ספציפי לדירקטוריון בידי בעלי מניות. ייחודה של התערבות מסוג זה הוא שהיא משנה את כללי המשחק ומפקיעה

²⁵ רשות ניירות ערך דו"ח הוועדה: **לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל** 38–42 (2006) <https://tinyurl.com/ym79fdnh> (להלן: דו"ח ועדת גושן).

²⁶ משרד האוצר דו"ח הוועדה **לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל** (2008) <https://tinyurl.com/mryph7ex> (להלן: דו"ח ועדת חמדני).

²⁷ ראו ס' 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד–1994, בצירוף תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באספת מחזיקים), התשע"ו–2015. קרנות נאמנות מחויבות גם לדווח על האופן שבו הצביעו. ראו תק' 27 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (דוחות), התשנ"ה–1994.

²⁸ ראו תק' 2 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט–2009. כן ראו חוזר גופים מוסדיים 11-9-2009 "הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון" (21.6.2009); חוזר גופים מוסדיים 06-9-2014 "הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון" (10.6.2014).
²⁹ בעלי מניות יכולים גם להביע את עמדתם באשר למינוי דירקטורים, בפומבי או בשיחות עם החברה, בתקווה שהחברה תענה לדרישותיהם. זהו מנגנון התערבות רך שאינו מצריך שימוש בכוח ההצבעה. אם כי הנכונות של ההנהלה להתחשב בעמדת בעלי מניות עשויה לגבור במידה ניכרת ככל שבעלי מניות נכונים, במקרי הצורך, להשתמש במנגנון הצבעה כדי "להעניש" הנהלות שמתעלמות מדרישותיהם. לכן אף במקרה זה מנגנון ההצבעה הוא כלי משלים וחשוב לשיח הישיר בין בעלי מניות להנהלה.

מהדירקטוריון ומההנהלה את הכוח הבלעדי לקבוע את זהות הדירקטורים. מטבע הדברים, דירקטורים שמינויים קודם על ידי ההנהלה יגלו נכונות מוגבלת לאתגר את ההנהלה בנושאים מהותיים, זאת מאחר והמשך העסקתם בחברה תלוי ביחסייהם עם ההנהלה.³⁰ בתת-פרק זה נדון במנגנון ההתערבות הראשון (התנגדות למועמד מטעם החברה) ובהשלכותיו, ואילו בתת-הפרק הבא נדון במנגנון ההתערבות השני (הצעה אקטיבית של מועמדים לדירקטוריון).

(א) "רוב קולות" לעומת "רוב יחסי"

הדרך למינוי דירקטורים בחברה נקבעת לרוב בתקנון החברה, והיא נבחרת מתוך שתי דרכים מרכזיות הקיימות למינוי דירקטורים: הראשונה, הצבעה בשיטה של "רוב יחסי" (plurality voting), פירושה שכדי להיבחר לכהונה בדירקטוריון על הדירקטור לזכות במספר קולות גדול מזה שזכו לו המועמדים האחרים.³¹ בהיעדר מועמדים נוספים המתחרים על אותו מושב בדירקטוריון, לבד מהדירקטור ששמו עולה להצבעה על ידי ההנהלה, הרי שדי בקול אחד בעד מועמדו של אותו דירקטור כדי להביא לבחירתו. מאחר שנציגי ההנהלה, כמו גם חברי הדירקטוריון, מחזיקים כמעט תמיד במניות החברה (כחלק ממבנה התגמול שלהם), הרי שיש ביכולתם להכריע את ההצבעה לטובת מועמדי ההנהלה באמצעות קולותיהם. אכן, בכמה מחקרים מחוץ לישראל הוצגו ראיות אמפיריות להשפעתה של ההנהלה על הליך מינוי דירקטורים בחברה.³² מאחר שרוב הבחירות לדירקטוריון הן כאלו שאינן שנויות במחלוקת (בלעז, uncontested), המשמעות היא שמועמדי ההנהלה הם בעלי סיכוי גבוה להיבחר.³³ הדרך השנייה, הצבעה בשיטה של "רוב קולות" (majority voting), פירושה שרק דירקטור שזכה לרוב של קולותיהם של בעלי המניות המשתתפים בהצבעה מבטיח את מינויו לדירקטוריון.³⁴ הפער המעשי בין שתי הדרכים בא לידי ביטוי כאשר עסקינן בבחירות שבהן מועמדי ההנהלה לדירקטוריון אינם זוכים לתמיכה מספקת מצד בעלי המניות, ואין מועמדים מלבדם. במצב דברים זה, לפי שיטת "הרוב היחסי", מועמדים אלה עשויים להתמנות אם בעלי מניות כלשהם (למשל, נציגי ההנהלה המכהנת המחזיקים במניות החברה) הצביעו בעד מינוים. לעומת זאת לפי שיטת "רוב קולות", מינויים אלה לא יאושרו, שכן לא הושגה תמיכתם של רוב בעלי המניות המשתתפים בהצבעה.

מאחר שבשיטת "רוב קולות" אישור מינויים של דירקטורים מותנה בתמיכה בשיעור הנגזר ממספר המשתתפים בהצבעה, משמעותה של התנגדות מצד בעל מניות היא הפחתת הסיכויים לאישור מינויו של מועמד, ועל כן לפי שיטה זו הצבעת הנגד היא אמצעי אפקטיבי

³⁰ Bebachuk & Fried, *Pay Without Performance*, לעיל ה"ש 20, בעמ' 27 ("it appears likely that as long as the key to board appointment remains being on the company's slate, the safest strategy for directors wishing to keep their board seats will be to avoid challenging CEO compensation").

³¹ Stephen J. Choi et al., *Does Majority Voting Improve Board Accountability*, 83 U. CHI. L. REV. 1119, 1124–1125 (2016).

³² ראו להלן ה"ש 114–117.

³³ כך למשל נתונים שאספו Bubb & Catan מעידים שרק כאחוז אחד מבין המינויים לדירקטוריונים של חברות ציבוריות בארצות הברית בשנים 2010–2015 היו שנויים במחלוקת (contested), ראו Ryan Bubb & Emiliano Catan, *The Party Structure of Mutual Funds* 48 (Eur. Corp. Gov. Inst. Working Paper No. 560, 2020), <https://bit.ly/3GeCDL2>.

³⁴ Choi et al., לעיל ה"ש 31, בעמ' 1127.

במיוחד להשפעה על הליך המינוי. לעומת זאת לפי שיטת "הרוב היחסי", שבה גורלו של מינוי תלוי רק במספר התומכים בו פוזיטיבית, הצבעת הנגד היא בעלת פוטנציאל נמוך להביא לסיכול מינויו של מועמד לדירקטוריון, ובמקרים רבים השפעתה תהיה סמלית בלבד. לפיכך נדמה ששיטת "רוב קולות" היא אמצעי אפקטיבי יותר להבטחת יכולתם של בעלי המניות לממש את זכותם להשפיע על קביעת הרכב הדירקטוריון ולקידום מובן זה של "דמוקרטיה תאגידית".

לפיכך לא פלא כי בארצות הברית, שבה שיטת הרוב היחסי משלה בכיפה מקדמת דנא (ועד היום היא ברירת מחדל בדלוואר ובמרבית המדינות האחרות), נצפית במשך יותר מעשור תנועה הדרגתית לשינוי בשיטת מינוי הדירקטורים ולאומן שיטת רוב הקולות, בין היתר באמצעות שינויי תקנון.³⁵ תנועה זו ניכרת בעיקר בחברות הגדולות בארצות הברית. למשל, בשנת 2006 רק 16% מהחברות הכלולות במדד S&P 500 השתמשו בצורה כלשהי של שיטת רוב הקולות, ובשנת 2014 היה שיעורן 85%, ובשנת 2020 הגיע לכ-90%.³⁶

עם זאת שיטת "רוב קולות" אינה חפה מקשיים, ויישומה כפשוטה עלול ליצור מגוון מורכבויות, ולכן דורש ביצוע התאמות מסוימות בתקנון. לדוגמה, ניתן לדמות תרחיש שבו בעל מניות אקטיביסט מבקש למנות מספר מצומצם של דירקטורים, וטופס ההצבעה מטעמו הוא שזוכה למרבית הקולות; או תרחיש של בחירות שנויות במחלוקת שבו קולותיהם של בעלי המניות יתחלקו באופן שלא יעניק לדי מועמדים את הרוב הדרוש לבחירה לדירקטוריון. שני תרחישים אלה – שהסיכויים להתרחשותם גוברים כאשר מדובר בחברות בבעלות מבוזזת – עשויים להוביל לכך שלא יהיה אפשר לאייש את כל מושבי הדירקטוריון הפנויים בסיום הליך המינוי, ולכן מחייבים ביצוע התאמות בתקנון החברה (למשל, שימוש במנגנון הרוב היחסי בתרחיש של בחירות שנויות במחלוקת, כמקובל בחברות ציבוריות בארצות הברית).³⁷

בעייתיות זו הופיעה במסגרת הליך בחירה במחלוקת שהתנהל בחברת מלאנוקס ושסוקר בהרחבה בתקשורת הכלכלית.³⁸ באותה פרשה הגיעה קרן סטארבורד האקטיביסטית להחזקה של כ-10% ממניות החברה בתחילת 2018 והכריזה חד-צדדית על כוונתה להחליף את כל הדירקטורים המכהנים בחברה.³⁹ במקרים מסוג זה, ובהיעדר הוראה המאפשרת שימוש בכרטיס הצבעה מאוחד (universal proxy), נדרשים בעלי המניות לבחור באחד משני כרטיסי הצבעה – הכרטיס שבו מופיעים מועמדי החברה או זה שבו מופיעה רשימת הנציגים שהקן האקטיביסטית מבקשת למנות. הצורך לבחור בכרטיס הצבעה אחד והעובדה שתקנון

³⁵ שם, בעמ' 1126.

³⁶ שם, בעמ' 1127. ראו גם Kobi Kastiel & Yaron Nili, *The Corporate Governance Gap*, 131 YALE L.J. 1, 35 (2022) (להלן: *Governance Gap*).

³⁷ על פי הנחית הרשות לניירות ערך מפברואר 2017 (101ב), במקרה בו ישנם מספר מועמדים לכהונת דירקטור חיצוני, יכולה חברה לקבוע מנגנון בחירה לפיו במקרה שיאושר כדיון יותר ממועמד אחד, ימונה רק המועמד אשר קיבל את מירב הקולות מקרב המצביעים שאינם בעלי השליטה בחברה או בעלי עניין אישי באישור המינוי.
³⁸ ראו למשל שירי חביב-ולדהורן "סטארבורד דורשת להחליף את דירקטוריון מלאנוקס" אחרי שנים של ביצועים חלשים "גלובס" (18.1.2018) <https://tinyurl.com/k32aar7m>; יורם גביון "דירקטוריון מלאנוקס: סטארבורד מנסה להשתלט על החברה בלי לשלם פרמיה" *TheMarker* (12.3.2018) <https://tinyurl.com/exy545ej>.

³⁹ שם.

מלאנקוס אימץ את שיטת הבחירה ברוב קולות, עוררו את חששה של החברה שלא ייבחרו מספיק דירקטורים לדירקטוריון החברה, משום שגם במקרה שבו בעלי המניות יבחרו במיעוט מקרב הנציגים שמופיעים ברשימה של הקרן האקטיביסטית כדי לגוון את הרכב הדירקטוריון (מהלך מקובל בעימותים מהסוג הזה), בהיעדר אפשרות לשלב בין כרטיסי ההצבעה, הם יהיו מחויבים להצביע רק באמצעות כרטיס ההצבעה של הקרן האקטיביסטית. אז לא יוכלו המועמדים מטעם החברה לקבל את הרוב הנדרש לבחירתם על פי תקנון החברה, והקרן האקטיביסטית תוכל להשתלט על דירקטוריון החברה (באמצעות מילוי המושבים הפנויים), גם אם רק מיעוט מן המועמדים שהציעה זכו לתמיכת רוב בעלי המניות.

חשש זה דחף את מלאנקוס לכנס אספת בעלי מניות מיוחדת, שבה נתבקשו בעלי המניות לאשר שימוש בשיטת "הרוב היחסי" במקרה של בחירה שנויה במחלוקת לדירקטוריון החברה (contested election), וכך דירקטוריון מלאנקוס יורכב ממועמדים שקיבלו את מספר הקולות הגבוה ביותר (ללא רף מינימום של 50% מקרב בעלי המניות). השינוי הנוסף שנתבקש הוא להשתמש בכרטיס הצבעה אוניברסלי (במקום בשני כרטיסי הצבעה נפרדים) אשר יאפשר לבעלי המניות להצביע בעד כל שילוב של מועמדים מנציגי החברה ומנציגי הקרן האקטיביסטית שיראו לנכון.⁴⁰ בעלי המניות אישרו שתי הצעות של החברה לשינוי התקנון, אולם בסופו של דבר השימוש במנגנונים אלו לא נבחן בפועל כי הצדדים הגיעו לפשרה שלפיה הקרן האקטיביסטית תמנה שלושה נציגים מטעמה לדירקטוריון החברה.⁴¹

בישראל, בניגוד לארצות הברית, שיטת רוב הקולות למינוי דירקטורים היא שאומצה כברירת המחדל בחוק, ועל מנת לסטות ממנה נדרש שינוי בהוראות תקנון החברה.⁴² דומה כי מדובר בבחירה מוצדקת של המחוקק הישראלי, שכן הניסיון האמריקאי מלמד ששיטת הרוב היחסי היא בבחינת ברירת מחדל שנדרשים מאמצים כדי לסטות ממנה.⁴³ עם זאת נדמה שהדין הישראלי בהקשר של יישום השיטה והשלכותיה אינו מפותח דיו, ונכון יהיה – במעלה הדרך – לנהל דיון מעמיק יותר בהשלכותיה של השיטה, כמו גם באופני קליטתה אל תוך המשפט הישראלי, וכן לשאוב תובנות מתוך הניסיון שנצבר עד כה במשפט האמריקאי (למשל בהקשר של שימוש בשיטה במקרה של בחירות שנויות במחלוקת או בכל הנוגע להגברת השימוש בכרטיס הצבעה אוניברסלי).⁴⁴

⁴⁰ Mellanox to Hold Extraordinary General Meeting of Shareholders, NIVIDA (Mar. 7, 2018), <https://bwnews.pr/3I8bqL2>, Tiffany Fobes Campion et al., Latham & Watkins LLP, *Universal Proxies: What Companies Need to Know*, HARV. L.S. F. CORP. GOVERNANCE (Dec. 5, 2018), <https://bit.ly/3g9i48v>.

⁴¹ ראו דרור רייך "העימות הסתיים: מלאנקוס וסטארבורד הגיעו להסכם" **כלכליסט** – שוק ההון (20.6.2018) <https://tinyurl.com/wsf8p7xt>; דרור רייך "מלאנקוס ניצחה בקרב על הרכב הדירקטוריון – אך עדיין לא במלחמה" **כלכליסט** – שוק ההון (25.5.2018) <https://tinyurl.com/467r5fcr>.

⁴² ראו סעיף 85 לחוק החברות, הקובע כי החלטות באספה הכללית (ובכלל זה החלטות בנוגע למינוי דירקטורים) יתקבלו ברוב רגיל, אלא אם נקבע רוב אחר בחוק או בתקנון.

⁴³ נתונים מראים שמחוז ל-500 החברות הגדולות, האפשרות לסטות מברירת המחדל של שיטת הצבעה ברוב יחסי (plurality voting) יורדים במידה ניכרת. ראו Kastiel & Nili, *Governance Gap*, לעיל ה"ש 36, בעמ' 34–35.

⁴⁴ בעקבות שינוי חקיקה שאומץ לאחרונה בארצות הברית, החל משנת 2022 הצדדים לבחירות שנויות במחלוקת לדירקטוריון החברה יחויבו, בכפוף לתנאים מסוימים, לעשות שימוש בכרטיס הצבעה אוניברסלי

חרף פוטנציאל ההשפעה של בעלי מניות – באמצעות קולותיהם – על תוצאותיהן של הצבעות על מינוי דירקטורים מחקרים שנערכו בארצות הברית מלמדים כי מרבית הבחירות לדירקטוריון מסתיימות ברוב מוחץ לטובת הדירקטורים הנבחרים, הזוכים לתמיכה גורפת בקרב בעלי המניות.⁴⁵ במצב דברים זה נשאלת השאלה אם יש ערך כלשהו בהצבעה נגד מינוי דירקטור מסוים, אם בשיעור גדול מן המקרים אין בה כדי למנוע את אישורו במישור הפורמלי. בשאלה זו נפנה לדון כעת.

(ב) הצבעת נגד

חשיבותה העצמאית של הצבעה נגד מינוי דירקטורים נדונה בהרחבה בספרות התאורטית והאמפירית בארצות הברית. בשנת 1993 פרסם המלומד ג'וזף גרונדפס מאמר שזכה לתהודה רבה, שבו הוא קרא לבעלי מניות המתנגדים למינוי מועמדים לדירקטוריון להצביע נגד מינויים באספה הכללית גם אם אין בהצבעות הנגד כדי לסכל את מינויים של אותם הדירקטורים.⁴⁶ הצעה זו זכתה לכינוי המפורסם "Just Vote No".⁴⁷ בבסיסו של רעיון זה הייתה התפיסה שלפיה הפרסום השלילי הנלווה להצבעות הנגד בחברות ציבוריות – המחויבות לפרסם את מספר הקולות המתנגדים להצבעות – עשוי להרתיע את דירקטוריון החברה מלהתנהל שלא כראוי, ועל כן יש בכוחן של הצבעות אלה לשמש בידי בעלי המניות אמצעי מחאה זול ואפקטיבי נגד תפקוד לקוי של דירקטוריון החברה.⁴⁸ ואף לתמרץ את החברה לבצע שינויים בתחומים מסוימים שבעניינם הביעו בעלי המניות את אי-שביעות רצונם.⁴⁹

שיכלול את כל שמות המועמדים לדירקטוריון. ראו Cooley LLP, *SEC Adopts Mandatory Universal Proxy in Contested Elections*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOV. (Dec. 15, 2021).
⁴⁵ Jie Cai, Jacqueline L. Garner & Ralph A. Walking, *Electing Directors*, 64 J. FIN. 2389 (2009) (באותו מאמר הראו החוקרים כי ברוב המוחץ של הבחירות לדירקטוריונים של חברות בארצות הברית דירקטורים זוכים לתמיכה של יותר מ-90%, כלומר תמיכה שחוצה בבירור ובמידה רבה את רף ה-50% הדרוש לפי השיטה המחמירה יותר של "רוב קולות"). בדומה לזה, ראו N.Y.S.E., CORPORATE GOVERNANCE GUIDE 15 (2014), <https://bit.ly/3s1QH5S> (פרסום של הבורסה של ניו יורק המלמד כי רוב הדירקטורים נבחרים לכהונה מחדש בתמיכה של רוב מוחץ מהקולות. כך, בשנת 2013 זכו דירקטורים בחברות אמריקאיות בתמיכה בשיעור של 95%, בממוצע, עבור הארכת כהונתם).
⁴⁶ משום שבעבר, ברוב המוחץ של החברות הייתה נהוגה שיטה של רוב יחסי. כזכור, בשיטה זו, בבחירות ללא מחלוקת, די בקול אחד כדי להביא לבחירה של דירקטור.
⁴⁷ Joseph A. Grundfest, *Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates*, 45 STAN. L. REV. 857 (1993).
⁴⁸ שם, בעמ' 905 ("Just vote no" is therefore a purely symbolic device that allows shareholders to cast a vote of no confidence in management"). ראו גם Andrew R. Brownstein & Igor Kirman, *Can a Board Say No When Shareholders Say Yes? Responding to Majority Vote Resolutions*, 60 BUS. LAW. 23, 46–47, n. 131 (2004) (המסבירים כיצד לעיתים, אף איום בהצבעת נגד עשוי להספיק כדי לגרום לחברה לאמץ את השינוי המבוקש).
⁴⁹ Marcel Kahan & Edward Rock, *The Insignificance of Proxy Access*, 97 VA. L. REV. 1347, 1421–1425 (2011).

מידת יעילותן של הצבעות הנגד כאמצעי לפיקוח על הדירקטוריון נבחנה לאורך השנים בכמה וכמה מחקרים אמפיריים,⁵⁰ ונמצא כי התנגדות למינויו של דירקטור גוררת פרוסם שלילי ופגיעה במוניטין החברה והדירקטור השנוי במחלוקת, אף אם אין בהתנגדות כדי לסכל את המינוי.⁵¹ מחקר עדכני מספק ראיות אמפיריות לכך שדירקטור שנתקל בהתנגדות למינויו, גם אם מונה לבסוף, סובל מהשלכות שליליות בהמשך הדרך: הסיכוי שיסיים כהונה לפני תום הכהונה גבוה מהסיכוי של דירקטור שלא נתקל בהתנגדות בהצבעה על מינויו; הוא צפוי לאבד את מעמדו ואת חברותו בוועדות נחשבות של הדירקטוריון (ועדת הביקורת, התגמול והמינויים) בסבירות גבוהה מזו שדירקטור שלא נתקל בהתנגדות בעת מינויו צפוי לזה; חברותו בדירקטוריונים של חברות אחרות עלולה להיפגע.⁵² החוקרים Marcel Kahan ו-Edward B. Rock מסבירים במאמרם כי יעילותן של הצבעות הנגד מותנית בהיותן בעלות נפח מספרי ממשי ולא זניח, ומדגימים את טענתם בנתון שדירקטורים שכ-25% מבעלי המניות התנגדו למועמדותם, מוצאים עצמם בבעיה.⁵³

זאת ועוד, במחקר אחר נמצא כי קמפינים מסוג Just Vote No שניהלו משקיעים מוסדיים בחברות ציבוריות בארצות הברית עשויים להביא לשיפור בביצועי החברות שהיו יעד לאותם קמפינים אף במקרים החורגים ממינוי דירקטורים גרידא.⁵⁴ מחקר נוסף, של Cai, Walking ו-Garner, שהתפרסם בשנת 2009, מלמד כי הצבעת הנגד היא אמצעי בידי בעלי מניות להבעת דעתם, אף במסגרת בחירות ללא מועמד נגדי שבהן ברור שהיכולת שלהם לסכל מינויו של דירקטור מוגבלת במידה רבה.⁵⁵

בניסיון להתחקות על הנסיבות שבהן שימש האמצעי של הצבעת נגד, הספרות המחקרית מצביעה על מגוון פרמטרים מרכזיים העשויים לעודד הצבעת נגד מינוי מועמד לדירקטוריון:

⁵⁰ Yaron Nili & Kobi Kastiel, *Competing for Votes*, 10 HARV. BUS. L. REV. 287, 303–304 (2020), וההפניות שם.

⁵¹ שם, בעמ' 304. עוד ראו, Reena Aggrawal & Sandeep Dahiya & Nagpurnanand R. Prabhal, *The Power of Shareholder Votes: Evidence from Uncontested Director Elections*, J. FIN. ECON. 134, 135 (2018). במחקר זה, בדקו החוקרים כ-112 מקרים של קמפינים שניהלו משקיעים מוסדיים בחברות ציבוריות בארצות הברית בשנים 1990–2003. נמצא כי אותם קמפינים נשאו פרי בדמות שיפור בביצועים של החברות שהיו יעד לאותם קמפינים (שם).

⁵² שם.
⁵³ Kahan & Rock, לעיל ה"ש 49, בעמ' 1419–1420 (המסבירים כיצד באותו המקרה, ההתנגדות הנרחבת למינויים של הדירקטורים הובילה את בעלי המניות לבטל את המבנה של "דירקטוריון מדורג" ובמקומו להעמיד את הדירקטורים לבחירה מחודשת מדי שנה). נוסף על זה, היו גם מקרים שבהם חברות ראו בשיעור התנגדות של בין 15% ל-20% בעייתי וקיימו הצבעה נוספת בניסיון לצבור קולות רבים יותר בעד מינוי של דירקטור. ראו גם Choi, Fisch & Kahan, לעיל ה"ש 10, בעמ' 63 (המגדירים התנגדות רבה של בעלי מניות ככזו ששיעורה הוא 30% או יותר מכוח ההצבעה). לבסוף, ראו Diane Del Guercio, Laura Seery Cole & Tracie Woidtke, *Do Boards Pay Attention When Institutional Investor Activists "Just Vote No"?*, 90 J. FIN. ECON. 84, 89 (2008) (המגדירים התנגדות ששיעורה 20% או יותר כהתנגדות רבה).

⁵⁴ שם.
⁵⁵ Cai, Garner & Walking, לעיל ה"ש 45, בעמ' 2404. החוקרים בחנו מדגם שכלל 2,488 בחירות שנערכו בשנים 2003–2005, מתוכן 2,484 בחירות ללא מחלוקת. הם מצאו שדירקטורים שנבחרו בשנה החולפת בפחות מ-75% משיבות הדירקטוריון זכו לכ-14% פחות מהקולות שקיבלו חבריהם, ודירקטורים שנגד מינויים המליצה חברת הייעוץ המוסדיים המובילה בארצות הברית – ISS – זכו לכ-19% פחות מהקולות שקיבלו חבריהם (שם).

ראשית, לרמת הממשל התאגידי של החברה קשר הדוק לשיעור תמיכתם של בעלי המניות במועמדים לכהונה בדירקטוריון.⁵⁶ כפי שמראים מחקרים אמפיריים, דירוגים נמוכים במדדי ממשל תאגידי מתרגמים לרוב לשיעור תמיכה נמוך יותר במועמדים לדירקטוריון;⁵⁷ **שנית**, להרכב הדירקטוריון ולמידת עצמאותו יש השפעה ניכרת על אופן ההצבעה של בעלי המניות. נמצא למשל כי דירקטוריון הכולל מספר רב יותר של דירקטורים, ובייחוד דירקטורים בלתי תלויים, עשוי לזכות לתמיכה גדולה יותר מצד בעלי המניות במסגרת הצבעות להארכת כהונה ומינוי לדירקטוריון;⁵⁸ **שלישית**, ביצועי הדירקטור הנדון משפיעים גם הם על אופן הצבעתם של בעלי מניות בהליך המינוי לדירקטוריון. ניתן להצביע על שתי אינדיקציות עיקריות לביצועי דירקטורים המשפיעות על אופן ההצבעה: נוכחות בישיבות הדירקטוריון וכהונה בחברות נוספות בעת ובעונה אחת.⁵⁹ מחקרים אמפיריים מלמדים כי השתתפות מעטה יותר של הדירקטור בישיבות הדירקטוריון בחברה מיתרגמת לשיעור תמיכה נמוך יותר בקרב בעלי המניות. כמו כן נמצא כי ככל שהמועמדים "עסוקים יותר", קרי מכהנים כדירקטורים במספר רב יותר של חברות חיצוניות, כך קטן שיעור התמיכה בהם במסגרת הליך המינוי לדירקטוריון החברה;⁶⁰ **רביעית**, מחקרים מצביעים על קשר מובהק בין נטייתן של קרנות נאמנות אחרות בחברה לתמוך במינוי המועמד לבין הצבעתה של קרן הנאמנות הקונקרטי. בייחוד נמצא כי קרנות נאמנות נוטות לתמוך יותר בדירקטורים אשר זכו לשיעור תמיכה גבוה מצד קרנות הנאמנות האחרות המשקיעות בחברה (Peer Effect).⁶¹

בארצות הברית הצבעת הנגד היא כלי מקובל שהשימוש בו בידי משקיעים מוסדיים נמצא במגמת עלייה בשנים האחרונות. כלי זה אינו ממוקד בהבעת חוסר שביעות רצון ממועמדותו של דירקטור מסוים אלא משמש גם אמצעי מחאה שאינו מכוון כלפי ביצועיו של דירקטור

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

⁵⁶ Cai, Garner & Walking, לעיל ה"ש 45, בעמ' 2402–2408. שיעורי ההצבעה הנמוכים יותר נובעים מכך שבעלי מניות המשתתפים בהצבעה נמנעים מלתמוך במועמד החברה ותחת זאת משתמשים באמצעי של הצבעת נגד.

⁵⁷ שם.

⁵⁸ שם, בעמ' 2402–2407. ראו גם Thomas & Tricker, לעיל ה"ש 56, בעמ' 52. ממחקר זה עולה כי דירקטורים המשתתפים בפחות מ-75% מישיבות הדירקטוריון בחברה זוכים ל-14% קולות פחות בקרב בעלי המניות.

⁵⁹ שם.

⁶⁰ Gregor Matvos & Michael Ostrovsky, *Heterogeneity and Peer Effects in Mutual Fund Proxy Voting*, 98 J. FIN. ECON. 90, 97–100 (2010) (Mutual funds are more likely to vote "for" a director if they think other funds are more likely to vote "for" her as well. As the results show, if the average vote of other funds increases by 10%, a fund becomes 6.3% more likely to vote for a director) בשנת 2003 אימץ ה-SEC כלל חדש המחייב את קרנות הנאמנות בארצות הברית לדווח על אופן ההצבעה שלהן במינוי מועמדים לדירקטוריון. החוקרים בחנו במאמרם (שם) את דפוסי ההצבעה של כמה קרנות נאמנות בבחירות לדירקטוריון בשנים 2003–2005, לאחר אימוץ כללי ה-SEC, ומצאו קשר מובהק בין נטייתן של קרנות נאמנות אחרות לתמוך במינוי המועמד לבין הצבעתה של קרן הנאמנות הקונקרטי. ראו Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, Securities Act Release No. 33-8188 (Apr. 14, 2003), <https://bit.ly/3GetzWQ>.

ספציפי, ונועד לאלץ את הדירקטוריון להיות קשוב לעמדת בעלי המניות בדבר סוגיות שונות מתחום הממשל התאגידי (מדיניות קביעת שכר מנהלים; גיוון מגדרי בדירקטוריון וכיוצ"ב).⁶²

הכרה בכוחן ובחשיבותן של הצבעות נגד ניתן למצוא גם בישראל. כך, למשל, במסגרת "שולחן עגול" שיזמה רשות ניירות ערך הישראלית בשנת 2013 הוכרה חשיבותה של הצבעת הנגד כאקט הצהרתי גם בנסיבות שבהן אין בה כדי להכריע את גורל ההצבעה.⁶³ במישור המעשי דומה כי התופעה זוכה למקום צנוע יותר בשיח הממשל התאגידי בישראל לעומת זה שבארצות הברית.⁶⁴ במחקר זה ננסה לאמוד את היקפה של התופעה בישראל בהקשר הספציפי של מינוי דירקטורים בדיוק רב יותר ובהתבסס על נתונים עדכניים; לאפיין את המצבים שבהם מקובל להשתמש בכלי של הצבעות נגד בישראל ואת המטרות שלשמן הוא מופעל; לעמוד על טעמים אפשריים לשוני שבין ארצות הברית לישראל באופן ההתייחסות לכלי זה, כמו גם באופן השימוש בו ובהיקפו.

3. הצעה אקטיבית של מועמדים לדירקטוריון

שאלה מרכזית בהקשר של הליכי מינוי דירקטורים קשורה בזהותו של הגורם בחברה אשר מופקד על הצעת המועמדים להצבעה באספה הכללית. שאלה זו עשויה להיות חשובה במיוחד בשל העובדה שבמרביתם המוחלטת של המקרים מועמד המוצע לכהונה ייבחר בסופו של דבר על ידי האספה.⁶⁵ בחלק זה נעמוד בקצרה על הגישות השונות בעניין זכותם של בעלי מניות להציע באופן אקטיבי מועמדים לדירקטוריון, כמו גם על הכלים העיקריים העומדים לרשות בעלי המניות בבואם לעשות כן.

השאלה אם נכון לאפשר לבעלי מניות למנות דירקטורים נתונה בוויכוח ארוך שנים בספרות. לצד הקולות התומכים בהגברת מעורבותם של בעלי מניות מהציבור, ובכללם גופים מוסדיים, בהליכי קבלת ההחלטות בחברות שבהן הם משקיעים, נשמעות גם עמדות חשדניות יותר אשר מבקשות לצמצם מעורבות זו ואף להגבילה למצבים שבהם היא בבחינת "מוצא

⁶² Kobi Kastiel & Yaron Nili, *The Giant Shadow of Corporate Gadflies*, 94 S. CAL. L. REV. 569, 584–588, 606–607 (2021) (להלן: *Nili & Kastiel, the Giant Shadow*). ראו גם Michal Barzuza, Quinn Curtis & David H. Webber, *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, 93 S. CAL. L. REV. 1243, 1265, 1307 (2020) (להלן: *Barzuza, Curtis & Webber, Shareholder value(s)*).

⁶³ רשות ניירות ערך "שולחן עגול בנושא אקטיביזם מוסדי בשמירה על ממשל תאגידי והגנה על עניינם של המשקיעים" (7.5.2013). ראו את דברי שלומי ברכה, מנכ"ל פסגות גמל ופנסיה (שם): "הגם שיש משמעות הצהרתית לעמדת הגופים המוסדיים, אין הצדקה לחייב השתתפות רגולטורית מקום בו לגופים המוסדיים אין יכולת להשפיע. יחד עם זאת, יתכן בהחלט שיהיו נסיבות בהן הגופים המוסדיים יראו לנכון להצביע מיוזמתם כאקט הצהרתי" (ההדגשה הוספה). השוו לדברי אלי בבלי, יו"ר איגוד קרנות הנאמנות (שם): "אקטיביזם אמיתי בא לידי ביטוי כאשר קיימת חובת השתתפות גם באסיפות בהן אין לגופים המוסדיים יכולת להשפיע". ובהמשך דבריו של איתי מקמל, מנכ"ל עמדה: "חשוב שהמוסדיים יצביעו גם בשביר אחוזים, כדי לנצל את הכוח הקולקטיבי שיש למוסדיים. מסכים כי יש משמעות לנראות וראוי שהגופים המוסדיים יצביעו לפיכך גם בנושאים שונים המובאים לאישור בעלי המניות באסיפות גם במידה ואין בכוחם את היכולת להשפיע" (ההדגשה הוספה).

⁶⁴ ראו את הדיון בפרק ב להלן.

⁶⁵ ס' 59 לחוק החברות. למינויים בארצות הברית, ראו לעיל ה"ש 45. למינויים בישראל, ראו בפרק ב להלן.

אחרון.⁶⁶ גישה ספקנית זו מצאה ביטוי, בין היתר, במאמרו של Martin Lipton, הסבור כי הגברת מעורבותם הישירה של בעלי מניות מהציבור בקביעת הרכב הדירקטוריון כרוכה בעלויות רבות ואינה רצויה גם מכמה טעמים מהותיים:⁶⁷ ראשית, התנהלותם של משקיעים מסוימים, כדוגמת קרנות גידור הפועלות על בסיס יעדים קצרי טווח, מעוררת את החשש שמא אלה יבקשו לקדם אינטרסים צרים של לקוחותיהם על חשבון טובת כלל בעלי המניות;⁶⁸ שנית, העמדת כהונת הדירקטורים בסיכון מתמיד של התערבות חיצונית מצד בעלי מניות המעוניינים להחליפם עשויה לפגוע הן במרקם היחסים שבין הדירקטורים לבין ההנהלה והן בעצמאות שיקול דעתם של הדירקטורים המכהנים להוביל לשמרנות יתר מצד הדירקטורים ולהיתרגם לפגיעה בהשגת יעדים רצויים לחברה בטווח הרחוק.⁶⁹

חרף גישה ספקנית זו אנו עדים בשנים האחרונות להכרה הולכת וגוברת בחשיבות מעורבותם של בעלי מניות מהציבור בהליכי מינוי לדירקטוריון.⁷⁰ ניתן להצביע על כמה טעמים מרכזיים המצויים בבסיסה של מגמה זו: ראשית, מעורבות אקטיבית של בעלי מניות מהציבור בקביעת הרכב הדירקטוריון היא אמצעי חשוב והכרחי לפיקוח על הדירקטוריון, למיתון הטייתו לטובת בעל השליטה או ההנהלה ולהבטחת פעולתו לטובת קידום האינטרסים של כלל בעלי המניות. חשש זה מפני הטייתו המבנית של הדירקטוריון מתקיים הן בחברות עם מבנה בעלות ריכוזי, ושהכוח האפקטיבי שבהן למנות חברי דירקטוריון מסור לבעל השליטה,⁷¹ והן בחברות עם מבנה בעלות מבוזר והנהלה דומיננטית, המציעה על פי רוב את שמות המועמדים לדירקטוריון;⁷² שנית, מעורבות אקטיבית בקביעת הרכב הדירקטוריון מאפשרת לבעלי מניות מהציבור להגן על זכויותיהם, ובכך מגבירה את אמון המשקיעים בשוק ואת נכונותם לסכן את כספיהם. על כן הגברת מעורבותם של בעלי המניות עשויה לתמרץ כניסתם של משקיעים חדשים לשוק ולתרום לפיתוחו של שוק ההון

⁶⁶ ראו למשל Stephen Bainbridge, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53 UCLA L. REV. 601, 627 (2006) ("Importantly, however, like all accountability mechanisms, shareholder voting must be constrained in order to preserve the value of authority [...] Accordingly, shareholder voting is properly understood not as an integral aspect of the corporate decisionmaking structure, but rather as an accountability device of last resort to be used sparingly, at best").

⁶⁷ Martin Lipton & William Savitt, *The Many Myths of Lucian Bebchuk*, 93 VA. L. REV. 733–740 (2007).

⁶⁸ שם, בעמ' 747–744.

⁶⁹ שם, בעמ' 749–748.

⁷⁰ בהקשר זה, ראו למשל אנטרופי **מדיניות הצבעה בעת הפעלת proxy אספות כלליות לשנת 2019-2020** – 6 (מרץ 2019). מדיניות ההצבעה של חברת "אנטרופי" שמייצעת בין היתר לגופים מוסדיים כיצד להצביע באספות כלליות של חברות ציבוריות שבהן הם משקיעים. אנטרופי מעודדת משקיעים מוסדיים להציע מועמדים, ומצהירה כי תתמוך במועמדים שיציעו המוסדיים וכן תתמוך בהחלטות של דירקטורים חיצוניים שהציעו מוסדיים.

⁷¹ ראו Bebchuk & Hamdani, לעיל ה"ש 12, בעמ' 1286. ראו גם דיאנה בחור-ניר ויניב רחימי "הדח"צים שוכבים על הרצפה ואומרים 'כן'. פעם לנוח, פעם לתשובה, פעם לפישמן" **כלכליסט** (15.6.2018) <https://tinyurl.com/3shs2w2b>.

⁷² אסף חמדני וקובי קסטיאל "בעלות מבוזרת, שליטה ושיטות פועלה בין גופים מוסדיים במינוי דירקטורים" **המשפט** כו 265, 265, 274 (2021).

בכללותו.⁷³ חשיבותה של מעורבות בעלי מניות מהציבור בהליכי מינוי דירקטורים מתחדדת בהקשר של גופים מוסדיים, אשר נתפסים כ"שומרי הסף" של התאגיד.⁷⁴ מחקרים אמפיריים של לוסיאן בבצ'וק ושותפיו למשל מלמדים כי אקטיביזם של קרנות גידור עשוי להועיל לחברה ולהביא לשיפור בביצועיה ובערכה לאורך זמן.⁷⁵ כמו כן נמצא כי קיים מתאם חיובי בין שיעור ההחזקה של גופים מוסדיים במניותיה של חברה לבין נטייתה לבצע השקעות ארוכות טווח, כדוגמת קידום מחקר ופיתוח.⁷⁶ מכאן שגופים מוסדיים אינם מתמקדים בהכרח בהשאת רווחים מיידיים, והם מכוונים באופן רחב יותר לתוצאות כלכליות לאורך זמן. מבחינה מעשית, הצעת מועמדים לדירקטוריון על ידי בעלי מניות מהציבור ניתנת לביצוע בשתי דרכים עיקריות: הדרך האחת היא הגשת טופס הצבעה עצמאי, המנותק מטופס ההצבעה מטעם החברה והמכיל רשימת מועמדים נפרדת. אולם הגשת טופס הצבעה עצמאי כרוכה בעלויות ניכרות (עריכת הטופס, הפצתו לבעלי המניות וכו') אשר עלולות לפגוע בתמריציהם של בעלי מניות מהציבור לפעול, ובכך לצמצם את מידת מעורבותם בהליכי מינוי דירקטורים אל מתחת לרף הרצוי. נוסף על זה, כוחה הרב של ההנהלה והאמון שלו היא זוכה מצד בעלי המניות מציבים את בעל המניות האקטיביסט במקרים רבים בעמדת נחיתות מובנית;⁷⁷ הדרך השנייה היא גישה לטופס ההצבעה של החברה (proxy access), ובמסגרתה בעלי המניות האקטיביסטים מצרפים את שמותיהם של המועמדים מטעמם לטופס ההצבעה של החברה לצד המועמדים שהציגה. כך ההצבעה על כלל המועמדים מתבצעת במסגרת מאוחדת באמצעות טופס הצבעה יחיד. בישראל חוק החברות מעגן בחקיקה את הדרך השנייה ומאפשר לבעלי המניות של החברה גישה ישירה להליך הבחירה של הדירקטורים. כפי שנקבע בחוק, בעל מניות רשאי לפנות לחברה ולבקש ממנה לשלוח הודעת עמדה מטעמו ליתר בעלי המניות בחברה לקראת כינוסה של האספה הכללית ובקשר לנושאים שעל סדר יומה של האספה – לרבות מינויים ופיטורין של דירקטורים.⁷⁸ נוסף על זה, חוק החברות מאפשר לבעל מניות המחזיק 5%

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

⁷⁴ דו"ח ועדת גושן, לעיל ה"ש 25, בעמ' 38.

⁷⁵ ראו Lucian A. Bebchuk, *The Myth that Isolating Boards Serves Long-Term Value*, 113 COLUM. L. REV. 1637, 1686–1687 (2013). בבצ'וק מראה במחקרו בנושא קרנות גידור אקטיביסטיות כי לא הוכח שפעילות אקטיביסטית פוגעת בחברה בטווח הארוך, ואף להפך – ממצאים אמפיריים מוכיחים כי אקטיביזם מסוג זה מועיל לחברה ומביא לשיפור בביצועיה ובערכה לאורך זמן. ראו גם Lucian A. Bebchuk, Alon Brav & Wei Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, (Nat'l Bureau of Econ. Rsch., Working Paper No. w21227, 2015).

⁷⁶ Mark J. Roe, *Corporate Short-Termism – In the Boardroom and in the Courtroom*, 68

Gary S. Hansen & Charles WL Hill, *Are Institutional Investors Myopic? A Time-Series Study of Four Technology-Driven Industries*, 12 STRAT. MGMT. J. 1 (1991).

⁷⁷ Bernard S. Black, *Agents Watching*, 39 UCLA L. REV. 811 (1991).

⁷⁸ Scott Hirst, *Universal Proxies*, 35 YALE J. ON REG. 437 (2018).

⁷⁸ ס' 87(א), ס' 88(ב) לחוק החברות.

לפחות מזכויות ההצבעה בחברה לבקש זימון של אספה מיוחדת,⁷⁹ ולבעל מניות המחזיק 1% לפחות מזכויות ההצבעה לבקש להוסיף נושא לדיון באספה הכללית של החברה.⁸⁰ להסדר הקבוע בחוק החברות הישראלי מיטיב יחסית עם בעלי מניות מהציבור. לשם ההשוואה, חוק החברות הבריטי מאפשר לבעל מניות המחזיק יותר מ-5% מזכויות ההצבעה בחברה להציע מועמד לדירקטוריון.⁸¹ לעומת זאת בארצות הברית זכותם של בעלי המניות להשתתף באופן פעיל בהליכי מינוי דירקטורים אינה מהווה כלל ברירת מחדל. חלף זאת חברות רשאיות לקבוע בתקנון כי לבעלי מניותיהן תהיה הזכות לפנות ולהציע מועמדים לכהונה בדירקטוריון, כפוף לתנאים מסוימים.⁸² אחד הקשיים הבולטים בהסדר האמריקאי הוא המורכבות שנוצרת בעקבות קיומם של שלל מודלים חלופיים ליישום המנגנון, המעוררת חשש שההנהלה תנצל את כוחה כדי לאמץ מודל מורכב שיהיה קשה ליישום בפועל.⁸³ בהמשך לדברים האמורים, עולה מהספרות המחקרית כי גופים מוסדיים בארצות הברית ובבריטניה נמנעים מלמנות דירקטורים.⁸⁴ אחד ההסברים המרכזיים לתופעה זו נעוץ בבעיית האדישות הרציונלית המאפיינת בעלי מניות במבנה בעלות מבוזר ומגבילה את מעורבותם האקטיבית של בעלי המניות בהליך המינוי לדירקטוריון.⁸⁵ בארצות הברית מתווספים להסבר זה טעמים אשר נגזרים ממאפייניו הייחודיים של שוק ההון המקומי: ראשית, כללי הדיווח הפדרליים מחייבים בעלי מניות שמחזיקים ביותר מ-5% ממניות חברה ציבורית ומתכוונים להשפיע על השליטה בחברה (לרבות השפעה על הרכב הדירקטוריון) לעמוד במשטר גילוי קפדני, ועל כן הם בבחינת תמריץ שלילי למעורבות מוסדיים במינוי דירקטורים;⁸⁶ שנית, גופים מוסדיים חוששים מפני חבות בגין סחר במידע פנים בשל האפשרות לחשיפה למידע

⁷⁹ שם, בס' 63(ב)(2).

⁸⁰ שם, בס' 66(ב).

⁸¹ Companies Act, 2006, c.3, § 338, § 303 (Eng.).

⁸² DEL. CODE ANN, tit. 8, § 112–113 (LEXIS through 83 Del. Laws, c.242). Yucaipa Am. All. Fund II, Ltd. בית המשפט הצ'נסי (Chancery) של דלוואר לסעיפים הללו, ראו P'ship v. Riggio, 1 A.3d 310, 356 n.244 (Del. Ch. 2010) ("the stockholders of Delaware corporations have the authority to adopt potent bylaws shaping a more competitive election process. Sections 112 and 113 of the DGCL give stockholders the chance to shape their own company-specific approach to issues like proxy access and to require the corporation to reimburse even a losing proxy insurgent for expenses. See 8 Del. C. § 112, 113").

⁸³ Hirst, לעיל ה"ש 77. ראו גם Nili & Kastiel, *Competing for Votes*, לעיל ה"ש 50, בעמ' 293–294; Kobi Kastiel & Yaron Nili, *In Search of the Absent Shareholders: A New Solution to Retail Investors' Apathy*, 41 DEL. J. CORP. L. 55, 96 (2016).

⁸⁴ לסקירה מקיפה, ראו חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 72. בהקשר של היוזמה האמריקאית, ראו Kahan & Rock, לעיל ה"ש 49, בעמ' 1351–1352 (שסברו כי אף אם תתאפשר לבעלי מניות להציג מועמדים לדירקטוריון שאינם המועמדים שהציגה החברה, מעט מאוד בעלי מניות ינצלו את ההזדמנות, וגם אז ככל הנראה לא יצליחו לשבץ מועמדים מטעמם לכהונה בדירקטוריון). בהקשר של בריטניה, ראו Nachemson-Ekwall & Mayer, לעיל ה"ש 19, בעמ' 8–9.

⁸⁵ שם, בעמ' 8–10. מסיבה זו, חברות בבעלות מבוזרת מגלות נטייה להסתמך יותר על מנגנון מינוי פנימי בדמות ועדת מינויים להצעת מועמדים לכהונה בדירקטוריון.

⁸⁶ חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 72, בעמ' 286.

שאינו פומבי על החברה דרך דירקטורים שימונו על ידם;⁸⁷ **שלישית**, גופים מוסדיים מעוניינים להימנע מלהיתפס כשחקנים אקטיביסטים בעלי כוח רב בשוק ההון – דבר אשר עלול לעורר נגדם מתקפה פוליטית ורגולטורית.⁸⁸

שוק ההון בישראל מתאפיין בדינמיקה שונה, ועל כן מעורר סוגיות נפרדות. מחד, בישראל אין פעילות משמעותית של קרנות גידור.⁸⁹ מנגד, מקומם המרכזי של המשקיעים המוסדיים עשוי לספק תמיכה לבחירת המחוקק לאמץ הסדרים המיטיבים עם בעלי המניות מהציבור, ובכלל זה האפשרות למנות דירקטורים באמצעות גישה לטופס ההצבעה של החברה ומתן אפשרות נוחה להגשת הודעת עמדה.⁹⁰ מכל מקום, דומה כי בחינה אמפירית של האופן ושל ההיקף שבהם זכות בעלי המניות למנות דירקטורים ממומשת בפועל היא בעלת חשיבות מכרעת בהקשר של פיתוח ההסדר הקבוע בחוק החברות ושל עיצוב גבולותיו.

4. גופי הייעוץ

מעורבותם של משקיעים מוסדיים בהתנהלותן השוטפת של חברות ובהצבעה באספה הכללית כרוכה בעלויות ניכרות לגופים המוסדיים, אשר נובעות מהצורך בהתארגנות אדמיניסטרטיבית ובניתוח הסוגיות העומדות להצבעה. בשל האמור קיים חשש כי הרצון לחסוך בעלויות יוביל משקיעים מוסדיים לבחור ב"קיצורי דרך" שונים, כדוגמת הצבעה לפי מדיניות נוקשה שנקבעה מראש, ללא תלות במאפייניה הייחודיים של כל חברה ובלי להביא בחשבון את מערך הנסיבות הספציפי המתקיים בכל מקרה; "יישור קו" עם הצעות ההנהלה בהקשר של מינוי דירקטורים; מיקור חוץ (outsourcing) של תהליך ההתארגנות להצבעות, ואף של ההצבעות עצמן, לחברות ייעוץ למשקיעים מוסדיים (proxy advisory services).⁹¹

ואכן, השפעתם של גופי הייעוץ לא פסחה על שוק ההון הישראלי, ובמרוצת השנים הפכו גופים אלה לשחקנים בולטים בו, אשר ממלאים תפקיד מרכזי בתהליך מימוש זכויות ההצבעה בידי המשקיעים המוסדיים. מעורבותם של גופי הייעוץ בהליכי מינוי דירקטורים זכתה לתנופה ניכרת בשנת 2007 בעקבות המלצותיה של ועדת חמדני, שקבעה כי יש לעודד את המשקיעים המוסדיים להיעזר בגופי ייעוץ מקצועיים לצורך גיבוש המלצות הצבעה, בשל תרומתם לשיפור הליך קבלת ההחלטות בגופים המוסדיים וסיועם בהפחתת העלויות

⁸⁷ שם, בעמ' 286.

⁸⁸ שם, בעמ' 287.

⁸⁹ שם, בעמ' 270.

⁹⁰ למחקר המעיד על הכמות המצומצמת של הודעות עמדה שהוגשו בעבר, ראו דב סלומון "אדישות רציונלית של בעלי מניות: כיצד לעורר את ציבור המשקיעים מתרדמתו?" **עיוני משפט** לט 317, 358 (2016) (להלן: סלומון "אדישות רציונלית"); "אכן, היקף השימוש במנגנון הודעות העמדה בישראל מצומצם מאוד: בשנת 2012 שלחו בעלי מניות רק 14 הודעות עמדה מטעמם; בשנת 2013 ניצלו בעלי המניות את מנגנון הודעות העמדה 10 פעמים בלבד; ובשנת 2014 ירד היקף השימוש של בעלי המניות במנגנון זה לשפל של 7 הודעות עמדה". יובהר כי במספר זה נכללות לא רק הודעות בעניין מינוי או פיטורין של דירקטורים אלא גם הודעות העוסקות במכלול הנושאים שמאפשר חוק החברות לכלול בהודעות מסוג זה.

⁹¹ Choi, Fisch & Kahan, לעיל ה"ש 10, בעמ' 38.

הכרוכות בכך.⁹² ואולם, מגמה זו עשויה להשתנות בעתיד. בעת האחרונה עלתה לכותרות יוזמה של ראש רשות שוק ההון, שמטרתה העיקרית היא להגביר את שיקול הדעת שמפעילים גופים מוסדיים בהצבעות ולעודד ביצוע אנליזה עצמאית אגב הפחתת ההסתמכות על המלצותיהן של חברות הייעוץ החיצוניות.⁹³ יוזמה זו, אשר מבקשת לקרוא תיגר על המשך פעילותן של חברות הייעוץ בישראל, משתלבת בדיון העקרוני בדבר חשיבות מעורבותם של גופי הייעוץ ומקומם בנוף התאגידי.

מחד ניתן לטעון כי לגופי הייעוץ השפעה חיובית על שוק ההון, אשר חורגת מטובת הגופים המוסדיים השוכרים את שירותיהם. למשל, הסתמכות על גופים מקצועיים ובלתי תלויים בגיבוש אופן ההצבעה עשויה לסייע בהתמודדות עם החשש מפני ניגוד עניינים פוטנציאלי של הגופים המוסדיים בחברות שבהן הם משקיעים, ואף לשפר את איכות קבלת ההחלטות באספה הכללית. נוסף על זה, הסתייעות בגופי הייעוץ עשויה להוזיל במידה ניכרת את העלויות הכרוכות בתהליך קבלת ההחלטות ואיסוף המידע ובכך לסייע, במידה רבה, בהתגברות על בעיית הפעולה המשותפת של המשקיעים המוסדיים ועל תופעת האדישות הרציונלית המאפיינת את התנהלותם. מאידך המתנגדים לשימוש הגובר בשירות של גופי ייעוץ מצביעים על הסיכונים הפוטנציאליים הטמונים בפעילותם, ובכללם היעדר שקיפות וניגודי עניינים.⁹⁴ החשש מפני תופעות אלה מתעצם נוכח הריכוזיות הרבה המאפיינת את שוק הייעוץ בישראל.

לצד הדיון העקרוני בהצדקת מעורבותם של גופי הייעוץ בהליכי קבלת ההחלטות בגופים המוסדיים יש חשיבות רבה לשאלה מהי השפעתם המעשית על דפוסי ההצבעה של המשקיעים המוסדיים, ובייחוד בהקשר של מינוי דירקטורים. כמה מחקרים אמפיריים שנערכו בארצות הברית מצביעים על קשר חיובי בין המלצת הגוף המייעץ לבין שיעור התמיכה במועמד לדירקטוריון בהצבעה באספה הכללית. בדומה לזה נמצא כי המלצה שלילית של גוף הייעוץ בנוגע למועמד מנבאת שיעור תמיכה הנמוך ב-19% בקרב המשקיעים המוסדיים בחברה.⁹⁵ עם זאת, למיטב הבנתנו, אין בנמצא מחקרים כאלה בישראל אשר בוחנים את השפעת המלצות של גופי הייעוץ, ובייחוד של אנטרופי, על דפוסי ההצבעה של המוסדיים, ומכאן חשיבותו של המחקר האמפירי שנציג בפרק הבא.

⁹² דו"ח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 26. לתיאור של התפתחות שוק הייעוץ בישראל, לאחר ועדת חמדני, ראו דניס ורשבסקי וגיתית גור גרשגורין **הצבעות באסיפות כלליות של חברות – דפוסי ההצבעות של הגופים המוסדיים אל מול המלצות ייעוץ הפרוקסי** 18–22 (נייר עבודה, רשות ניירות ערך 2011) <https://bit.ly/3reqb9U> (להלן: רשות ניירות ערך "הצבעות באסיפות כלליות").

⁹³ ראו אסא ששון "משה ברקת למוסדיים: אין צורך באנטרופי" **TheMarker** – שוק ההון (21.5.2019) <https://tinyurl.com/59fkf8t5>; עידו באום "ברקת מחסל את אנטרופי בלי הצדקה" **TheMarker** – שוק ההון (28.5.2019) <https://tinyurl.com/4w45584j>. ראו גם רחלי בינדמן "ברקת התיש את אנטרופי: יוצאת מתחום הייעוץ לאסיפות כלליות" **כלכליסט** – שוק ההון (24.12.2019) <https://tinyurl.com/bfh5zjd5> (להלן: בינדמן "ברקת התיש את אנטרופי").

⁹⁴ לפירוט נוסף, ראו להלן ה"ש 166.

⁹⁵ Cai, Garner & Walking, לעיל ה"ש 45, בעמ' 2404. ראו גם Stephen Choi, Jilly Fisch & Marcel Kahan, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, 59 EMORY L. J. 869, 903 (2010).

5. ועדות מינויים

דרך מרכזית להצעת מועמדים לדירקטוריון היא הקמת ועדת מינויים, שתהיה אחראית לאיתור מועמדים ראויים לכהונה בדירקטוריון ולהערכתם. הוועדה אמורה להמליץ לדירקטוריון החברה אילו מועמדים לשבץ בזימון לאספה הכללית שבה יידונו המינויים לדירקטוריון. המלצה זו מתבססת על מגוון רחב של שיקולים מתוך ניסיון להבטיח דירקטוריון מגוון שיהלום את אופייה ואת צרכיה של החברה. הוועדה יכולה לקבל הצעות למועמדים ממקורות שונים, ובהם חברי דירקטוריון, מנהלים בחברה, בעלי מניות, ובמידת הצורך אף חברות איתור מקצועיות. נוסף על זה, הוועדה אמורה לבחון את תפקודם של הדירקטורים המכהנים: איכות התפקוד שלהם, שיעור הישיבות שבהן נכחו ועסקאות שבוצעו (אם בוצעו) בין החברה לבין הדירקטורים. בהתחשב בתפקידיה המתוארים לעיל, ועדת המינויים ממלאת תפקיד מכריע בעיצוב דמותו של הדירקטוריון. בתוך כך מצופה מהוועדה לקדם את הגיוון הדרוש בדירקטוריון מבחינת השתייכותם המגדרית, השכלתם ומיומנותיהם של הדירקטורים, וכן מבחינת תפיסות העולם שלהם.⁹⁶ מדובר בוועדה מרכזית מוועדות הדירקטוריון, ויש אף מי שרואה בה את החשובה שבהן.⁹⁷

(א) ועדות מינויים בראי המשפט המשווה

(1) ועדת חובה וועדת רשות

בארצות הברית, לפי כללי הבורסה של ניו יורק, חברות ללא בעל שליטה מחויבות להקים ועדת מינויים (nomination committee) שמורכבת אך ורק מדירקטורים בלתי תלויים.⁹⁸ בדומה לזה, כללי בורסה נאסד"ק קובעים כי מועמדים לדירקטוריון ייבחרו או יומלצו לדירקטוריון בידי רוב של דירקטורים בלתי תלויים או ועדת מינויים שמורכבת אך ורק מדירקטורים בלתי תלויים.⁹⁹

הוראות המורות על הקמת ועדת מינויים קיימות גם במדינות מתקדמות נוספות. למשל, באנגליה קיים קוד ממשל תאגידי המורה על הקמת ועדת מינויים שרוב חבריה הם דירקטורים בלתי תלויים.¹⁰⁰ הקוד חל על חברות שרשומות למסחר בבורסה של לונדון והכפופות לכללי הרישום שמפרסמת רשות ניירות ערך הבריטית (Financial Services)

⁹⁶ EY & ICSA, THE NOMINATION COMMITTEE – COMING OUT OF THE SHADOW 16–18 (May 2016), <https://go.ey.com/3Gl8ycN>. בהקשר זה ראו גם: אסף אקשטיין, "הדירקטוריון – פרופיל: תיאוריה, ראיות ומדיניות", משפטים נ 527, 543 - 551 (2020) (מתאר את החשיבות שבגיוון הדירקטוריון).

⁹⁷ שם, בעמ' 4 ("In recent years the nomination committee has been portrayed as the poor relation of the main board committees. While its role may be less clearly defined than that of the audit committee, and its profile lower than that of the remuneration committee, it is arguably the most important of the three").

⁹⁸ N.Y.S.E. Corporate Governance Rule 303A.04 (2003), <https://tinyurl.com/yfnp4rzw>. לסקירה של הגדרת אי-תלות בבורסה בניו יורק, ראו אסף אקשטיין ודוד האן "שליטה: פסיחה על שתי הסעיפים או שיווי משקל?" מחקרי משפט לד (צפוי להתפרסם ב-2022).

⁹⁹ NASDAQ Marketplace Rules, § 4350(C)(4)(A) (2006), <https://tinyurl.com/hy55bzza>.
¹⁰⁰ FIN. REPORTING COUNCIL (FRC), THE UK CORPORATE GOVERNANCE CODE 8 (2018), <https://bit.ly/3rf8FIX> (להלן: הקוד הבריטי).

(Authority).¹⁰¹ ואולם, בשונה ממערכת ההוראות המחייבות בארצות הברית, הקוד האנגלי מיושם בדרך של "אמץ או הסבר" (comply or explain), כלומר החברות חייבות לפעול לפי הקוד או להסביר מדוע אינן עושות כן.¹⁰² בדומה לאנגליה, מדינות רבות נוטות להמליץ על הקמת ועדת מינויים על בסיס מודל זה של "אמץ או הסבר". דוח של ה-OECD שהתפרסם בשנת 2019 ובחן 49 מדינות (50 מדינות עם ישראל) מצא שב-11 מתוך 49 המדינות (22% מהמדגם) קיימת חובה לכונן ועדת מינויים מכוח חוק או אסדרה; ב-30 מדינות (61% מהמדגם) יש קוד ממשל תאגידי שממליץ להקים ועדת מינויים על בסיס "אמץ או הסבר", כאשר בדרך כלל הקוד ממליץ על ועדות שמורכבות רק, או בעיקר, מדירקטורים בלתי תלויים; ב-8 מדינות אין חובה או המלצה בנוגע להקמת ועדת מינויים.¹⁰³ בהקשר זה ראוי לציין כי גם במדינות שבהן הקמת ועדת מינויים היא בגדר המלצה בלבד, חברות נוטות לפעול בהתאם לה במידת מה.¹⁰⁴

(2) המודל האנגלו-אמריקאי והמודל הנורדי

במנותק מהשאלה אם הקמת הוועדה היא עניין שברשות אם לאו, הספרות מבחינה בין שני מודלים מרכזיים של ועדות מינויים: המודל האנגלו-אמריקאי והמודל הנורדי.¹⁰⁵ לפי המודל האנגלו-אמריקאי – המזוהה עם ארצות הברית ועם בריטניה, שהחברות בהן מתאפיינות במבנה בעלות מבוזר – ועדת המינויים היא תת-ועדה של הדירקטוריון.¹⁰⁶ לעומת זאת המודל הנורדי, שמזוהה בעיקר עם שוודיה – שבה החברות מאופיינות במבנה בעלות ריכוזי – מבטא את התפיסה הרווחת בשוודיה ובמדינות נורדיות נוספות, אשר מעניקה עדיפות לבעלי המניות של החברה בקביעת הרכב הדירקטוריון. בשוודיה, כמו גם בנורווגיה, ועדת המינויים מתמנה על ידי האספה הכללית של החברה.¹⁰⁷ למען שלמות התמונה יצוין כי לא כל המדינות הנורדיות פועלות לפי המודל הנורדי הקלאסי, למשל: בפינלנד הליך המינוי משתנה לפי מבנה הבעלות בחברה. כך, חברות עם גרעין שליטה בוחרות על פי רוב במודל של נורווגיה ושל שוודיה, ובמסגרת הליך האיתור ועדת המינויים מתייעצת עם בעלי המניות העיקריים

¹⁰¹ חברות הרשומות למסחר בבורסת המשנה של אנגליה, ה-AIM (Alternative Investment Market), אינן כפופות להוראות של הקוד. למען הדיוק, גם לא כל החברות הרשומות למסחר בבורסה של לונדון כפופות להוראות הקוד אלא רק אלה שרשומות ברשימה הראשית (premium listing) ולא כמה שנחשב לרשימה המשנית והיום קרוי ה-Standard Listing.

¹⁰² הקוד הבריטי, לעיל ה"ש 100, בחלק המבוא. ראו גם Arad Reisberg, *Corporate Law in the UK After Recent Reforms: The Good, the Bad, and the Ugly*, 63 CURRENT LEGAL PROBS. 315 (2010).

¹⁰³ OECD (2019), *CORPORATE GOVERNANCE FACTBOOK 2019*, at 121, 147, <https://bit.ly/3IlzwwO>.
¹⁰⁴ OECD (2012), *BOARD MEMBER NOMINATION AND ELECTION*, at 29–30, <https://bit.ly/3KVz1RZ>.

¹⁰⁵ שם. נתוני ה-OECD מראים הטמעה של ועדות מינויים (במדינות בהן הקמתן הינה בגדר המלצה בלבד) ברמה של מעל 50% ב-5 מהמדינות הנבדקות, זאת לעומת 6 מדינות בהן הטמעת הוועדות עומדת מתחת ל-50%. ראו גם Nachemson-Ekwall & Mayer, לעיל ה"ש 19, בעמ' 4 (המאמר מתייחס בהקשר הזה לבריטניה ולשוודיה).

¹⁰⁶ ראו למשל שם; PER LEKVALL, *THE NORDIC CORPORATE GOVERNANCE MODEL* (2014).
¹⁰⁷ George W. Dent Jr., *Corporate Governance: The Swedish Solution*, 64 FLA. L. REV. 1633, 1635 (2012).

¹⁰⁷ Lekval, לעיל ה"ש 105, בעמ' 71–72.

של החברה. לעומת זאת חברות בבעלות מבוזרת יותר מיישמות בדרך כלל את המודל האנגלו-אמריקאי.¹⁰⁸ בדנמרק רוב החברות הרשומות למסחר מאמצות את המודל האנגלו-אמריקאי ומקימות ועדת מינויים שמורכבת מהדירקטורים המכהנים, כאשר רוב חברי ועדת המינויים הם בלתי תלויים, ובראש הוועדה מכהן יו"ר הדירקטוריון.¹⁰⁹

(3) הביקורת על ועדות המינויים

לפי המודל האמריקאי, הליך המינוי לדירקטוריון של חברות בבעלות מבוזרת מבוסס בעיקר על ועדות המינויים המורכבות מדירקטורים בלתי תלויים בהנחה שאלה יבטיחו את עצמאותו של ההליך ואת האובייקטיביות שלו. חרף זאת מספר הולך וגדל של מחקרים שנערכו בארצות הברית מבקשים לאתגר הנחה זו ולהטיל ספק באפקטיביות של ועדות המינויים ובתרומתן. כפי שעולה מהספרות, בארצות הברית, חרף הניסיון להבטיח את אי-התלות של ועדת המינויים, להנהלת החברה יש יכולת השפעה מכרעת, אף אם לא ישירה, על פעולתה והחלטותיה. בארצות הברית המנכ"ל נהנה מהיכולת לקיים קשר עם הוועדה, להציע שמות של מועמדים ואף להתנגד למינויים של מועמדים מסוימים.¹¹⁰ נוסף על זה, עקרונית, ועדת המינויים מורכבת ברובה מדירקטורים בלתי תלויים, אולם הגדרת "אי-תלות" בארצות הברית אינה "מכסה" קשרים חברתיים בין המנכ"ל לבין הדירקטורים המכהנים בוועדת המינויים, וקשרים אלה עלולים להשפיע על ועדת המינויים לטובת המנכ"ל.¹¹¹ אין חובה שהשפעה זו תיעשה דווקא באמצעות לחץ מצד המנכ"ל על ועדת המינויים, והיא יכולה לנבוע גם מהרצון של ועדת המינויים לרצות את המנכ"ל ולבחור בדירקטור שאינו צפוי להתנגד למדיניות ההנהלה, אף ללא התערבות ישירה של המנכ"ל בהליך המינוי.¹¹² השפעה זו באה לידי ביטוי במינוי דירקטורים התומכים במדיניותה של ההנהלה, דבר אשר מפחית במידה ניכרת את הסיכון להתערבות הדירקטוריון בהתנהלותה.¹¹³

הדברים האמורים קיבלו חיזוק גם במישור האמפירי. מחקר איכותני שהתפרסם בשנת 2014 ובחן את מידת ההשפעה של המנכ"ל על ועדות מינויים בחברות ציבוריות באמצעות כעשרים ראיונות עם חברי ועדות מינויים מציג אינדיקציות לקיומה של השפעה של המנכ"ל

¹⁰⁸ שם, בעמ' 53, 72–73.

¹⁰⁹ שם, בעמ' 71–72.

¹¹⁰ ראו למשל J. Robert Brown Jr., *The Demythification of the Board of Directors*, 52 AM. BUS. L. J., 131, 141–143 (2015) Lisa M. Fairfax, *The Uneasy Case for the Inside Director*, 96 IOWA L. REV. 127, 158–159 (2010) ("notwithstanding the creation of independent nominating committees, evidence reveals that CEOs continue to influence the director-nomination process through informal consultations and recommendations of directorial candidates. Hence, boards continue to appoint people with social and professional connections to the CEO and other managers").

¹¹¹ Erica Beecher-Monas, *Marrying Diversity and Independence in the Boardroom: Just How Far Have You Come, Baby?*, 86 OR. L. REV. 373, 383 (2007).

¹¹² Bebchuk & Fried, *Pay Without Performance*, לעיל ה"ש 20, בעמ' 12. המחברים מסבירים כיצד ועדת המינויים תשאף לצמצם את החיכוך בין הדירקטורים המתמנים לבין המנכ"ל בהקשר של אישור התגמול של המנכ"ל.

¹¹³ Brown, לעיל ה"ש 110, בעמ' 152.

על הליך המינוי לדיקטוריון.¹¹⁴ בין היתר המחקר הראה שההיתכנות להשפעה של המנכ"ל על הליך מינוי הדירקטורים עשויה לגבור בחברות גדולות שבהן המנכ"ל הוא דומיננטי, בעל נוכחות וכזה שנהנה מקשרים ענפים.¹¹⁵ למען הזהירות, המחקר האמפירי המתואר ציין במפורש כי מחקר אמפירי נוסף דרוש כדי לעמוד במדויק יותר על השפעתם של מנכ"לים בחברות ציבוריות בארצות הברית על ההליך שאותו מובילות ועדות מינויים.¹¹⁶ מחקר נוסף שבחן עצמאות דירקטורים ב-100 החברות הציבוריות הגדולות בארצות הברית בין השנים 1996 ו-2005 (שנים שבהן הפך השימוש בוועדת מינויים לפרקטיקה נפוצה) מצא שכ-30% מן הדירקטורים שמוגדרים "עצמאיים" לפי כללי הבורסות שם, הם בעלי קשרים חברתיים למנכ"ל החברה.¹¹⁷

זאת ועוד, הביקורת על ועדות המינויים אינה מתמצה רק בהשפעה האפשרית של המנכ"ל על הליך הבחירה, אלא גורסת גם שמדובר בוועדות שאינן פרו-אקטיביות, כלומר הן מגיבות לאירועים של עזיבות של דירקטורים אך אינן יוזמות בחינה עיתית של הצורך במינויים חדשים או בשינוי הרכב הדירקטוריון.¹¹⁸ כראיה נסיבתית לפסיביות היחסית של ועדת המינויים יש שמצביעים על העובדה שוועדת המינויים מתכנסת הרבה פחות מוועדות חשובות אחרות של החברה, כדוגמת ועדת התגמול.¹¹⁹

(ב) המצב החוקי בישראל

בישראל אין חובה למנות ועדת מינוי לדיקטורים אלא אם מדובר בתאגידים בנקאיים או תאגידים פיננסיים אחרים. ייתכן שההסבר לכך נעוץ במבנה הבעלות הריכוזי שאפיין את המשק הישראלי, שבו לוועדת המינויים חשיבות מועטה בקביעת זהות המועמדים לדיקטוריון בשל הדומיננטיות של בעל השליטה בהליך המינוי.

¹¹⁴ Richard Clune et al., *The Nominating Committee Process: A Qualitative Examination of Board Independence and Formalization*, 31 CONTEMP. ACCT. RSCH. 748, 762 (2014).

¹¹⁵ שם, בעמ' 768 ("Finally, high CEO influence appears to be associated with larger companies/NCs [nomination committees] [...] Similarly, the high CEO influence group is almost all NYSE companies (8 of 9 companies) [...] These findings may run counter to expectations of greater monitoring and board independence in larger NYSE companies. However, large-company CEOs often are quite powerful, connected, and high-profile individuals, and as such may be able to influence board processes more than CEOs of smaller companies are able to do. We caution that additional research is needed on these issues").

¹¹⁶ שם.

¹¹⁷ Byoung-Hyoun Hwang & Seoyoung Kim, *It Pays to Have Friends*, 93 J. FIN. ECON. 138 (2019).

¹¹⁸ EY & ICSA, לעיל ה"ש 96, בעמ' 8 ("nomination committee traditionally being more reactive than other committees – perhaps meeting only when a director is leaving the board for the purpose of identifying a replacement").

¹¹⁹ SPENCER STUART, 2018 UNITED STATES – SPENCER STUART BOARD INDEX 9 (2018), <https://bit.ly/3udLhHu> (המלמד כי בשנת 2018 (הדוח מתייחס לחודשים מאי 2017–מאי 2018) התכנסו ועדות הביקורת של החברות הכלולות ב-S&P 500 בממוצע 8.4 פעמים, ועדות המינויים התכנסו בממוצע 4.6 פעמים. יחס דומה תועד גם בשנים 2008, 2013 ו-2017).

באשר למצבים שבהם חלה חובה להקים ועדת מינויים, חוק הבנקאות (רישוי), קובע שבתאגיד בנקאי ללא גרעין שליטה הוועדה למינוי דירקטורים היא שתציע לאספה הכללית מועמדים לכהונה בדירקטוריון.¹²⁰ הוועדה תתמנה בידי נגיד בנק ישראל ותהיה מורכבת מחמישה חברים: שופט בדימוס שיכהן כיו"ר הוועדה, שני חברים שהם אנשי משק וכלכלה או אנשי סגל אקדמי בכיר במוסדות להשכלה גבוהה בתחומים הרלוונטיים ושני דירקטורים המכהנים כדירקטורים חיצוניים בבנק שהוועדה דנה בעניינו. בדומה לתאגידים בנקאיים, גם תאגידים פיננסיים אחרים כמו למשל חברות ביטוח, חייבים בכינונה של ועדת מינוי או איתור. בחודש אוגוסט 2018 פרסמה רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר חוזר שקובע הוראות רבות ומגוונות בנוגע להרכבו ולתפקודו של דירקטוריון גוף מוסדי.¹²¹ החוזר קובע כי בגוף מוסדי שנשלט בידי בעל שליטה תוקם ועדת איתור שרוב חבריה, לרבות יושב הראש שלה, יהיו דירקטורים בלתי תלויים. החוזר קובע כי ועדת האיתור תגדיר תנאי כשירות לכהונה בדירקטוריון, תבחן את כישוריהם של המועמדים לכהונה ואת התאמתם לתפקיד ותציע לאספה הכללית מועמדים לכהונה כדירקטורים בלתי תלויים.¹²²

על המנגנון הזה, שכולל ועדה והמתייחס למינוי דירקטורים בבנקים, נמתחה לא אחת ביקורת.¹²³ נטען למשל כי הוועדה סובלת מהיעדר שקיפות,¹²⁴ כי המועמדים שהיא בחרה משתייכים ל"מילייה" מסוים בלבד כאשר הליך המינוי למעשה "מכור" מראש,¹²⁵ וכי לא ברור אם היא מייצגת את בעלי המניות או את הציבור בכללותו, ולכן גם לא ברור אם המועמדים שהיא ממנה אכן יפעלו לטובת בעלי המניות.¹²⁶ ביקורת זו יכולה להיות רלוונטית גם לוועדות האיתור הנדרשות בתאגידים פיננסיים אחרים ובהם חברות ביטוח. מנגנון זה אפוא ודאי אינו יכול להיות מודל לשאר החברות הציבוריות בישראל.¹²⁷

מגמת ביזור השליטה על חברות ציבוריות בשוק הישראלי וחשיבותו של תפקיד הפיקוח של הדירקטוריון בחברות שבהן אין בעלי שליטה מעוררות אפוא כמה וכמה שאלות מורכבות בכל הנוגע להליך איתור והצעת המועמדים לכהונת דירקטורים הן על ידי הנהלת החברה והן על ידי המשקיעים המוסדיים, ובכלל זה: אם יש צורך להסדיר את ההליך באמצעות הקמת ועדת מינויים, כמקובל במדינות מפותחות נוספות, ואם כן, אם יש לעשות זאת באמצעות חקיקה מנדטורית או כהוראות ממשל תאגידי מומלצות (במודל של "אמץ או גלה"), אם יש לאפשר לנציגי בעלי המניות להשתתף בוועדה (בדומה למודל הנורדי), אם יש להקים ועדות

¹²⁰ ס' 11(ד) לחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981.

¹²¹ חוזר גופים מוסדיים 2018-9-31 "דירקטוריון גוף מוסדי" (26.8.2018).

¹²² שם, בס' 16, 51-52.

¹²³ ראו למשל יהושע (שוקי) שי "ממשל תאגידי בבנקים בישראל: בעיית הנציג בבנקים ללא גרעין שליטה" **משפטים נב** (צפוי להתפרסם ב-2022).

¹²⁴ מיכאל רוכוורגר "די לחשאיות: יש לפרק את הוועדה למינוי דירקטורים בבנקים" **The-Marker** (18.10.2020). <https://tinyurl.com/jw42jhp5>.

¹²⁵ עירית אבישר "המועדון הסגור: כל השגיאות בדרך לבחירת דירקטורים בבנקים" **גלובס** (5.7.2018). <https://tinyurl.com/yf8ub3th>.

¹²⁶ שי, לעיל ה"ש 123, בעמ' 27.

¹²⁷ מובן מאליי שאם תהיה דרישה שוועדת מינוי או איתור של חברות ציבוריות תוקם בידי המאסדר (רגולטור) הרלוונטי או באישורו, בדומה לאופן שבו נעשה הדבר במגזר הבנקאי או במגזר הביטוח, הדבר יוביל להשתתפות אדירות על המדינה.

מינויים גם בחברות עם בעלי שליטה, מה יהיה הרכבן של ועדות המינויים ואילו סמכויות יש להעניק להן, ואם יש לאפשר להן לפסול מועמדים המוצעים על ידי בעלי המניות. אנו נשוב לבחון שאלות אלו בפרק ג של המאמר, ובמסגרת זו אף נדון בתזכיר הצעה לתיקון חוק החברות שפרסם משרד המשפטים לאחרונה אשר נועדה, בין היתר, להסדיר את מעמד ועדות המינויים בדין הישראלי.¹²⁸

6. סיכום הסקירה

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

ב. מינוי דירקטורים – ראיות אמפיריות

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

1. רקע

מחקרנו אינו נעשה בחלל ריק. בכתיבה האקדמית בישראל קיימים כמה מחקרים אשר התמקדו בניתוח דפוסי הצבעה של בעלי מניות בכלל ושל גופים מוסדיים בפרט. עם זאת למחקר זה כמה היבטים ייחודיים: ראשית, הכתיבה הקיימת עוסקת בניתוח כללי של הצבעות

¹²⁸ תזכיר חוק החברות.

בעלי מניות בנושאים מגוונים, ואין בה מיקוד בלעדי בסוגיית מינוי דירקטורים על כל האספקטים הייחודיים שסוגיה זו מעוררת, ובכלל זה הנסיבות שבהן המוסדיים מתנגדים למינוי מועמדים, הצעת מועמדים על ידיהם והשפעת גופי הייעוץ; שנית, פרק הזמן הרב שחלף מאז עריכת המחקר הבולט האחרון בתחום, שבמהלכו חלו שינויים מהותיים במאפייני השליטה בחברות ציבוריות בשוק הישראלי (בדגש על העמקת מגמת המעבר לבעלות מבוזרת), ועלייה בכוחם של הגופים המוסדיים מצדיקים, לשיטתנו, בחינה מחודשת של השאלות העומדות במוקד המאמר, אגב התבססות על נתונים עדכניים.

אופן ההצבעה של בעלי מניות בקשר למינוי דירקטורים נבחן בעבר אמפירית בשני מחקרים בולטים: הראשון הוא מחקרם של אסף חמדני וישי יפה שהתפרסם בשנת 2013 ובחן את הצבעותיהם של גופים מוסדיים באספות כלליות של חברות ציבוריות שנערכו בשנת 2006 בקשר למנעד רחב של נושאים.¹²⁹ הממצאים שעלו במחקרם מלמדים, בין השאר, שלזכות הגוף המוסדי יש חשיבות לאופן ההצבעה בנושאים שונים. הם מראים למשל כי מוסדיים שהם חברות ציבוריות (או מוחזקים אצל חברות ציבוריות או קבוצות עסקיות שמטבע הדברים מנהלות קשרים עסקיים עם חברות ציבוריות אחרות) נוטים להצביע בעד יוזמות של הנהלות החברות שבהן הם מושקעים, לעומת מוסדיים שאותם מכנים החוקרים "Pure play" institutions (להלן: "מוסדיים נקיים"), שפועלים ללא אינטרסים עסקיים זולת ניהול הקרן עבור לקוחותיהם, ולכן הם חופשיים יחסית להתנגד ליוזמות של הנהלות החברות שבהן הם מושקעים. בהקשר של מאמר זה מראים חמדני ויפה כיצד בהצבעות על מינוי דירקטורים חיצוניים מוסדיים נקיים מצביעים "בעד" ב-41.9% מהמקרים לעומת מוסדיים אחרים שמצביעים "בעד" ב-86.4% מהמקרים, וכיצד בהצבעות על מינוי דירקטורים רגילים ורואי חשבון מבקרים (הנתונים מתייחסים לשני הנושאים יחד) מוסדיים נקיים מצביעים "בעד" ב-70.4% מהמקרים ומוסדיים אחרים מצביעים "בעד" ב-92.5% אחוז מהמקרים.¹³⁰

המחקר השני, שהתפרסם בשנת 2011, נעשה בהובלת רשות ניירות ערך והוא בחן את הצבעותיהם של גופים מוסדיים בשנים 2007–2009. המחקר ערך השוואה בין הצבעות של מוסדיים משתמשים בשירותים של חברות ייעוץ למוסדיים (להלן: "מוסדיים משתמשים") להצבעות של מוסדיים שאינם משתמשים בשירותים הללו.¹³¹ המחקר של רשות ניירות ערך מראה כי בהצבעות על מינוי דירקטורים רגילים מוסדיים משתמשים הצביעו "בעד" בשיעור של 81.5%, ומוסדיים לא משתמשים (רק קרנות נאמנות) הצביעו "בעד" בשיעור של 87.3%.¹³² לפי המחקר, בהצבעות על מינוי של דירקטורים חיצוניים הצביעו מוסדיים

¹²⁹ Assaf Hamdani & Yishay Yafeh, *Institutional Investors as Minority Shareholders*, 17 REV. FIN. 691, 702 (2013). החוקרים בחנו, בין היתר, דפוסי הצבעה בעסקאות עם בעלי שליטה (ובכלל זה עסקאות לאישור תגמול של בעל שליטה); תנאי כהונה והעסקה של בעלי שליטה ושל נושאי משרה (מנהלים או דירקטורים); איחוד או הפרדה של תפקידי מנכ"ל ויו"ר דירקטוריון; שינויים בתקנון החברה; אישור תגמול של נושאי משרה (מנהלים או דירקטורים); מינוי של דירקטורים חיצוניים; מינוי של דירקטורים ורואי חשבון. החוקרים מראים, בין היתר, שמוסדיים מעורבים בהצבעות במקרים שבהם החוק או האסדרה מחייבים אותם לעשות כן (שם, בעמ' 705).

¹³⁰ שם, בעמ' 706, 711–712.

¹³¹ רשות ניירות ערך "הצבעות באסיפות כלליות", לעיל ה"ש 92.

¹³² שם, בעמ' 27.

משתמשים "בעד" בשיעור של 53.7%, ומוסדיים לא משתמשים הצביעו "בעד" בשיעור של 70.4%.¹³³

נוסף על זה, המחקר שביצעה הרשות בחן את הסטייה של ההצבעות בפועל של המוסדיים המשתמשים ושל הלא משתמשים מהמלצות בעד ונגד שנתנו חברות הייעוץ לגופים המוסדיים בקשר למגוון רחב של נושאים שעלו להצבעה. בהקשר העומד במרכזו של מאמר זה המחקר שביצעה הרשות ערך הבחנה בין המלצות חברות הייעוץ נגד מינוי דירקטור לבין המלצות בעד מינוי דירקטור. המחקר הראה כי שיעור הסטייה מהמלצה של חברת הייעוץ נגד מינוי דירקטור היה 75.2% כאשר מדובר במנהלי קרנות שאינם משתמשים, ו-3.4% כאשר מדובר במנהלי קרנות משתמשים; בהקשר של מינוי דירקטורים חיצוניים היה שיעור הסטייה 40% כאשר מדובר במנהלי קרנות שאינם משתמשים ו-1.7% כאשר מדובר במנהלי קרנות משתמשים.¹³⁴ לעומת זאת שיעור הסטייה מהמלצה של חברת הייעוץ בעד מינוי דירקטור היה 8.6% כאשר מדובר במנהלי קרנות שאינם משתמשים ו-1.3% כאשר מדובר במנהלי קרנות משתמשים; בהקשר של מינוי דירקטורים חיצוניים היה שיעור הסטייה 21.8% כאשר מדובר במנהלי קרנות שאינם משתמשים ו-3.2% כאשר מדובר במנהלי קרנות משתמשים.¹³⁵

2. מתודולוגיה

כדי להעמיק את ההיכרות עם הליך מינוי הדירקטורים בישראל המאמר מנתח את הליכי מינוי הדירקטורים בכל החברות הכלולות במדד ת"א 125 שאינן דואליות, בשנים 2015–2018.¹³⁶ מאגר הנתונים שעליו מבוסס המאמר כולל נתונים של 364 אספות שבמסגרתן הובאה להצבעה מועמדותם של 2,001 דירקטורים לכהונה ראשונה בדירקטוריון או להארכת כהונה. גוף הנתונים שעליו מתבסס הניתוח הורכב מארבעה נדבכים מרכזיים.

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

שנית, כדי לאפיין את המצבים שבהם בעלי מניות מצביעים נגד מינויו של מועמד ולהתחקות על הטעמים לכך, נעשה ניסיון לאתר את נימוקיהם של הגופים המוסדיים להצבעות נגד מינוי של דירקטורים חדשים או הארכת כהונה של דירקטורים מכהנים. תחילה

¹³³ שם.

¹³⁴ שם, בעמ' 38.

¹³⁵ שם.

¹³⁶ מדובר בתאריכים 1.1.2015–31.12.2018. הרכב החברות במדד ת"א 125 תועד בחודש ינואר 2019.

נעשה ניסיון לאתר את הנימוקים שפרסמו קרנות הנאמנות, שכזכור, מחויבות לדווח על האופן שבו הצביעו באספות למינוי או לפיטורין של דירקטורים.¹³⁷ חובת הדיווח מתייחסת לאופן שבו הצביעו חברות ביטוח וקרנות פנסייה וגמל (בעד או נגד), והיא אינה כוללת דרישה לפרסום הטעמים שהיו בבסיס ההצבעה. אולם בחלק מהדיווחים מופיעה בכל זאת הנמקה לאופן ההצבעה. במקרים מעטים אלה, הנתונים נאספו.

בהיעדר מידע ממשי על נימוקיהם של הגופים המוסדיים בדבר רובן המוחץ של ההצבעות נגד מינוי דירקטורים, בוצעה בחינה מעמיקה של המינויים שנדחו. בחינה זו – אשר הקיפה עשרות מקרים – התבססה על מידע פומבי שנאסף ידנית והתמקדה ברקע להצעות המינוי ולאספות שבמסגרתן הן הועלו, כמו גם בזהותם של המועמדים המוצעים ובדינמיקה שבין מוקדי הכוח השונים בחברה. בד בבד נאסף מידע בדבר מדיניות ההצבעה העקרונית של הגופים המוסדיים באספות הכלליות, כפי שהופיעה באתרי הבית של הגופים השונים.¹³⁸ מהנתונים שנאספו עולה כי חלק לא מבוטל מהמוסדיים מפנים למדיניות ההצבעה שעיצבה אחת משתי חברות הייעוץ הישראליות: אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ או עמדה מחקר כלכלי.¹³⁹

שלישית, ובשל השפעתן המסתמנת של חברות הייעוץ על אופן הצבעת הגופים המוסדיים, נאספו נתונים על המלצות שנתנה חברת הייעוץ אנטרופי, חברת הייעוץ הגדולה בישראל, בהקשר של הארכת מינוי דירקטורים. במסגרת זו תועדו, על סמך נתונים שהתקבלו מאנטרופי על השנים 2016–2018, הכמות הכוללת של מינויי המשך שהובאו לאישור אספה כללית, המלצתה של אנטרופי בנוגע לכל אחד מהמינויים וכן תוצאות ההצבעה בפועל. לבסוף נאסף מידע על מקרים שבהם גופים מוסדיים הציעו מועמדים לדירקטוריון, על סמך נתונים שהתקבלו מאנטרופי וממקורות נוספים על השנים 2016–2017. מטרתו של נדבך זה היא לספק זווית נוספת לבחינת מידת מעורבותם של בעלי מניות בהליכי מינוי דירקטורים, שעניינה בנכונותם של בעלי המניות להשתתף בתהליך המקדמי של עיצוב רשימת המועמדים, בשונה ממידת מוכנותם לפעול במסגרת גבולותיה של רשימת מועמדים קיימת. כאן המקום להעיר כי עבור מרבית מינויי הדירקטורים שנבחנו המידע שנמצא בנוגע לתוצאות ההצבעה התאפיין ברמת פירוט מצומצמת ביותר וכלל רק את תוצאות ההצבעה הסופיות. הטעם לכך הוא שחובת הדיווח הקבועה כיום בחקיקה המשנית מוגבלת ומחייבת לפרסם את תוצאותיהן של הצבעות במפורט רק במקרים שבהם מדובר במינוי דירקטור חיצוני, או שנושא ההצבעה מחייב את בחינת קיומו של עניין אישי של בעל המניות המצביע.¹⁴⁰ פערי מידע נוספים נוגעים להיעדר דיווח אחיד בנוגע למינוי דירקטורים בידי בעל מניות, דבר אשר מקשה על איסוף הנתונים בנוגע להיבט זה ומוביל לכך שממסמכי הדיווח לא ברור מהו שיעור המוסדיים המסתייעים בשירותיה של אנטרופי מכלל בעלי המניות של החברות שנבחנו. מגבלות מחקריות אלו מחייבות זהירות מסוימת בנוגע להסקת

¹³⁷ ראו לעיל ה"ש 27.

¹³⁸ חוזר גופים מוסדיים 2009-9-11, לעיל ה"ש 28.

¹³⁹ למשל, עם הגופים המוסדיים הבלטים הנעזרים באנטרופי או מפנים למדיניות ההצבעה של גוף ייעוץ זה ניתן למנות את מגדל, מנורה והפניקס.

¹⁴⁰ תק' 36 (ב) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 (להלן: תקנות הדיווח).

מסקנות נחרצות מן הנתונים, אך כפי שנראה בתת-הפרק הבא, אין בפערי מידע אלו כדי לערער את הממצאים העיקריים העולים ממחקרנו.

3. ממצאים

(א) הצבעות נגד

השאלה הראשונה שבחנו היא אם בעלי המניות מפעילים את כוחם לשם סיכול מינויים של דירקטורים, או לכל הפחות נוקטים אמצעי של הצבעת מחאה לשם הבעתן וקידומן של עמדותיהם כלפי מינויים בתוך החברה. כפי שתארנו לעיל, מדובר באמצעי מתון ממעורבות אקטיבית במינוי דירקטורים. שימוש בכלי זה בידי משקיעים מוסדיים בארצות הברית נמצא במגמת עלייה בשנים האחרונות, ומספר רב של מחקרים מעידים שהוא בעל פוטנציאל השפעה לא מבוטל על מגוון רחב של היבטים הקשורים בפעילותן של חברות ציבוריות ואף על מהלך הקריירה של דירקטורים.¹⁴¹

בחינה כללית של הנתונים שנאספו מגלה כי בעלי מניות מהציבור משתמשים מעט מאוד בכלי של הצבעות נגד כהצבעות מחאה. עדות ראשונה לכך ניתן למצוא בעובדה שמינויי דירקטורים מאושרים במרביתם המוחלטת של המקרים (97.35% מכלל האספות / הצבעות שנבחנו).¹⁴² ממצאים אלה מתקיימים בעקבות בכל אחת מהשנים שנבחנו. למשל, בשנת 2015 אושרו 98.47% מהמינויים; בשנת 2016 אושרו 97.29% מהמינויים; בשנת 2017 אושרו 97.64% מהמינויים; בשנת 2018 אושרו 96.11% מהמינויים.

טבלה 1. תוצאות הצבעה לפי שנה

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

מסקנה זו עולה מהנתונים במובהק אף יותר לאחר נטרול המידע הנוגע למוסדות בנקאיים. הטעם להבחנה זו קשור בהליך המיוחד הנדרש לשם מינוי חברי דירקטוריון בגופים אלה על פי הוראות פקודת הבנקאות.¹⁴³ ההליך מתבצע לפי הוועדה למינוי דירקטורים שממנה נגיד בנק ישראל, אשר מציעה מועמדים כמספר המשרות הפנויות בדירקטוריון, בתוספת מועמד אחד לכל סוג, מצב אשר מחייב בפועל את דחיית מועמדותו של מועמד אחד לפחות בסוף ההליך.¹⁴⁴

¹⁴¹ Nili & Kastiel, *Competing for Votes*, לעיל ה"ש 50, בעמ' 303–304. כן ראו Nili & Kastiel, *the Giant Shadow*, לעיל ה"ש 62; Barzuza, Curtis & Webber, *Shareholder value(s)*, לעיל ה"ש 62.

¹⁴² יצוין כי לא נמצא קשר בין השתייכותו המגדרית של המועמד לבין ההסתברות לאישור מינויו (ללא תלות בשאלת סוג הכהונה, שנת ההצבעה, זהות החברה או השתייכותה הסקטוריאלית).

¹⁴³ ס' 11 ד(א)2 לפקודת הבנקאות, 1941.

¹⁴⁴ יוער כי קיים דמיון מסוים בין מנגנון זה לבין המנגנון הרגולטורי שאליו כפופים הגופים המוסדיים (חברות ביטוח, חברות המנהלות קופות גמל וחברות המנהלות קרנות פנסייה). לפי סעיף 52(ג) לחוק גופים מוסדיים

אשר לתת-המדגם שאינו כולל את המוסדות הבנקאיים, שיעור המינויים שאושרו הוא 98.13%. לעומת זאת בתת-המדגם הכולל רק את המוסדות הבנקאיים, שיעור המינויים שאושרו הוא 98.57%¹⁴⁵.

טבלה 2. תוצאות הצבעה לפי גוף

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

הבחנה מהותית אחרת בין ההצבעות במדגם היא בין חברות המוחזקות על ידי גרעין שליטה לבין חברות בבעלות מבוזרת. ניתוח הנתונים בחתך זה מלמד כי אף שבנוגע לשני סוגי החברות מרבית המינויים מאושרים, קיים ביניהם הבדל ניכר לעניין תוצאות ההצבעה: בחברות עם גרעין שליטה שיעור אישור המינויים הוא 98.90%, ואילו בחברות בבעלות מבוזרת שיעור אישור המינויים הוא 80.92%¹⁴⁶. ניתן אפוא לראות שחברות בבעלות מבוזרת מתאפיינות ברמת אקטיביזם גבוהה יותר מצד בעלי המניות, ובשיעור נמוך יותר של אישור מינויי דירקטורים. נתון זה מקבל משנה חשיבות בשל מגמת ביזור השליטה במשק הישראלי.

טבלה 3. תוצאות הצבעה לפי סוג בעלות

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

תיתכן טענה שלפיה שיעורי התמיכה הגבוהים במינויים בחברות עם בעלי שליטה נובעים מקיומו של כוח הצבעה המקנה להם שליטה על המינויים בפועל, אולם הפער בנתון זה לעומת חברות בבעלות מבוזרת נובע מהיעדרו של כוח הצבעה כזה. ואולם, אנו סבורים כי אין בכוחה של טענה זו להסביר את הנתונים במלואם. גם בחברות בעלות גרעין שליטה כוח ההצבעה הנתון לבעל השליטה בנוגע למינוי דירקטורים אינו מוחלט, והוא נסוג מפני כוחם של בעלי מניות כאשר מדובר במינוי דירקטורים חיצוניים. נסיגה זו חלה חלקית כאשר מדובר במינוי דירקטור חיצוני לכהונה ראשונה – תרחיש שבו אישור המינוי מחייב רוב מכלל המצביעים באספה נוסף על רוב מהמיעוט ויוצר בפועל מעין זכות "וטו הדדי" על אישור

31-9-2018, לעיל ה"ש 121, את ההליך למינוי דירקטורים בלתי תלויים בגופים אלה מובילה ועדת איתור שמורכבת מחברי הדירקטוריון (רוב חבריה הם דירקטורים בלתי תלויים). הוועדה מאתרת מועמדים לכהונה, מעריכה את התאמתם לתפקיד ומציעה לפחות שני מועמדים לכל מינוי לאספה הכללית. עם זאת מאחר שהוראה זו קיבלה תוקף רק ברבעון האחרון של שנת 2018 והיא חלה רק על חברות בבעלות מבוזרת, סברנו שהשפעתה על הנתונים הנוגעים לגופים אלה (המתייחסים כאמור למינויים שהוצעו בשנים 2015–2018) אינה מצדיקה את הכללתם באותה קטגוריה עם הגופים הבנקאיים.

¹⁴⁵ לשם שלמות התמונה יצוין כי נמצאו 134 הצבעות על מינוי דירקטורים בגופים בנקאיים, ששיעורם היה כ-7% מכלל ההצבעות במדגם הנבחן.

¹⁴⁶ יוער כי במדגם הנבחן נמצאו 173 הצבעות על מינוי דירקטורים בחברות בבעלות מבוזרת, ששיעורן כ-9% מכלל ההצבעות הכלולות במדגם.

המינוי¹⁴⁷ – ובמלואה כאשר מדובר בהארכת כהונה – תרחיש שבו נדרש רוב מהמיעוט שיאפשר לבעלי המניות מהציבור להכריע בדבר הארכת מינויו של דירקטור גם בניגוד לעמדתו של בעל השליטה.¹⁴⁸ במקרים אלה, ובשים לב שחלק לא מבוטל מההצבעות בחברות עם בעלי שליטה (24.23%) נגעו למינוי דח"צים, היה אפשר לצפות כי בעלי מניות יפעלו למימוש כוחם באופן שיתיר עקבות מוחשיים יותר בנתונים ויוביל לאישור מינויים בשיעור נמוך יותר.

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

טבלה 4. תוצאות ההצבעה בחלוקה לצירים

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

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

¹⁴⁷ ס' 239 לחוק החברות. ראו גם חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 72, בעמ' 274.

¹⁴⁸ ס' 254(א)(1) לחוק החברות.

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

תוצאות אלו מעלות שתי שאלות: הראשונה שבהן היא מהי הסיבה לכך שמינויי המשך מאושרים בשיעור כה גבוה. לשאלה זו ניתן להציע כמה תשובות אפשריות: ראשית, דירקטור אשר מועמד להארכת כהונה עבר בהכרח את מסגרת הליך המינוי הראשוני בשלב מוקדם יותר, וכישרונו כבר עמדו למבחן; שנית, ניתן לטעון שדירקטור מכהן שמבין שסיכוייו להיבחר לכהונה נוספת נמוך יסיר את המועמדות שלו מסדר היום כדי להימנע מהמבוכה ומהפגיעה הפוטנציאלית במוניטין הכרוכים בהצבעה שלילית. אולם כפי שנראה להלן, האפשרות האחרונה מוטלת בספק. בחנית הנתונים הנוגעים להמלצותיה של חברת אנטרופי בדבר הצבעות להארכת כהונה מלמדת שבמקרים רבים חברת הייעוץ ממליצה שלא לאשר את הארכת כהונתו של דירקטור מכהן, ובכל זאת במרבית המקרים בעלי מניות מאשרים את המינוי בניגוד להמלצה השלילית;¹⁴⁹ שלישית, ייתכן כי לבעלי המניות בישראל ערוצים נוספים להביע את מחאתם על התנהלות ההנהלה. למשל, במקום להצביע נגד מינוי דירקטורים (שהוא אמצעי מקובל בארצות הברית) בעלי המניות יכולים להביע את מחאתם באמצעות איום לסרב לאשר את חבילת השכר של ההנהלה.¹⁵⁰ מאחר שחוק החברות מחייב כי הרכבו ושיעורו של התגמול של בעלי שליטה ונושאי משרה יאושר מראש (ולא בדעיכה) בידי בעלי המניות, ולפי החשיבות שאלה מייחסים לסוגיית השכר, ייתכן שהדבר מעניק להם אמצעי מיקוח תחליפי להצבעת מחאה על מינוי דירקטורים.¹⁵¹

השאלה השנייה המתעוררת בעקבות תוצאות מחקרנו היא מדוע אין אינדיקציה ברורה יותר לאקטיביזם של בעלי מניות בחברות עם בעל שליטה סביב מינוי דירקטורים, או לכל הפחות סביב מינויי דירקטורים חיצוניים. גם לשאלה זו ניתן להציע כמה תשובות אפשריות: ראשית, ייתכן שהיעדר מעורבותם של בעלי המניות נובע מחשש מתגובת נגד של בעל השליטה, אשר עשויה לבוא לידי ביטוי בהיעדר שיתוף פעולה או סנקציות רכות מסוגים שונים. ייתכן אף שבעלי המניות מנהלים מגעים עם בעל השליטה "מאחורי הקלעים" ומגיעים להסכמות שמייתרות את הצורך בהצבעה נגד מינוי של דירקטור – הצבעה שנחשבת למהלך משמעותי מאוד, ויש שיאמרו מרחיק לכת. למשל, אפשר שבעלי המניות יגיעו עם בעל השליטה להסכמה בקשר לכך שדירקטור מסוים לא יוכל עוד לכהן כיו"ר ועדה חשובה, אך ימשיך לכהן כדירקטור רגיל בדירקטוריון החברה. בדומה לזה, אפשר שההסכמה תהא שדירקטור שמסווג כבלתי תלוי יסווג מעתה כדירקטור רגיל, ועוד; שנית, ניתן לטעון כי בעלי

¹⁴⁹ ראו בתת-פרק 3.ג. להלן.

¹⁵⁰ ס' 267, 272 ו-275 לחוק החברות.

¹⁵¹ אנו מודים לאסף חמדני על הסבר זה.

מניות ייטו להתערב במינויים רק בלית ברירה, במצבי קיצון המתאפיינים בחשיפה ציבורית ותקשורתית גבוהה;¹⁵² לבסוף, ניתן לטעון כי בחברות בעלות גרעין שליטה כוח ההצבעה העדיף הנתון בידי בעל השליטה גורם שמידת יכולתם של בעלי מניות להשפיע על מנגנון קבלת ההחלטות בחברה – גם אם המאמצים לקידום מועמד לדיקטוריון יישאו פרי – מצומצמת ממילא, דבר אשר הופך את הפעילות עתירת התשומות ללא משתלמת במונחי עלות-תועלת מנקודת מבטם של בעלי המניות.¹⁵³

מניתוח הנתונים שנאספו עולה כי על פי רוב, המתנגדים הבולטים למינויים מתוך הגופים המוסדיים הגדולים הפועלים בשוק הישראלי לדיקטוריון הם חברות זרות (כדוגמת State Street Bank, אשר התנגדו לכ-1% מכלל ההצבעות שנבחנו) או גופים שבדרך כלל לא היו חלק מקבוצה פירמידאלית, כדוגמת אלטשולר שחם, אשר התנגדו לכ-1.5% מכלל ההצבעות שנבחנו. גופים מוסדיים גדולים נוספים שהתנגדו למספר גדול של מינויים הם מגדל ביטוח ומנורה מבטחים (שהתנגדו, כל אחת, לכ-0.8% מכלל ההצבעות שנבחנו), וכן פסגות בית השקעות ורשף חברה לניהול קופות גמל (שהתנגדו, כל אחת, לכ-0.6% מכלל ההצבעות שנבחנו).¹⁵⁴

הסבר אפשרי לשיעור ההתנגדות הגבוה יחסית של חלק מן הגופים המוסדיים המופיעים בטבלה הוא האצלת החלטות ההצבעה למומחים חיצוניים, החסינים יותר ללחצים של הנהלות של חברות. למשל, מפרסומים בכלי התקשורת עולה כי בית ההשקעות אלטשולר שחם משתמש בשירותיו של יועץ חיצוני המכריע בסוגיות ממשי תאגידי עבורו, ואילו גלעד אלטשולר, מנכ"ל משותף בבית ההשקעות ומבעלי השליטה, מדיר את עצמו מהעיסוק בנושאים אלה.¹⁵⁵ מגדל ומנורה נסמכות אף הן על שירות ייעוץ חיצוני של אנטרופי, כפי שעולה ממדיניות ההצבעה שלהן. הסתמכות על מומחה חיצוני עשויה להפחית את אי-הנעימות שחווים מנהלי גוף מוסדי בבואם להצביע נגד מועמד של החברה, שכן במקרים אלו הם יכולים להציג להנהלת החברה את ההחלטה להתנגד למועמד מסוים ככזו שאינה בשליטתם.

¹⁵² למשל, בחודש מאי 2019, עם הגעתו של מאבק כוח סוער בין דירקטוריון חברת איילון לבעל השליטה בה (בין היתר סביב שינוי באיש הדירקטוריון) לסף רתיחה, התערבה חברת הלמן אלדובי בהליך להדחת היושב ראש ודירקטורית מכהנת בכך ששלחה מכתב חריף להנהלת החברה, ובו הביעה, בין היתר, את חששה כי הלחצים המופעלים על הדירקטוריון מצד בעל השליטה, כמו גם המהלך להחלפת הדירקטורים, עלולים להוביל לפגיעה בחברה. ראו למשל רחלי בינדמן "המוסדיים באיילון התעוררו: הלמן אלדובי דורש הבהרות מהדירקטוריון" כלכליסט (2.5.2019) <https://tinyurl.com/7ffaraa8>.

¹⁵³ Kobi Kastiel, *Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies*, 2016 COLUM. BUS. L. REV. 60.

¹⁵⁴ ממצאים אלו אף עולים בקנה אחד עם מחקרם של חמדני ויפה שתואר לעיל, ראו Hamdani & Yafeh, לעיל ה"ש 129.

¹⁵⁵ "למרות ההתנגדויות: אושר מינויים של האחים צרפתי כמנכ"לים משותפים בחברה שבשליטתם" כלכליסט – שוק ההון (17.10.2017) <https://tinyurl.com/8xndx73b>.

טבלה 5. מתנגדים בולטים

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

כמתואר לעיל, כדי לאפיין את המצבים שבהם בעלי מניות מצביעים נגד מינוי דירקטורים ולהתחקות על הטעמים לכך, בוצע איסוף ידני רחב היקף של מידע פומבי בנוגע להצעות למינויים שנדחו או בנוגע לאספות שבמסגרתן הן הועלו. מאמץ מחקרי זה העלה כי מינויו של מועמד מוצע לדירקטוריון עשוי, ככלל, להידחות באחד משני תרחישים עיקריים: **התרחיש הראשון**, שאותו נכנה "תחרות יופי", מתאר מצבים שבהם החברה נדרשת להציע מספר מועמדים הגדול ממספר המושבים הפנויים בדירקטוריון כחלק מהליך המינוי. כאמור לעיל, תרחיש מעין זה מחייב את בעלי המניות לתעדף מועמדים, ועל כן כרוך מעצם הגדרתו בדחיית ההצעה למינוי מועמד אחד לפחות. בחינת הנתונים שנאספו מלמדת כי זהו התרחיש הנפוץ ביותר, והוא מסביר דחייתם של 42 מינויים, שהם יותר מ-80% מהמינויים שנדחו בשנים 2015–2018. **התרחיש השני** עניינו ב"מאבקי כוחות" בין בעלי מניות לבעל השליטה, להנהלה או לדירקטוריון הקיים, ובו בעל מניות אקטיביסט מציע מועמד מטעמו, ולעיתים אף מצליח להביא למינויו. תרחיש זה מסביר את דחייתם של 9 מינויים, שהם כ-18% מהמינויים שנדחו בשנים 2015–2018.

מכל מקום, לא עלה בידנו לאתר בנתונים אינדיקציה לקיום התופעה של "הצבעת מחאה" במהלך התקופה הנבחרת, בשונה למשל מארצות הברית, שם מדובר בכלי מקובל שבו נעשה שימוש נגד חברי דירקטוריון מסוימים (כגון ועדת תגמול במקרה של שכר מנהלים גבוה, ועדת מינויים במקרה של אי-מינוי נשים לדירקטוריון וכיו"ב).¹⁵⁶ עם זאת כאן המקום לציין כי עבור מרבית המינויים שנבחנו בחברות עם בעל שליטה, המידע שנמצא בנוגע לתוצאות ההצבעה התאפיין ברמת פירוט מצומצמת ביותר, והוא אינו כולל נתונים בדבר שיעורי הצבעות הנגד בנוגע למינוי דירקטורים שאינם חיצוניים, ושמיונם הלכה למעשה מוכרע בידי בעל השליטה.¹⁵⁷ דיווחים חלקיים אלו מקשים את ראיית התמונה הכוללת בכל הנוגע להצבעות בעלי מניות על מינוי דירקטורים, ולכן בפרק הבא של המאמר, הדין בהמלצות המדיניות, אנו קוראים למחוקק להגביר את השקיפות סביב תוצאות ההצבעה של בעלי מניות בכמה דרכים שונות. על פני הדברים, פערי מידע אלו אינם מאפשרים לשלול את האפשרות שבעלי המניות מתנגדים לעיתים למינוי דירקטורים שאינם חיצוניים אף שהדירקטורים ממונים לבסוף. לשיטתנו, ספק רב שכך הדבר.

¹⁵⁶ ראו בתת-פרק א.2 (ב) לעיל.

¹⁵⁷ באשר לסיבות לרמת הפירוט המצומצמת, ראו לעיל ה"ש 140 והטקסט הסמוך אליה.

ראשית, סביר להניח שאקטיביזם של בעלי מניות מיעוט בחברות עם בעלי שליטה יבוא לידי ביטוי לא רק בהצבעת מחאה אלא גם בחסימת מינויים בפועל של דירקטורים חיצוניים, מקום שבו יש להם זכות וטו. אולם הנתונים שאספנו מצביעים על שיעור נמוך מאוד של סיכול מינויים גם במקרים שבהם קיימת לבעלי המניות מהציבור זכות וטו. לא סביר שדווקא בנתונים הזמינים לנו במלואם בנוגע להצבעות על מינוי דירקטורים חיצוניים גופים מוסדיים יגלו סימני אקטיביזם רק לעיתים רחוקות, ואילו בנתונים הזמינים לנו חלקית (בנוגע להצבעות על מינוי דירקטורים שאינם חיצוניים) הם יפעלו אחרת לחלוטין. בדומה לזה, כפי שצינו קודם לכן, בחינה מדוקדקת שערכנו לכל המקרים שבהם מינוי של מועמד מוצע לדירקטוריון נדחה העלתה כי מדובר או ב"תחרות יופי" בין כמה מועמדים (מצב שבו החברה נדרשת להציע מספר מועמדים גדול מזה של המושבים הפנויים בדירקטוריון) או במאבקי שליטה. אף לא אחד מאותם מקרים כולל הצבעת מחאה בלי ש"הורץ" מועמד נוסף על אותו מושב. אף כאן לא סביר שדווקא בנתונים הזמינים לנו במלואם יימנעו מהצבעות מחאה לחלוטין, ואילו בנתונים הזמינים לנו חלקית בלבד, הם יפעלו אחרת.

שנית, הצבעות המחאה של גופים מוסדיים בארצות הברית מלוות בדרך כלל בכמה וכמה אינדיקציות חיצוניות. למשל, אותם גופים מוסדיים מרבים להתבטא בכלי התקשורת בנוגע לכוונתם להשתמש בהצבעות מחאה כדי לקדם גיוון מגדרי בדירקטוריון, מניעת כהונה במקביל במספר דירקטוריונים מעל לרף מסוים וכן בנושאים הנוגעים לשמירה על איכות הסביבה או ערכים אחרים שהם מבקשים לקדם.¹⁵⁸ מדיניות ההצבעה של אותם גופים מוסדיים כוללת אף היא רשימה של נושאים קבועים שהם עילה להצבעת נגד חברי דירקטוריון מסוימים.¹⁵⁹ להוציא כמה התבטאויות חריגות,¹⁶⁰ לא עלה בידנו לאתר אינדיקציות חיצוניות דומות הן במסמכי מדיניות ההצבעה של גופים מוסדיים ישראלים והן בהתבטאויות פומביות שלהם בכלי התקשורת. בשל כל האמור לעיל לא סביר כי גופים מוסדיים מעורבים בפעילות משמעותית של הצבעות מחאה, בדומה למקביליהם בארצות הברית.

(ב) הצעת מועמדים בידי בעלי המניות

כאמור, לצד דפוסי ההצבעה נבחנה במחקר גם מידת מעורבותם של בעלי מניות מהציבור בהצעת דירקטורים. בהקשר זה נבחנו נתונים ממגוון מקורות, ובכללם המידע שנאסף ידנית במחקר בנוגע למינויים שנדחו; המידע שהתקבל מחברת אנטרופי; נתונים שפורסמו בנייר העמדה של משרד עו"ד שבולת.¹⁶¹ הנתונים מוגבלים לשנים 2016–2018, אך הם מספקים חלון הצצה בעל ערך לתופעה הנבחנת ומצביעים ומעידים שבעלי מניות מוסדיים נוקטים גם

¹⁵⁸ ראו בתת-פרק א.2 (ב) לעיל.

¹⁵⁹ לסקירה מקיפה של העקרונות המנחים של גופים מוסדיים בכל הנוגע לאופן הצבעתם באספות כלליות של חברות ציבוריות, ראו Asaf Eckstein, *The Rise of Corporate Guidelines in the United States*, 2005–2021: Theory and Evidence (Working Paper, 2020), <https://bit.ly/3APDLnp> (Eckstein, *Corporate Guidelines*).

¹⁶⁰ ראו למשל חזי שטרנליכט "גת מגידו: פסגות ידרוש שיויון מגדרי בדירקטוריונים של החברות הציבוריות" כלכליסט – שוק ההון (8.3.2021) <https://tinyurl.com/tyzs5hbn>.

¹⁶¹ אמיר שחר "אקטיביזם של בעלי מניות – 2017 השחיה את החרב וקצת כיוונים לשנת 2018" ניוולטר שבולת (22.1.2018) (עותק קשיח של נייר העמדה נמצא בידי הכותבים).

פעולות אקטיביות למינוי דירקטורים. כך, בשנים 2016–2018, הגופים המוסדיים העלו לסדר היום הצעות למינוים של 29 דירקטורים ב-16 חברות שונות, ששיעורן כ-1.9% מכלל ההצעות למינוי דירקטורים שנדונו במהלך שנים אלו.

כאן המקום להדגיש כי פעילותם של גופים מוסדיים בישראל מתאפיינת במעורבות במינוי דירקטורים גדולה מזו שבמדינות אחרות, דבר אשר מעורר סוגיות סבוכות, בייחוד סביב שיתופי פעולה בין גופים מוסדיים לצורך קידום משותף של מינויים רצויים.¹⁶² למשל, גופים מוסדיים בבריטניה ובארצות הברית, מדינות המאופיינות במבנה בעלות מבוזר, אינם מציעים מועמדים לדירקטוריון בשל מגוון שיקולים משפטיים, ובכלל זה חשש מהכפפה לדיני הצעת רכש, מחובות דיווח מוגברות, מחבות בגין סחר במידע פנים או מתגובות נגד רגולטורית.¹⁶³ במדינות אלו, בניגוד לישראל, הגופים המוסדיים אינם יוזמים מינוי דירקטורים, אך עיקר פעילות זו מבוצעת על ידי קרנות גידור (hedge funds) אקטיביסטיות, שפעילותן בישראל היא מצומצמת.

עוד יצוין כי שיקולים דומים חלים בעניין פעילותם של גופים מוסדיים בישראל הפועלים במגזר הפיננסי. בפרט, מגבלות שונות שקבע המפקח על הבנקים בהוראות ניהול בנקאי תקין בעניין עבודתו של מי שמוגדר "אדם קשור", החלות בין היתר על מי שמחזיק יותר מ-2.5% מזכויות ההצבעה בתאגיד בנקאי ופועל באופן אקטיבי למינוי חברי דירקטוריון, יוצרות תמריץ שלילי למוסדיים להציע מועמדים לדירקטוריון.¹⁶⁴ מבחינה מעשית, סביבה רגולטורית זו מגבילה ממש את יכולתם של בעלי המניות להציע מועמדים, ולפיכך במרביתם המוחלטת של המקרים יאוישו מושבי הדירקטוריונים בתאגידים הבנקאיים במועמדים שהציגה ועדת המינויים של בנק ישראל.¹⁶⁵

(ג) השפעת גופי הייעוץ

היבט נוסף של התנהלות בעלי מניות סביב מינוי דירקטורים אשר נבחן במחקר הוא מידת ההתאמה בין המלצות חברות הייעוץ לבין אופן הצבעתם של בעלי מניות בפועל. חשיבותה של שאלה זו טמונה בהשפעתן של חברות ייעוץ הפרוקסי על דפוסי הצבעתם של בעלי מניות, הנגזרת מהשילוב של מגמת ביזור השוק ועליית מעמדם של גופי ההשקעה המוסדיים עם נטייתם המובהקת של גופים אלה להיעזר בשירותיהן של חברות ייעוץ לצורך הצבעה באספות.¹⁶⁶

עיון בנתונים שנאספו בהקשר זה מלמד כי קיים פער בין המלצותיהן של חברות הייעוץ בעניין מינוי **מחדש** של דירקטורים לבין אופן הצבעתם של בעלי מניות בפועל, ובייחוד כי

¹⁶² חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 72, בעמ' 278–282.

¹⁶³ שם, בעמ' 282–288.

¹⁶⁴ ס' 3(1ג) להוראת ניהול בנקאי תקין 312 "עסקי תאגיד בנקאי עם אנשים קשורים" (29.9.2016) <https://bit.ly/3KVvanT>.

¹⁶⁵ שי, לעיל ה"ש 123, בעמ' 25–26.

¹⁶⁶ עידו באום ועדי ארן "מה עשה הכסף שלנו היום?" (חוסר) שקיפות בהצבעות הגופים המוסדיים באספות כלליות של בעלי מניות "המשפט" כו 111, 132 (2020) (70% מהגופים המוסדיים נעזרים בשירותיהן של חברות ייעוץ לצורך הצבעה באסיפות). ראו גם רשות ניירות ערך "הצבעות באסיפות כלליות", לעיל ה"ש 92, בעמ' 18–22. לדיון במגמה זו בארצות הברית, ראו Asaf Eckstein & Sharon Hannes, *A Long/Short Incentive Campaign Scheme for Proxy Advisory Firms*, 53 WAKE FOREST L. REV. 787 (2018).

במרביתם של המקרים בעלי המניות נמנעים מלאמץ את המלצותיה של חברת אנטרופי להצבעה נגד מינוי מוצע. למשל, בחינה פרטנית של המקרים שבהם אנטרופי המליצה נגד מינויים שהועלו להצבעה בשנים 2016–2019 מלמדת כי מרביתם המוחלטת של מינויים אלה אושרו חרף המלצתה השלילית של אנטרופי, ואילו רק ב-11% מהמקרים המלצתה של אנטרופי אומצה והמינוי נדחה. מדובר בממצא חשוב. בניגוד לטענות שהועלו בעבר נגד השפעתה העודפת של אנטרופי, הנתונים מראים בבירור כי משקיעים מוסדיים נוטים להפעיל שיקול דעת עצמאי בבואם להצביע נגד מינוי דירקטורים. רק אחת מתוך עשר המלצות נגד של אנטרופי בכל הנוגע למינוי דירקטורים מביאה בסופו של דבר לאי-בחירת דירקטור.¹⁶⁷

טבלה 6. תוצאות הצבעה לפי שנה

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

בניסיון למצוא הסבר לפער שזוהה נבחנו נימוקיה של חברת אנטרופי להמלצותיה להצבעה נגד מינוים מחדש של דירקטורים בשנים 2016–2019. יוער כי המידע שניתחנו נוגע להמלצותיה של אנטרופי בדבר הצבעות על מינויי המשך בלבד, ועל כן לא מן הנמנע כי חלק מהנימוקים האפשריים להמלצות נגד מינויים ראשונים אינם מצויים בידנו. מעיון בנימוקים עולה כי ההמלצה להצביע נגד עשויה להישען על נימוקים מגוונים, ובכללם: תפוצה בכשירותו או בפעילותו הקודמת של המועמד בחברה (כדוגמת שיעור השתתפות נמוך מסף מוגדר באספות דירקטוריות); קיומו של פוטנציאל לניגוד עניינים (שיעור גבוה של בני המשפחה בדירקטוריון החברה; קרבה משפחתית לבעל השליטה בנסיבות מסוימות; היותו של המועמד עובד החברה באופן היוצר חשש לניגוד עניינים מבני); קשיים במבנה הדירקטוריון הקיים (שיעור נמוך של דירקטורים בלתי תלויים; קיומו של מנגנון "דירקטוריון מדורג"); העדפת מועמדים אחרים שהתמודדו על אותו מושב בדירקטוריון. תיתכן טענה שלפיה במקרים מסוימים המלצותיה של אנטרופי נסמכות על מדיניות מוגדרת של החברה להתנגדות להמשך כהונה של דירקטור, המכילה לעיתים כללים וספים "קשיחים", ואילו בעלי מניות נוטים להפעיל מידה רבה יותר של שיקול דעת בהחלטה על אופן הצבעתם למינוי קונקרטי.¹⁶⁸

¹⁶⁷ בשל מגבלות נתונים לא עלה בידנו לבחון את תמונת המראה של התופעה והיא שיעור המקרים שבהם חרף המלצה של אנטרופי לאשר את מינוי של דירקטור בחרו גופים מוסדיים להצביע נגד המינוי. עם זאת ובהתבסס על מחקר קודם בתחום, יש יסוד להניח שבמצב שבו אנטרופי ממליצה לאשר מינוי של מועמד מסוים לדירקטוריון, שיעורי הסטייה של המוסדיים מהמלצות של אנטרופי יקטנו במידה ניכרת. ראו לעיל ה"ש 131–135 והתסקט הסמוך להן.

¹⁶⁸ בהקשר זה, ראו Eckstein, *Corporate Guidelines*, לעיל ה"ש 159 (הסבר לשאלה כיצד העקרונות המנחים להצבעה באספות כלליות של חברות ציבוריות שמפרסמים משקיעים מוסדיים גדולים בארצות הברית ואף חברות ייעוץ למוסדיים, הם בבחינת "נקודת פתיחה" בלבד להידברות בין בעלי המניות לבין החברות ואינם

כאן המקום להדגיש כי מן הנתונים שנמצאים בידינו לא ברור מהו שיעור המוסדיים המסתייעים בשירותיה של אנטרופי מכלל בעלי המניות של חברה שהאספה שלה בחרה שלא לאמץ את המלצתה של אנטרופי.¹⁶⁹ על פני הדברים ייתכן שבקרב בעלי המניות של החברה שיעור המוסדיים המסתייעים בחברת אנטרופי נמוך יחסית, ולכן אף אם מרביתם מצביעים לפי המלצת אנטרופי נגד מינוי דירקטורים, אין בכך די כדי להשפיע על תוצאות ההצבעה. אף אם נניח לרגע כי יש ממש בטענה זו, אנו סבורים כי אין בה כדי להשפיע על הממצא העיקרי שבתת-פרק זה, שלפיו לגופי הייעוץ השפעה מצומצמת יחסית על תוצאות ההצבעה בכל הנוגע למינוי דירקטורים. לצורך השלכות המדיניות הנובעות מכך, ובכלל זה הדיון החשוב בשאלה אם יש מקום להגביל את כוחה של אנטרופי, לא באמת קריטי (לפחות לשיטתנו) אם ההשפעה המוגבלת של גוף הייעוץ נובעת מכך שהמוסדיים מתעלמים ממרבית המלצותיו של גוף הייעוץ מאחר שאינם מסתייעים בשירותיו או משום שהם בוחרים להפעיל שיקול דעת עצמאי ולהתעלם מההמלצות שהם מקבלים.

בסיכומי של חלק זה, עיון במכלול הנתונים הנוגעים לשימוש של בעלי מניות בכוחם להשפיע על מינוי דירקטורים מעלה את הממצאים העיקריים האלה: ראשית, הראינו כי בעלי מניות בחברות עם בעלי שליטה ממעטים להתנגד למינוי דירקטורים – אף במקרים שבהם היה אפשר לצפות לאקטיביות מצידם (למשל בהקשר של מינוי דח"צים). לעומת זאת חברות בבעלות מבוזרת מתאפיינות ברמת אקטיביות גבוהה יותר מצד בעלי המניות, אם כי גם בהן בעלי מניות אינם נוטים להשתמש בכוחם לשם אי-הארכת כהונתו של דירקטור מכהן; שנית, הראינו כי בעלי מניות אינם משתמשים בכלי של הצבעת מחאה, בשונה למשל מארצות הברית, שם מדובר באמצעי מקובל להפעלת לחץ על ההנהלה. בהקשר זה אף מצאנו כי כל המקרים שבהם מועמדות דירקטורים נדחתה היו במצבים שבהם התחרה יותר ממועמד אחד על תפקיד הדירקטור (contested election), ולכן בהגדרה היו לאחר הבחירות מועמדים שלא נבחרו; שלישית, מצאנו כי במהלך תקופה של שלוש שנים בעלי מניות מוסדיים הציעו 29 מועמדים לדירקטוריון ב-16 חברות שונות. אף על פי שמדובר במספר יחסית מצומצם של חברות, בהיבט השוואתי מדובר במעורבות חריגה של מוסדיים במינויים של דירקטורים; לבסוף הראינו כי גם כאשר חברות הייעוץ ממליצות על הצבעה נגד מינוי מוצע, מינויים של דירקטורים מאושר בשיעורים גבוהים מאוד. ממצא זה עשוי להעיד שלחברות הייעוץ יש השפעה מוגבלת על תוצאות ההצבעות בקשר למינוי דירקטורים.

ג. המלצות מדיניות

בחלקו הקודם של המאמר הצגנו את הממצאים העיקריים של מחקר אמפירי שעשינו בנוגע למינוי דירקטורים לכהונה בחברות הציבוריות הגדולות בישראל. בחלק זה של המאמר נדון במשמעויות נורמטיביות אשר עולות מהממצאים ונציע המלצות מדיניות בהתבסס עליהן.

קובעים את אופן ההצבעה. כלומר, חברות מודעות לעקרונות המנחים אבל במידת הצורך מסבירות ומנמקות לבעלי המניות שלהן מדוע עליהן לסטות מהעקרונות הכלליים במקרים ספציפיים).

¹⁶⁹ לשם איתור מידע זה יש צורך בבחינה פרטנית וקונקרטית של דפוסי ההצבעה של כל אחד מן הגופים המוסדיים שהסתייעו בשירותיה של אנטרופי במועד ההצבעה בנוגע להמלצותיה. לא עלה בידינו לבחון זאת בשל מגבלת הנתונים שבידינו, אשר אינם כוללים מידע בנוגע לאופן ההצבעה הפרטי של כל גוף מוסדי או בנוגע לשאלה אם הוא משתמש בשירותי חברת ייעוץ.

כפי שיהיה אפשר לראות, ההמלצות נוגעות להיבטים שקשורים ישירות לנושא של מינוי דירקטורים, כמו ההמלצה על הגברת השקיפות בנוגע לאופן הצבעתם של בעלי מניות – ובכללם משקיעים מוסדיים – בהקשר של מינוי של דירקטורים, וכן ההמלצה על הקמת ועדות מינויים. נוסף על זה, ההמלצות יש השלכות רחבות יותר, הקשורות במעמד, בתפקודם ובמעורבותם של הגופים המוסדיים בממשל התאגידי בישראל. למשל, ההמלצות מתייחסות לצורך לבחון את האפשרות לשיתוף פעולה ביניהם לצורך מינוי דירקטורים ואת הקשר שבינם לבין חברות הייעוץ למוסדיים ועוד.

1. הגברת השקיפות בנוגע להליך המינוי של דירקטורים

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

(א) הגברת השקיפות – שיפור הצגת המידע על הצבעות על ידי החברה

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

¹⁷⁰ תק' 36ד(ב) לתקנות הדיווח.

¹⁷¹ ראו בפרק ב לעיל.

הדירקטור ברשימת הפרטים החייבים בדיווח בדבר דירקטורים שמינויים אושרו על ידי האספה הכללית.¹⁷²

המלצה נוספת נוגעת למידע הנמסר על ידי החברה בנוגע לדירקטורים המכהנים שלא לקראת הצבעה ספציפית על מינויים לדירקטוריון אלא במסגרת הדוחות התקופתיים של החברה. על פי תקנה 26 לתקנות הדיווח, דוחות שנתיים של חברות ציבוריות כוללים חלק המפרט נתונים שונים בנוגע לדירקטורים המכהנים.¹⁷³ דוחות אלה כוללים גם שאלון ממשל תאגידי שמפורטים בו נתונים נוספים על דירקטורים מכהנים, מכוח הנחיית גילוי של רשות ניירות ערך.¹⁷⁴ ואולם, לא כל החברות ממלאות את השאלון והדוחות ככלל נעדרים כל התייחסות לשיעור התמיכה וההתנגדות של בעלי המניות שהצביעו על מינויים או על הארכת כהונתם של הדירקטורים. נתון זה עשוי להיות בעל ערך אינפורמטיבי חשוב עבור בעלי המניות של החברה, עבור משקיעים פוטנציאליים ועבור אנשי מקצוע רלוונטיים כדוגמת אנליסטים.

להגברת שקיפות המידע בנוגע לתוצאות ההצבעה על מינוי דירקטורים עשויות להיות שתי השלכות חיוביות חשובות: ראשית, גילוי עשוי לשמש גורם מרסן בהתנהלותם של דירקטורים מכהנים, של דירקטורים שמועמדים לכהונה, ואף של בעלי שליטה שבמקרים מסוימים יכולים להתעקש על מינוי של דירקטור מסוים (בחברות עם בעלי שליטה) חרף התנגדות עניינית של גופים מוסדיים. הגילוי כבר הוכר כמנגנון שיש בו כדי לכוון התנהגות ולהגביר את הפיקוח על הנהלת החברה באמצעות שיתוף הציבור במידע הרלוונטי, ובמקרים המתאימים אף באמצעות הטלת סנקציות מוניטין ובייש (shaming).¹⁷⁵ אם כן, להגברת הגילוי עשויה להיות תרומה חשובה, שעומדת בפני עצמה, לשכלול פעילות שוק ההון בישראל. לטעמנו, ראוי לשקול גם את צירוף נימוקיהם של בעלי המניות הגדולים שהתנגדו למינוי או להארכת הכהונה – פרסום טעמי ההצבעה נגד מינוי של דירקטור עשוי "להפנות זרקור" אל עבר היבטים בהתנהלותו או בהליך מינויו שנחזו בעיני המתנגדים כבעייתיים, דבר אשר עשוי להשפיע על תפקודו העתידי של הדירקטור או לעודד בעלי מניות לשקול באופן מתמשך את עמדתם כלפי כהונתו בדירקטוריון.

¹⁷² תק' 26 ו-34(ב) לתקנות הדיווח.

¹⁷³ התקנה קובעת כי בנוגע לכל אחד מהדירקטורים יפרט הדוח את אלה: שמו; מספר תעודת הזהות שלו; תאריך הלידה שלו; מענו להמצאת כתבי בית-דין; הנתינות שלו; חברותו בוועדה או בוועדות של הדירקטוריון; אם מדובר בדירקטור בלתי תלוי או חיצוני כהגדרתו בחוק החברות, אם הוא בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית או כשירות מקצועית, ואם הוא דירקטור חיצוני מומחה; אם הוא עובד של התאגיד או של חברת-בת שלו או של חברה קשורה שלו או של בעל עניין בו; התאריך שבו החלה כהונתו כדירקטור של התאגיד; השכלתו ועיסוקיו בחמש השנים האחרונות אגב פירוט החברות האחרות שבהן הוא מכהן כדירקטור; אם הוא בן משפחה של בעל עניין; אם הוא דירקטור בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית.

¹⁷⁴ אומנם מדובר בהנחיה שפג תוקפה, אולם רשות ניירות ערך מצויה בתהליך של עיגון תוכן ההנחיה בתקנות הדיווח, ולעת הזו חברות ציבוריות ממשיכות לדווח לפי הנחיית גילוי. שאלון ממשל תאגידי כולל נתונים חשובים בנוגע לשיעור הדירקטורים החיצוניים המכהנים בחברה, לשיעור הדירקטורים הבלתי תלויים ולשיעור ההשתתפות של כל אחד מהדירקטורים בישיבות הדירקטוריון ובוועדותיו.

¹⁷⁵ ראו רועי שפירא "משפט ומוניטין: כיצד ההליך המשפטי מכתוב סנקציות מוניטין" **משפט ועסקים** כג 79 (2020); שרון ידין "המרחב ההבדלי של הרגולציה: האם המדינה צריכה לבייש?" **משפט ועסקים** כג 627 (2020).

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

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

בחלקים מוקדמים של המאמר עמדנו על חשיבות מעורבותם של המשקיעים המוסדיים בממשל התאגידי של חברות הפורטפוליו, אותן חברות שבהן מושקעים כספי הציבור, ובייחוד בהליכי מינוי הדירקטורים באותן חברות הפורטפוליו. דרך יעילה לעידוד מעורבות זו היא הגברת השקיפות בנוגע לאופן הצבעתם במסגרת הליכים אלה אגב הרחבת חובת הדיווח החלה עליהם. כיום המוסדיים כפופים לשתי חובות דיווח עיקריות שאומצו בעקבות ועדות גושן וחמדני,¹⁷⁶ באסדרה של רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון.¹⁷⁷ לפי אותה אסדרה, גופים מוסדיים נדרשים לפרסם באתר האינטרנט שלהם את מדיניות ההצבעה שקבעה ועדת ההשקעות שלהם. לדרישה זו חשיבות לא מבוטלת בהקשר של קידום ובשיפור הממשל התאגידי בחברות הפורטפוליו, שכן מדיניות ההצבעה לא רק מנחה את הגופים המוסדיים כיצד להצביע, אלא היא גם מנגנון לתקשורת (קומוניקציה) בין הגופים המוסדיים לבין חברות הפורטפוליו.¹⁷⁸ חברות הפורטפוליו אמורות להכיר מקרוב את מדיניות ההצבעה של הגופים המוסדיים, ובייחוד את זו של המוסדיים המחזיקים בשיעור לא מבוטל של זכויות הצבעה בה. בדרך זו יכולות החברות ללמוד על תפיסת העולם של המוסדיים ועל ציפיות המוסדיים מחברות הפורטפוליו.¹⁷⁹

נוסף על זה, המשקיעים המוסדיים נדרשים לפרסם דיווח על האופן שבו הצביעו בפועל באספות כלליות של חברות הפורטפוליו שלהם.¹⁸⁰ באותו הדיווח הגוף המוסדי מפרט בין השאר מידע בנוגע לנושא ההצבעה; להצבעתו; למידת ההתאמה בין ההצבעה בפועל לבין מדיניות ההצבעה של ועדת ההשקעות של הגוף; לשאלה אם ההצבעה נעשתה בנסיבות של ניגוד עניינים; לשיעור ההחזקה של הגוף המוסדי בחברה שבאספה הכללית שלה הוא הצביע; לתוצאות ההצבעה בפועל. מעניין שכיום גוף מוסדי אינו חייב לגלות לציבור את

¹⁷⁶ ראו דו"ח ועדת גושן, לעיל ה"ש 25, בעמ' 41–42; דו"ח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 26, בעמ' 19.

¹⁷⁷ לפירוט האסדרה הקיימת והתפתחותה, ראו באום וארן, לעיל ה"ש 166, בעמ' 126.

¹⁷⁸ Eckstein, *Corporate Guidelines*, לעיל ה"ש 159, בעמ' 5–6.

¹⁷⁹ שם, בעמ' 14–16.

¹⁸⁰ באום וארן, לעיל ה"ש 166.

הסיבות שהובילו אותו להצביע בניגוד למדיניות ההצבעה של ועדת ההשקעות שלו.¹⁸¹ כמו כן הוא אינו חייב לגלות את הסיבות שהובילו אותו להצביע נגד ההצעה שעלתה לסדר היום באספה הכללית. לבסוף גם אין קיימת חובת גילוי בנוגע לסיבות שבעטיין נושא מסוים הורד מסדר היום באספה הכללית. בהיעדר חובות גילוי שכאלה גופים מוסדיים אינם מתנדבים לפרט מידע בנוגע להתנגדות שלהם לנושא מסוים, ומשכך קשה לדעת מה עומד מאחורי אותה התנגדות.

לשיטתנו, ראוי להרחיב את היקף חובת הגילוי המוטלת על המשקיעים המוסדיים בדבר הצבעות למינוי דירקטורים, ובייחוד הצבעות של מוסדיים נגד מינוי דירקטורים או הארכת כהונתם, באמצעות הוראה מפורשת שתאומץ בחוק או בדבר אסדרה.¹⁸² כפי שהסברנו בחלק קודם של המאמר, להצבעה של מוסדי נגד מינוי דירקטור מסוים, בנסיבות שבהן אותו המוסדי מוצא לנכון להתנגד לאישור המינוי, עשויה להיות חשיבות רבה, גם אם התנגדותו של אותו המוסדי לא הכריעה בסופו של דבר את תוצאות האספה. הצבעה נגד, ודאי אם היא נעשית על ידי גוף מוסדי גדול שנהנה משיעור החזקות גבוה בחברה, עשויה לשמש אקט מחאתי שבכוחו "להביך" את החברה, ובכך לרסן אותה, את בעלי השליטה בה ואת נושאי המשרה המכהנים בה.

לצורך התחקות על הטעמים להצבעות הנגד נדרש מאמץ מיוחד שכולל פנייה לדוח ההשתתפות באספות שמפרסם כל מוסדי בנפרד. עם זאת ברוב המוחץ של המקרים דוח ההשתתפות של המוסדי אינו כולל גילוי להצבעה נגד מינוי לראשונה או מינוי מחדש של דירקטור. משכך, ברוב המוחץ של המקרים מקור המידע הזמין היחיד בהקשר זה הוא מדיניות ההצבעה של הגוף המוסדי. אולם הבעיה היא שמדיניות ההצבעה של הגוף המוסדי מספקת קווים מנחים, שיקולים כלליים ותיאור כללי של הציפייה של הגוף המוסדי מהדירקטור. חלק גדול מהשיקולים הנכללים במדיניות ההצבעה בקשר למינוי דירקטורים מתייחס גם לשיקולים שאינם נוגעים לדירקטור המועמד ספציפית, אלא לפרופיל הדירקטוריון בכלל: גיוון מגדרי, שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים, ביצועי החברה ועוד. פעמים רבות מדיניות ההצבעה של הגוף המוסדי מפנה למדיניות ההצבעה של חברת הייעוץ למוסדיים: "אנטרופי" או "עמדה".¹⁸³ מכאן שבמצב הנוכחי קשה לגזור מסקנה בנוגע לסיבות שהיו בבסיס ההתנגדות של הגוף המוסדי למינוי (או הארכת הכהונה) של הדירקטור. חיזוק לדברים האמורים ניתן למצוא בעובדה שלמרות הדמיון הרב (שעולה לעיתים עד כדי זהות מוחלטת) בין מדיניות ההצבעה של המוסדיים השונים, בחלק מההצבעות שנבחנו במאמר קיים שוני בהצבעה בין המוסדיים.

במצב שכזה לא ניתן להבין מדוע על בסיס מדיניות הצבעה דומה, לעיתים זהה, גוף מוסדי אחד הצביע בעד כהונה של דירקטור, ואילו גוף מוסדי אחר הצביע נגד כהונה של אותו הדירקטור, באותה האספה. ההסבר ההגיוני לכך הוא שמדיניות ההצבעה כוללת עקרונות רחבים ומותירה שיקול דעת רחב לגוף המוסדי בבואו להצביע בנסיבות הייחודיות

¹⁸¹ שם.

¹⁸² במאמרנו כאן אנו מתמקדים בהצבעות בנושא של כהונת דירקטורים. עם זאת ייתכן שהגברת השקיפות רצויה גם בקשר להצבעות של גופים מוסדיים בנושאים אחרים.

¹⁸³ ראו לעיל ה"ש 139.

(אידיסינקרטיביות) לחברה מסוימת ולדירקטור מסוים.¹⁸⁴ אותם עקרונות להצבעה הם למעשה מעין "נקודת פתיחה" שממנה יכולה להתנהל הידברות בין החברה לבין הגוף המוסדי בנוגע להצבעה על מינוי הדירקטור (או על נושא אחר).¹⁸⁵

הדברים האמורים מחדדים את הצורך בפירוט ההנמקות להצבעות הנגד שמצביעים הגופים המוסדיים. לפירוט ההנמקות עשוי להיות ערך אינפורמטיבי חשוב עבור המשקיעים הקיימים והמשקיעים הפוטנציאליים בחברה,¹⁸⁶ ועצם פרסומן עשוי להיות גורם מרסן התנהלות בעייתית של הדירקטוריון או של דירקטורים שניים במחלוקת (אף ללא קשר לשאלה אם יש בכך כדי להגביר את מעורבותם של בעלי מניות במינוי דירקטורים). כמו כן הגברת השקיפות תאפשר גם ללקוחות של המוסדיים (חוסכים, מבוטחים, עמיתים וכו'), שאת כספם משקיעים הגופים המוסדיים ושבשמן הם מצביעים למעשה בחברות הפורטפוליו, לפקח באופן אפקטיבי יותר על מעורבותם של המוסדיים בנעשה באותן החברות.¹⁸⁷ על כן כאמור הגיעה העת לחייב גופים מוסדיים בגילויי הטעמים להצבעה נגד.

בהקשר זה אפשר שתישמע טענה שבהתחשב במספר העצום של ההצבעות שבהן נדרשים הגופים המוסדיים להשתתף, חיוב המוסדיים לפרט את ההנמקות יטיל נטל מכביד נוסף על המוסדיים. בתגובה לחשש זה אפשר לקבוע שלא כל התנגדות תהיה מחויבת בגילוי ההנמקה להתנגדות, אלא רק התנגדות של מוסדי שמחזיק במועד ההצבעה הרלוונטית בשיעור מסוים של זכויות ההצבעה. לטעמנו, ובהתחשב בממצאי המחקר, ראוי לקבוע שיעור זה ל-1%, וכך מוסדי שמחזיק בזכות הצבעה בשיעור של לפחות 1% ובוחר להתנגד למינוי הדירקטור, יחויב לנמק את התנגדותו.¹⁸⁸

נוסף על זה, ובהמשך ישיר לנתונים שהצגנו בפרק הקודם, יכולה להישמע טענה שחיוב של גוף מוסדי לגלות את הטעמים להתנגדותו למינוי של דירקטור, מלבד העובדה שאותו מוסדי הצביע נגד המינוי, תייצר אפקט מצנן (chilling effect) ותרתיע את המוסדי,

¹⁸⁴ לגישה הקוראת להתאים את היקף הפיקוח של בעלי מניות לנסיבות הייחודיות (אידיסינקרטיביות) של חברה מסוימת, ראו Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for* Corporate Law and Governance, 117 COLUM. L. REV. 767, 796–805 (2017).

¹⁸⁵ Eckstein, *Corporate Guidelines*, לעיל ה"ש 159.

¹⁸⁶ כבר בדו"ח ועדת גושן (לעיל ה"ש 25, בעמ' 40) זוהו הגופים המוסדיים, בצדק, כ"מובילי דעה".

¹⁸⁷ בהקשר זה ראו Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, Release No. 8188 (Ja. 31, 2003), 68 Fed. Reg. 6564, 6565 (Feb. 7, 2003), <https://bit.ly/3s8xzmq>. (להלן: הכלל האמריקאי המורה על גילוי). דברי ההסבר לכלל שאימצה רשות ניירות ערך האמריקאית בשנת 2003, שהורה על הגברת השקיפות וגילוי האופן שבו קרנות נאמנות בארצות הברית הצביעו בחברות הפורטפוליו: "This increased transparency will enable fund to monitor their funds' involvement in the governance activities of portfolio companies, which may have a dramatic impact on shareholder value".

¹⁸⁸ הבחירה בשיעור החזקות של 1% איננה שרירותית. נזכיר כי לפי סעיף 66(ב) לחוק החברות, "בעל מניה, אחד או יותר, שלו אחוז אחד לפחות מזכויות ההצבעה באסיפה הכללית, רשאי לבקש מהדירקטוריון לכלול נושא בסדר היום של אסיפה כללית שתתכנס בעתיד". נוסף על זה, לפי סעיף 245(א) לחוק החברות, דירקטור חיצוני בחברה ציבורית ימונה לתקופת כהונה נוספת אם בין השאר "בעל מניות, אחד או יותר, שלו אחוז אחד לפחות מכלל זכויות ההצבעה בחברה, הציע את מועמדותו לכהונה נוספת".

מלכתחילה, מלהצביע נגד המינוי.¹⁸⁹ לפי הלך מחשבה זה, גילוי הטעמים להתנגדות, נוסף על הצבעת הנגד (כל זאת כמקשה אחת), עלול להחריף את הסיכון לעימות בין הגוף המוסדי לבין חברות הפורטפוליו, מחיר שאותו המוסדי לא יהיה מוכן לשלם.¹⁹⁰ בשל הרצון שלו לשמור על קשרים תקינים עם החברות שעם חלקן הגדול עשויים להיות לו קשרים עסקיים,¹⁹¹ ובהכירו את הכוח שבו אוחדים בעלי שליטה ומנהלים בכירים של חלק מן החברות – בזירה הפוליטית ובזירה האסדרתית; כוח זה יכול לייצר התנגדות פוליטית וכן יוזמות אסדרה נגד פעילותו של הגוף המוסדי.¹⁹²

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

¹⁸⁹ ראו את הנתונים שהוצגו בתת-פרק ב.3(א) לעיל בנוגע לנטיית המוסדיים שלא להתנגד למינוי דירקטורים חיצוניים בחברות שבהן בעלי שליטה גם במצבים שביכולתם להטיל וטו על מינוי הדירקטורים.

¹⁹⁰ לדיון בחשש המוסדיים מעימות אפשרי עם בעל השליטה, ראו גם את הדיון לעיל בטקסט הסמוך לה"ש 152–153.

¹⁹¹ לדיון בחשש זה, ראו Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 COLUM. L. REV. 2029 (2019).

¹⁹² לדיון בחשש זה ראו שם, בעמ' 2066–2070. בארצות הברית, עובר לאימוץ הכלל המחייב מוסדיים בגילוי הצבעתם, שאומץ בראשית שנת 2003, העלו מוסדיים חששות דומים. לפי אותם חששות, הגברת השקיפות בנוגע להצבעתם של מוסדיים בחברות הפורטפוליו עלולה להוביל לפעולות "גמול" מצד חברות הפורטפוליו ולקמפיינים "מתוזמרים" נגד המוסדיים. ראו הכלל האמריקאי המורה על גילוי, לעיל ה"ש 187, בעמ' 65–68.

2. עידוד מעורבות הגופים המוסדיים במינוי דירקטורים

עם הגידול בהיקף הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים בישראל התעורר השיח בדבר התרומה האפשרית של אקטיביזם של משקיעים מוסדיים לחברות שבהן הם משקיעים את כספי הציבור. אותו שיח קיבל דחיפה לאחר פרסום המלצות הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל¹⁹³ והוועדה לבחינת הצעדים להגברת מעורבותם של הגופים המוסדיים בשוק ההון הישראלי.¹⁹⁴ כיום משקיעים מוסדיים אינם כפופים לחובה גורפת להשתתף במכלול ההצבעות על הנושאים השונים שעולים להצבעות באספות של חברות, אלא לחובת השתתפות בהצבעות על עניינים ספציפיים. מכנה משותף רחב בהקשר זה מוצא ביטוי בחובה החלה על המוסדיים להשתתף בהצבעות על מינויים ופיטורים של דירקטורים. חובה זו חלה על קרנות נאמנות שגם מחויבות לדווח על אופן הצבעתן,¹⁹⁵ על קופות גמל, על חברות ביטוח וכן על קרנות פנסייה.¹⁹⁶

בחלק זה של המאמר נתייחס לשתי דרכים נוספות לעידוד מעורבות הגופים המוסדיים בקשר למינוי דירקטורים, אולם לפני שנפנה לעשות כן, נבקש להתייחס בקצרה לשאלה מדוע יש בכלל צורך בעידוד מעורבות המוסדיים. אומנם הנתונים שהצגנו בפרק הקודם מראים כי בחברות בעלות מבנה מבוזר יש שיעור לא זניח של דירקטורים שמינויים לא אושר, וכן קיימת מעורבות חריגה של המוסדיים במינוי אקטיבי של דירקטורים לעומת זו שבאמצעות חברות ובבריטניה. עם זאת בשתי מדינות אלו מינוי דירקטורים מבוצע כעניין שבשגרה על ידי קרנות גידור אקטיביסטיות שפעילותן בישראל מצומצמת,¹⁹⁷ ולכן יש בפעילות המוסדיים כדי למלא את החלל שנוצר (גם כאשר מדובר בחברות עם מבנה בעלות מבוזר). בהקשר זה, וכפי שנראה מייד, המסגרת החקיקתית והאסדרתית הקיימת כיום בישראל עלולה להרתיע מוסדיים מלשתף פעולה ביניהם, שכן הם עלולים להיחשב למחזיקים יחד, ובכך להימצא כמי שהפרו את מגבלת רף ההחזקות המותר למוסדיים לפי החוק. לבסוף המעורבות המצומצמת של מוסדיים במינוי דירקטורים בחברות עם בעלי שליטה, כפי שעולה מן הממצאים שהצגנו בפרק הקודם, מצדיקה אף היא נקיטת אמצעים שונים לעידוד מעורבות המוסדיים בהליכי מינוי לדירקטוריון, והדברים אף מקבלים משנה תוקף בשל ההכרה הולכת וגוברת בקרב חוקרי ממשל תאגידי וקובעי מדיניות בנוגע לחשיבותה של מעורבות זו.¹⁹⁸

(א) שיתופי פעולה בין גופים מוסדיים לצורך מינוי דירקטורים

היקף הנכסים המנוהלים על ידי גופים מוסדיים גדל בשנים האחרונות בשיעור ניכר – הן בישראל והן בעולם.¹⁹⁹ בשל דריסת הרגל הנרחבת של גופים אלה בפעילות הכלכלית

¹⁹³ דו"ח ועדת גושן, לעיל ה"ש 25, בעמ' 36–42.

¹⁹⁴ דו"ח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 26.

¹⁹⁵ ס' 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, בצירוף תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים). קרנות נאמנות מחויבות לדווח גם על אודות האופן שבו הצביעו, ראו תקנה 27 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (דוחות).

¹⁹⁶ תק' 2 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית). ראו גם חוזר גופים מוסדיים 11-9-2009, לעיל ה"ש 28; חוזר גופים מוסדיים 06-9-2014, לעיל ה"ש 28.

¹⁹⁷ חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 72, בעמ' 270.

¹⁹⁸ ראו דיון נרחב בעניין זה בתת-פרק א.3 לעיל.

¹⁹⁹ ראו לעיל ה"ש 210–211.

והשפעתם עליה מצופה מהם לפעול באופן אקטיבי בחברות שבהן הם משקיעים את כספם של לקוחותיהם (חברות הפורטפוליו). ניתן למקם את מידת מעורבותם של המוסדיים במינוי דירקטורים על ציר המתאר את עוצמתה: בקצהו האחד של הציר ניתן למקם מעורבות "רכה" המבוססת בעיקר על הבעת עמדה או על תקשורת מילולית בין המוסדיים לבין חברות הפורטפוליו (engagement), פעמים רבות "מאחורי הקלעים"; מעורבות אקטיבית יותר עשויה לכלול התנגדות של המוסדיים למינוי או להארכת כהונה של דירקטור מסוים, ואילו בקצהו השני של הציר ניתן למקם את ההתערבות האקטיבית ביותר מצד המוסדיים, אשר עשויה למצוא ביטוי בהצעת מועמדים ספציפיים לדירקטוריון.²⁰⁰

עם זאת מעורבות אקטיבית בנעשה בחברות הפורטפוליו כרוכה בהשקעת משאבים רבים. נוסף על זה, קיים חשש מבעיית "טפילות" (free-riding) שמדכאת מראש את התמריץ של כל אחד מהמוסדיים לפעול באופן אקטיבי.²⁰¹ למשל, למשקיע מוסדי, שממילא גובה מלקוחותיו דמי ניהול המבוססים על שיעור נמוך מאוד מכלל הנכסים שהוא מנהל (ואינו גובה דמי ניהול הנגזרים מתשואה על ההשקעה), אין תמריץ להשקיע תשומות לשם שיפור הממשל התאגידי בחברת פורטפוליו, בידיעה שמוסדיים אחרים שמשקיעים באותה החברה עלולים שלא להשקיע ו"לרפוב" על השקעתו וליהנות מפירותיה.

בניסיון להתגבר על בעיית התמריצים המתוארת לעיל הציע אחד מאיתנו, במאמר משותף עם אסף חמדני, לאפשר לגופים המוסדיים לשתף פעולה ביניהם בכל הקשור למינוי דירקטורים.²⁰² שיתוף הפעולה יאפשר למוסדיים לחלוק ביניהם את עלויות הפיקוח על חברות הפורטפוליו בכלל ואת העלויות הכרוכות בהליכי מינוי דירקטורים בפרט. נוסף על זה, שיתוף הפעולה יאפשר להציג חזית אחידה מול הנהלות ומול בעלי שליטה בחברות בבעלות מבוזרת ובחברות עם בעל שליטה, בהתאמה, לחזק את ההשפעה של המוסדיים באותן החברות ולהפחית את החשש מתגובת נגד של בעל השליטה או של מנהלים בכירים שאליו התייחסנו בפרק הקודם.²⁰³

המסגרת החקיקתית והאסדרתית הקיימת כיום עלולה להרתיע מוסדיים מלשתף פעולה ביניהם. למשל, גופים מוסדיים המשתפים פעולה לצורך מינוי דירקטורים יכולים להיחשב למחזיקים יחד, ובשל שיעור ההחזקות המצטבר שיווצר בעקבות שיתוף הפעולה הם עלולים להימצא כמי שהפרו את מגבלת רף ההחזקות המותר למוסדיים לפי החוק והאסדרה הקיימת.²⁰⁴ על כן הוצע שקובעי המדיניות יעצבו הגנת "נמל מבטחים" שתבהיר מהם גבולות שיתוף הפעולה המותר בין הגופים המוסדיים לשם מינוי דירקטורים, בלי שהדבר יהווה שליטה.²⁰⁵

²⁰⁰ חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 72.

²⁰¹ סלומון "אדישות רציונלית", לעיל ה"ש 90, בעמ' 339–350.

²⁰² חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 72.

²⁰³ שם, בעמ' 272. באשר לחשש המוסדיים מעימות אפשרי עם בעל השליטה, ראו את הדיון לעיל בטקסט הסמוך לה"ש 152–153.

²⁰⁴ חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 72, בעמ' 288. המחברים המסבירים כיצד "גוף מוסדי או קבוצת משקיעים מוסדיים רשאים להחזיק עד 20% מסוג מסוים של אמצעי שליטה בתאגיד בודד, ובלבד שההחזקה אינה מקנה שליטה".

²⁰⁵ שם, בעמ' 296–307. נוסף על זה, לאחרונה פרסמה רשות התחרות גילוי דעת שממנו עולה כי שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים לצורך הצבעה באספה הכללית של תאגיד מסוים לא ייחשב להסדר כובל כל עוד מדובר

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

(ב) שיפוי מוסדיים בגין הוצאות הכרוכות במינוי דירקטורים

דרך נוספת שניתן לשוקלה לצורך הגברת מעורבותם של הגופים המוסדיים במינוי דירקטורים היא להציע לגופים המוסדיים שיפוי עבור הוצאות הכרוכות במאמצים שישקיעו בקשר למינוי דירקטורים. כאשר בעלי המניות מבקשים לקרוא תיגר על מועמדים שהוצעו על ידי החברה ומנסים "להתחרות" על מינוי מועמדים לכהונה בדירקטוריון, תחרות מעין זו עשויה להיות כרוכה בהוצאות ניכרות עבור בעלי המניות האקטיביסטיים וביצוע פעולות נוספות, ובכלל זה טלפונים ותכתובות דוא"ל לשאר בעלי המניות של החברה בניסיון לשכנע אותם לתמוך במועמדיהם של בעלי המניות האקטיביסטיים, מצגות למשקיעים מוסדיים, פרסומים בעיתונים ולעיתים גם ליטיגציה בבתי משפט.²⁰⁶ על זה יש להוסיף את החשש – שעליו עמדנו בפרק התאורטי – של בעל מניות ששוקל להציע מועמד מתחרה, מבעיית הטפילות.²⁰⁷ למשל, הוא צפוי לשאת בעלויות הגבוהות מכיסו, אך להרוויח רק חלק קטן מן התועלת שעשויה לצמוח אם המועמד שהציע יזכה ויתמנה לדירקטוריון.²⁰⁸ לוסיאן בבצ'וק הציע בעבר לשפות בעלי מניות שמנסים למנות מועמדים לדירקטוריון במסגרת הליך תחרותי אם

בשיתוף פעולה נקודתי המתמקד בתאגיד קונקרטי; אין זיקה תחרותית בין פעילות התאגיד הקונקרטי לפעילות הגוף המוסדי ובין הצדדים; יועבר בין הצדדים אך ורק מידע בקשר לשיתוף הפעולה שעומד על הפרק ולא יהיה חלק בשיתוף הפעולה למי שהשתתפותו אינה הכרחית לשם הערכת הסוגיות שבעניינן מתקיים שיתוף הפעולה או לשם גיבוש הסכמות בין הגופים המוסדיים. ראו גילוי דעת 1/19 "שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים שלא בתחום התחרות" (רשות התחרות 17.6.2019) <https://tinyurl.com/3hp74xw6>.

²⁰⁶ Lucian A. Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 VA. L. REV. 675, 697–700 (2007). בבצ'וק עומד על כך שעלויות אלו, הנאמדות לעיתים במאות אלפי דולרים, נובעות מעלויות הקשורות לצורך במשלוח מסמכים רלוונטיים לבעלי המניות של החברה בניסיון לשכנע אותם בהתאמתם של המועמדים שאמורים להתחרות בדירקטורים המכהנים (או במועמדים אחרים מטעם החברה). כן ראו Kahan & Rock, לעיל ה"ש 49, בעמ' 1364. מנתונים שאספו אד רוק ומרסל קהאן במאמרם עולה כי ההליך הטכני (לבדו) הכולל את הפצת ההזמנות והנתונים הרלוונטיים לאספה (uncontested solicitation) כרוך בעלויות שנעות בטווח של 10,000–100,000 דולרים, תלוי בגודל החברה. כפי שמדגימים קהאן ורוק, כאשר מדובר בהתארגנות לקראת בחירות בין מועמדים שונים (contested solicitation), מדובר במהלך שמזכיר "קמפיין פוליטי" ומטבע הדברים כרוך בעלויות גבוהות בהרבה (שם, בעמ' 1364). פעולות אלה כרוכות בעלויות גבוהות מאוד, התלויות בגודל החברה: בחברות עם שווי שוק נמוך מ-300 מיליון דולר העלות הממוצעת (חצינית) היא 267,000 דולר (200,000 דולר); בחברות עם שווי שוק שנע בין 300 מיליון דולר למיליארד דולר העלות הממוצעת (חצינית) היא 643,000 דולר (275,000 דולר); בחברות עם שווי שוק שעולה על מיליארד דולר העלות הממוצעת (חצינית) היא 2.17 מיליון דולר (1.15 מיליון דולר) (שם, בעמ' 1365).

²⁰⁷ ראו לעיל ה"ש 84–86 והטקסט הסמוך להן.

²⁰⁸ Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, לעיל ה"ש 206, בעמ' 689.

אותם מועמדים זכו בשיעור קולות המבטא תמיכה רחבה באספה הכללית של בעלי המניות (גם אם שיעור הקולות התומכים לא הספיק כדי להבטיח את בחירתו של המועמד המוצע).²⁰⁹ בדומה לזה ניתן לשקול יצירת מודל מקומי לשיפוי מוסדיים בישראל בגין מאמצים והוצאות שישקיעו בניסיון למנות דירקטורים בדירקטוריונים של חברות הפורטפוליו. על מודל כזה להביא בחשבון את מאפייניו הייחודיים של השוק הישראלי, כדוגמת שיעורי ההצבעה שייחשבו למייצגים "תמיכה רחבה" בהתחשב במבני ההחזקה הנפוצים בשוק, וכן השוני בעלויות הכרוכות בניסיון לקדם את מינויו של מועמד חיצוני בישראל – שוני אשר נובע, בין היתר, מקיומה של אפשרות לגישה ישירה (proxy access) של בעלי מניות להליכי מינוי דירקטורים. הטמעת מודל כזה בדין הישראלי עשויה לתמרץ מוסדיים להיות אקטיביים יותר, ומכאן לשפר את איכות הדירקטוריונים ואת הממשל התאגידי בחברות הפורטפוליו. בעקפין, מודל מעין זה צפוי לתמרץ את ההנהלות של חברות הפורטפוליו לטייב את תהליכי מינוי הדירקטורים בחברות הציבוריות בישראל כדי למנוע התערבות של גופים מוסדיים.

3. חברות הייעוץ למוסדיים

התעצמותם של הגופים המוסדיים בשני העשורים האחרונים, בארצות הברית²¹⁰ ובישראל,²¹¹ הובילה להיוולדן ובהמשך להתעצמותן של חברות הייעוץ למוסדיים. תופעה זו משכה תשומת לב בעיקר בארצות הברית, שבה שליטה כמעט מוחלטת של שתי חברות ייעוץ – ISS ו-Glass Lewis²¹² – ובהמשך גם בישראל.²¹³ חברות הייעוץ מספקות שירותי ייעוץ למוסדיים בנוגע לאופן שבו עליהם להצביע באספות כלליות של חברות שבהן הם משקיעים, במגוון רחב של נושאים. הגופים המוסדיים אמורים להצביע במאות ובארצות הברית באלפי

²⁰⁹ שם, בעמ' 699. לקריאה נוספת, ראו גם Nili & Kastiel, *Competing for Votes*, לעיל ה"ש 50, בעמ' 287, 333–334 (המציעים לשקול מתן שיפוי אם מועמד חיצוני זכה לתמיכה בשיעור של כ-30%-50% מהקולות).

²¹⁰ לסקירה של הגידול בהחזקות המוסדיים בחברות בארצות הברית, ראו Stuart L. Gillan & Laura T. Starks, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, 19 J. APPL. CORP. FIN. 55 (2007). החוקרים מתארים כיצד בשנת 1953 היה שיעור ההחזקות של המוסדיים בחברות ציבוריות בארצות הברית כ-10%, וכיצד עלה שיעור ההחזקות שלהם בעקיבות עד שחצה רף של 60% בשנת 2005. מחקרים עדכניים יותר מלמדים שהמוסדיים בארצות הברית מחזיקים כיום יותר מ-70% במוצע בחברות הציבוריות הגדולות. לסקירה מקיפה, ראו Zohar Goshen & Sharon Hannes, *The Death of Corporate Law*, 94 N.Y.U. L. REV. 263 (2019).

²¹¹ לניתוח של הגידול בהחזקות המוסדיים בישראל, ראו אילן גילדין ואח' *התפתחויות בניהול כספי הציבור בישראל בעשור האחרון והשלכותיהן על שוק ההון* 8 (רשות ניירות ערך 2020) <https://tinyurl.com/yz9e4cme>. הניתוח מראה כיצד היקף הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים בישראל הוכפל במהלך העשור האחרון.

²¹² לדיון במעורבות ובהשפעה של חברות הייעוץ בארצות הברית על הנעשה בשוק האמריקאי, ראו Asaf Eckstein, *Skin in the Game for Credit Rating Agencies and Proxy Advisors: Reality Meets Theory*, 7 HARV. BUS. L. REV. 221 (2017). ראו גם Asaf Eckstein, *Great Expectations: The Peril of an Expectations Gap in Proxy Advisory Firm Regulation*, 40 DEL. J. CORP. L. 77 (2015).

²¹³ ורשבסקי וגרשגורן, לעיל ה"ש 92.

חברות, והם כורעים תחת העומס, שהולך וגדל עם ריבוי הנושאים שעולים להצבעה באספות הכלליות. התעצמותם של המוסדיים, בשילוב עם הגידול במטלות ההצבעה, דחפו את המוסדיים להיעזר בחברות הייעוץ במידה הולכת וגוברת. לפי הביקורת שהתעוררה בשנים האחרונות נטען כי הגופים המוסדיים אף הגיעו למצב שבו הם מבצעים "מיקור חוץ" (outsourcing) של חובות ההצבעה שלהם. ביקורת חריפה יותר גורסת שהמוסדיים עוקבים באופן "עיוור" אחר המלצות חברות הייעוץ, בלי לבצע ניתוח עצמאי בנוגע לנושאים שעולים להצבעה באספות הכלליות.²¹⁴ על אותה הביקורת שתוארה לעיל יש להוסיף את הביקורת שמכוונת לניגודי העניינים המובנים (אינהרנטיים) שבהם מצויות חברות הייעוץ, כאשר מצד אחד הן מייצגות לגופים המוסדיים כיצד להצביע באספות של חברות הפורטפוליו, ומצד

אחר הן מייצגות לחברות כיצד לצלוח את אותן ההצבעות.²¹⁵ הביקורת המתוארת לעיל הובילה קובעי מדיניות בחו"ל וגם בישראל "לחשב מסלול מחדש" בנוגע לפעילותן של חברות הייעוץ. למשל, בארצות הברית התקיימו דיונים נרחבים בנוגע לאופן שבו ראוי לרסן את פעילותן של חברות הייעוץ ולצמצם את ההשפעות השליליות האפשריות של ניגודי העניינים המובנים במודל העסקי שלהן. בתוך כך הדיונים בקונגרס האמריקאי וברשות ניירות ערך האמריקאית (ה-SEC) התייחסו לאופן שבו ראוי לטפל בחשש מהסתמכות עיוורת של הגופים המוסדיים על חברות הייעוץ.²¹⁶ בישראל רשות שוק ההון פועלת באופן שיחייב את הגופים המוסדיים לקבל החלטות הצבעה על בסיס ניתוח עצמאי,²¹⁷ מה שהוביל את חברת הייעוץ הדומיננטית בישראל, אנטרופי, להכריז על הפסקת מתן שירותי ייעוץ למוסדיים.²¹⁸

הניתוח האמפירי שהוצג בפרק ב מראה שהחשש מפני השפעתן של חברות הייעוץ – ובראשן אנטרופי – על הליכי מינוי דירקטורים בישראל ראוי לדיון ולשקילה מחדש. הנתונים שהצגנו בפרק האמפירי מלמדים שלפחות בכל הקשור למינוי דירקטורים, השפעתה של אנטרופי על הצבעתם של הגופים המוסדיים, ובהתאמה על תוצאות ההצבעה, היא מוגבלת. למשל, במרבית המקרים שבהם בחנו את הקשר בין אופן ההצבעה של המוסדיים לבין המלצות חברות הייעוץ מצאנו שהמוסדיים אינם ממהרים לאמץ את המלצותיה של חברת אנטרופי להצבעה נגד מינוי מוצע. למעשה, רק אחת מתוך עשר המלצות נגד של אנטרופי בכל הנוגע למינוי דירקטורים מביאה בסופו של דבר לאי-בחירת דירקטור. נתון זה מספק אינדיקציה לכך שהמשקיעים המוסדיים אינם מסתמכים על המלצותיה של אנטרופי הסתמכות מוחלטת או עיוורת, אלא מפעילים שיקול דעת עצמאי בבואם להצביע נגד מינוי דירקטורים. לכל הפחות ניתן להסיק שכאשר המלצה שלילית של חברות הייעוץ מסיבה את תשומת ליבם של הגופים המוסדיים למקרים בעייתיים או מורכבים מהרגיל, המוסדיים אינם מהססים להפעיל שיקול דעת עצמאי ולהכריע כראות עיניהם. אם כן, ממצאי המחקר עשויים ללמד שהחשש מפני השפעה מופרזת של חברות הייעוץ למוסדיים והסתמכות היתר של המוסדיים על חברות הייעוץ הוא מופרז וראוי לבחינה מחדש.

²¹⁴ Eckstein & Hannes, לעיל ה"ש 166.

²¹⁵ שם.

²¹⁶ שם.

²¹⁷ רחלי בינדמן "ברקת למוסדיים: תחליטו לבד" כלכליסט (15.4.2019) <https://bit.ly/3IQb1k>

²¹⁸ בינדמן "ברקת התיש את אנטרופי", לעיל ה"ש 93.

בהקשר זה ראוי לציין כי הדיונים בארצות הברית בנוגע לאסדרה המתאימה של פעילותן של חברות הייעוץ נמשכים זה שנים, והם נעשים בשיקול הדעת ובאיפוק, וכוללים "שולחנות עגולים", דיונים בקונגרס האמריקאי, התייעצות עם מכלול הגורמים הרלוונטיים בדרכים שונות, לרבות בדרך של בקשה לקבלת רעיונות לאסדרה (concept release)²¹⁹ ועוד.²²⁰ לטעמנו, ראוי שגם בישראל תיערך בחינה מעמיקה של הצורך בשירותים שמספקות חברות הייעוץ, לנוכח העומס המוטל על הגופים המוסדיים בקשר להצבעות באספות. למשל, ראוי לשקול את התפקיד שעשויה אנטרופי למלא בעידוד הגופים המוסדיים להציע מועמדים לכהונה בחברות הפורטפוליו. בהקשר זה מעניין שאנטרופי ממליצה במדיניות ההצבעה שלה לתמוך במינוי של דירקטור רגיל או חיצוני שהציע משקיע מוסדי.²²¹ אנטרופי עשויה למלא תפקיד חשוב גם בתיאום הצבעות בין גופים מוסדיים.²²² ברקע לדברים האמורים ראוי גם להביט במבט מפוכח על מצב הדברים שנוצר, שלפיו החקיקה והאסדרה הן שדחפו את המוסדיים להישען על חברות הייעוץ למוסדיים. הגופים המוסדיים כפופים לחובות הצבעה מכבידות, מבחינת היקף ההצבעות והמגוון הרחב של הנושאים העולים להצבעה. משכך, קיים קושי מעשי לחייב את הגופים המוסדיים להצביע ביעילות ובתוך כך להגביל מאוד את היכולת שלהם להסתמך על חברות הייעוץ. לשון אחר, מטלות ההצבעה כרוכות בעלויות גבוהות מאוד עבור הגופים המוסדיים, והגברת חובות ההצבעה הובילה למהלך טבעי שבו המוסדיים נעזרו במידה הולכת וגוברת בשירותים שמציעות חברות הייעוץ. הדברים נכונים ביתר שאת כאשר מדובר בגופים מוסדיים בינוניים או קטנים יחסית שצפויים להתקשות אם האפשרות להיעזר בחברות ייעוץ תוגבל מאוד. האצלת החלטות הצבעה בענייני ממשל תאגידי ליועץ חיצוני אף עשויה להפחית את אי-הנעימות שחווים מנהלי גוף מוסדי בבואם להצביע נגד מועמד של החברה (כאשר הם אכן מעוניינים לעשות כן), משום שבמקרים אלו מנהלי הגוף המוסדי יכולים להציג להנהלת החברה או לבעל השליטה את ההחלטה להתנגד למועמד מסוים ככזו שאינה בשליטתם.

²¹⁹ להסבר על השימוש במנגנון זה, ראו אסף אקשטיין "מי מפקח על המפקחת? ואת מי היא משתפת? רשות ניירות-ערך במבט השוואתי" **משפט ועסקים** יט 195, 225–226 (2015).

²²⁰ לסקירה של הדיונים הנרחבים, ראו Eckstein & Hannes, לעיל ה"ש 166, בעמ' 803–807.

²²¹ ראו אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ **מדיניות הצבעה בעת הפעלת proxy אספות הכלליות לשנת 2018** 5–6 (אפריל 2018): "תמיכה במועמד שיציע משקיע מוסדי: במידה ובאסיפה הכללית יציע משקיע מוסדי מועמד לתפקיד דירקטור או דח"צ ומנגד דירקטוריון החברה יציע מועמד אחר שיזכה לתמיכת בעל השליטה, אנו נמליץ לבחור במועמד שיוצע או יקבל תמיכה על ידי המשקיע המוסדי, בהנחה שאכן מדובר במועמד ראוי מכל הבחינות". כן ראו שם: "תמיכה בהחלטות דח"צ שהוצע ע"י גופים מוסדיים: על מנת לעודד את מינוי בפועל של המועמד לתפקיד דח"צ שהוצע על ידי משקיע מוסדי (לנוכח זכות הווטו שקיימת לבעל השליטה בהצבעה באסיפה הכללית כנגד מועמד שהוצע על ידי בעלי מניות מיעוט לתפקיד דח"צ בכהונה הראשונה), לדעתנו ראוי שיוענק אמון רב יותר בשיקול הדעת של ועדת התגמול שחבריה הוצעו על ידי גופים מוסדיים וזכו לתמיכתם. לכן, ניטה להעניק המלצה חיובית להחלטות בענייני תגמול, העולות לאישור האסיפה הכללית, בתקופת כהונתו של דח"צ שהוצע על ידי גופים מוסדיים, כל עוד דח"צ זה אכן תמך בהחלטת התגמול והיא אינה עומדת בסתירה מהותית לעקרונות מדיניות ההצבעה".

²²² לדין בתורמה אפשרית זו של חברות הייעוץ למוסדיים בארצות הברית, ראו Randall S. Thomas, Alan R. Palmiter & James F. Cotter, *Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance*, 97 CORNELL L. REV. 1213, 1231–1232 (2012).

ואכן, מחקרנו מאתר קורלציה מסוימת בין מוסדיים שבראש טבלת המתנגדים למינוי דירקטורים לשימוש בגורמי ייעוץ חיצוני.²²³ בשל הדברים האמורים אנו מציעים לשקול מחדש את הצורך במהלך אסדרתי שידכא את פעילותן של חברות הייעוץ למוסדיים בישראל.

4. ועדת מינויים

בחלקו האחרון של הדיון נבקש לדון בחשיבותן של ועדות מינויים – שהן אמצעי מרכזי נוסף להצעת מועמדים לדירקטוריון – ובתרומתן האפשרית להליכי מינוי דירקטורים בחברות ציבוריות בישראל. חשיבותן של ועדות המינויים מקבלת משנה תוקף בשל מגמת ביזור השליטה על חברות ציבוריות בשוק הישראלי ובשל המעורבות הגוברת של בעלי מניות מוסדיים בישראל בהליכי מינוי דירקטורים. הסדרת מעמד ועדת המינויים בדיון הישראלי – יוזמה שאף נכללה בתזכיר ההצעה לתיקון חוק החברות שפרסם לאחרונה משרד המשפטים²²⁴ – מעוררת כמה וכמה שאלות מורכבות בכל הנוגע לאופן ההסדרה, להרכב הוועדה, לסמכויותיה ולהליך הצעת המועמדים לכהונת דירקטורים, הן על ידי הנהלת החברה והן על ידי המשקיעים המוסדיים. אנו נפנה כעת לדון בשאלות אלו.

(א) קליטת המנגנון בישראל

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

יתרון הבולט של ועדות המינויים הוא בתרומתן לקיומו של הליך מינוי מובנה וסדור. כחלק מהגדרת תפקידה ועדת המינויים תגבש מדיניות עקרונית בנוגע למבנה ולהרכב הרצויים של הדירקטוריון, ומדיניות זו תוצג לפני בעלי המניות. על בסיס מדיניות כזאת תוכל ועדת המינויים לבחון את מצבת הדירקטוריון באופן רחב, אגב מתן תשומת לב לתמהיל הכישורים, הניסיון, העצמאות והידע של חבריו, מה שיאפשר להבטיח את רציפות הדירקטוריון. מנגנון זה יתרום גם לטיוב המינויים האינדיווידואליים, שיוכלו להתנהל בשיטתיות, ברשמיות ובשקיפות על בסיס פרמטרים ידועים מראש. ליתרון זה חשיבות רבה בשוק הישראלי, המתאפיין במאגר מועמדים מצומצם יחסית וברמת היכרות גבוהה בין השחקנים השונים הפועלים בו. לצד היתרונות הישירים הנובעים מטיוב הליך המינוי ניתן

²²³ ראו טבלה 5 לעיל והטקסט הסמוך לה. עם זאת כפי שציינו שם, זאת אינה בהכרח הסיבה היחידה להיות גופים אלו מתנגדים בולטים למינוי דירקטורים.

²²⁴ תזכיר חוק החברות.

לצפות כי הוא יתרום לחברות בדרך עקיפה, באמצעות חיזוק האמון בהן מצד משקיעים קיימים ופוטנציאליים.

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

לצד היתרונות שתוארו חשוב להכיר במגבלות המבניות של ועדות מינויים. בראש מגבלות אלה ניצבת השפעתה הפוטנציאלית של ההנהלה על החלטותיהם של חברי הוועדה, אשר מאפשרת לה להמשיך ולקדם מועמדים מטעמה השפעה זו נובעת מכמה גורמים: ראשית, כיוון שהדירקטור הנבחר צפוי להידרש לעבוד עם הנהלת החברה, יש לוועדות נטייה להתחשב בעמדת ההנהלה בנוגע למועמדים האפשריים; שנית, חברי הוועדה, כמי שכאמור משמשים דירקטורים בחברה, עשויים לפסול מועמדים אשר צפויים להתעמת עם ההנהלה מחשש שהעיוותים הללו יפגעו בקולגיאיות של הדירקטוריון ומתוך רצון להימנע מתחושות חוסר הנעימות שעיוותים עם ההנהלה עלולים לייצר.²²⁸ חיסרון נוסף של ועדות המינויים קשור בחשש שהקמתן תיצור עומס על הדירקטורים (ובייחוד על הדירקטורים החיצוניים), שיצטרכו לאיש אותן בד בבד עם שאר חובותיהם בדירקטוריון. חשש זה אינו נובע מהמאפיינים הייחודיים לוועדת המינויים אלא מעצם הקמתה של ועדת דירקטוריון נוספת, ועל כן ניתן להפיגו באמצעות מגוון פתרונות מעשיים, כדוגמת מתן הקלות לחברות קטנות והסתפקות ברוב בלתי תלוי של דירקטורים בוועדה (בשונה מדרישה שהוועדה כולה תורכב מדירקטורים בלתי תלויים).

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

²²⁶ Peter Agyemang-Mintah, *The Nomination Committee and Firm Performance: An Empirical Investigation of UK Financial Institutions during the pre/post Financial Crisis*, 11 CORP. BOARD: ROLE, DUTIES & COMPOSITIONS 176 (2015).

²²⁷ Kingsley Opoku Appiah & Amon Chizema, *The Impact of Board Quality and Nomination Committee on Corporate Bankruptcy*, 35 ADVANCES ACCT. 75 (2016).

²²⁸ לדיון נוסף ולראיות אמפיריות בנוגע לחסרונות אלו, ראו לעיל ה"ש 110–117 והטקסט הסמוך להן.

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

(ב) מנגנון חובה או רשות?

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

(ג) רלוונטיות מבנה הבעלות

מערך מרכזי נוסף של דילמות נובע מההבחנה בין חברות בבעלות מבוזרת לחברות עם בעל שליטה. בהקשר זה יש לשאול אם נכון להחיל את החובה הסטטוטורית להקמת ועדות מינויים (אם תיקבע כזו) על כלל החברות, או להגבילה לחברות בבעלות מבוזרת. בעניין היקף תחולתה של החובה ניתן לטעון כי בחברות עם בעלי שליטה מינוי דירקטורים הוא חלק אינטגרלי מהפעלת השליטה. לכן על פני הדברים החלת דרישת חובה להקים ועדות מינויים בחברות אלו עלולה להביא לשלילת כלי יעיל זה מידיהם של בעלי השליטה ולפגוע ביכולתם לממש את שליטתם.²³² היגיון זה עולה בקנה אחד עם הפטור שכללי הבורסה בארצות הברית מעניקים לחברות עם בעלי שליטה מהדרישה שבועדות המינויים יהיו רוב של דירקטורים עצמאיים.²³³

²²⁹ לדיון תאורטי ראו בפרק א לעיל.

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

²³¹ אנטרופי ממשל תאגידי (Entropy Corp. Governance) **ממשל תאגידי מאוזן בחברות ללא גרעין שליטה** 9 (נייר עמדה, מרץ 2019) <https://tinyurl.com/ewu79um3>.

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

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

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

עם זאת גם בחברות עם בעל שליטה, כאשר מדובר במינוי דירקטורים חיצוניים החשש מהפקעת כלי לגיטימי להפעלת שליטה נסוג, שכן גם בחברות אלה – כמו בחברות בבעלות מבוזרת – יש להבטיח את עצמאותם של הדירקטורים החיצוניים מהנהלת החברה ומבעל השליטה. תיתכן טענה שלפיה במצב הקיים בישראל יעד זה ניתן להשגה גם ללא הקמת ועדות מינויים, שכן בדרך כלל המנגנון הקיים – המעניק לבעלי המניות מהציבור זכות וטו בהקשר של מינוי דירקטורים חיצוניים – מתמרץ בעלי שליטה לבחור מראש דירקטורים חיצוניים אשר קיים סיכוי גבוה יחסית שיקבלו את אישור בעלי המניות מהציבור (כדי לחסוך לבעל השליטה את המבוכה הכרוכה באי אישורם). טענה זו מוצאת תימוכין בנתונים שהוצגו בפרק האמפירי של המאמר, אשר מעידים שבעלי מניות בוחרים להפעיל את זכות הווטו הנתונה להם רק לעיתים רחוקות. ואולם, המנגנון הקיים אינו מספק מענה לרציונלים הכלליים בעד הקמת ועדות מינויים, בדגש על השאיפה לקיום הליך סדור ושקוף למינוי דירקטורים ולהרחבת היצע המועמדים הפוטנציאליים. רציונלים אלה עומדים בעינם בהקשר של מינוי **דירקטורים חיצוניים** בחברות עם בעל שליטה, ולטעמנו מצדיקים החלת מדיניות שווה על מקרים אלה ועל מינוי דירקטורים בחברות בבעלות מבוזרת. לפיכך בניגוד לאמור בתזכיר החוק, אנו סבורים שגם בחברות עם בעלי שליטה ראוי להסדיר בחקיקה ראשית את הקמתן של ועדות מינויים לצורך הנקודתי של מינוי דירקטורים חיצוניים, או לכל הפחות לעשות זאת בהוראת חוק ממשל תאגידי מומלצת.

(ד) הרכב ועדת המינויים

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

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

²³⁴ תזכיר חוק החברות.

²³⁵ ס' 115(א) לחוק החברות.

²³⁶ ראו את הדיון לעיל בטקסט הסמוך לה"ש 98–109.

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

(ה) תפקידי הוועדה וסמכויותיה

מעריך אחר של שאלות נוגע לתפקיד ועדת המינויים, כמו גם לשאלה אם הסמכות לקבוע את זהות המועמדים לכהונה שיועלו על סדר יומה של האספה הכללית ואת מבנה הדירקטוריון הרצוי נתונה לוועדה, או שמא לדירקטוריון החברה.

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

זאת ועוד, לוועדה – כמי שאמונה על סינון ראשוני של המועמדים לכהונה בדירקטורים – יש מעין זכות וטו על זהות המועמדים מטעם החברה המונחים על שולחן הדירקטוריון, וביכולתה לחסום מועמדים שאינם ראויים ולבצע סינון איכותי החורג מגבולות העמידה בתנאי הסף לכהונה בדירקטוריון. עם זאת בחברות בבעלות מבוזרת אנו מציעים כי ההחלטה הסופית בנוגע לזהות המועמדים ששמש יועלה להצבעה תהיה נתונה לדירקטוריון החברה.

²³⁷ ס' 115 (ב) לחוק החברות.

²³⁸ ראו הוראות הקוד הבריטי, לעיל ה"ש 100, אשר נכנס לתוקף ב-1 בינואר 2019. סעיף 17 לקוד הבריטי קובע כי יו"ר הדירקטוריון לא יכהן כיו"ר ועדת המינויים רק כאשר היא בוחנת את מינוי המחליף שלו.

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

²⁴⁰ שם, בסעיף 23 לקוד הבריטי הקובע כי יש לפרסם בדוח השנתי תיאור עבודתה של ועדת המינויים. על תיאור זה להתייחס להליך המינוי, לאופן שבו מתבצעת הערכה לדירקטוריון, למדיניות החברה בנוגע לגיוון ולאיוון מגדרי בקרב ההנהלה הבכירה והעובדים הכפופים לה, ולעמידת החברה ביעדים שהציבה לעצמה. נוסף על זה פורסמו הנחיות (Guidance on Board Effectiveness) מטעם ה-Financial Reporting Council שאינן מחייבות, ובהן פירוט נוסף של העבודה הרצויה של ועדת המינויים. ראו FCR, GUIDANCE ON BOARD EFFECTIVENESS (2018), <https://bit.ly/3IV9hDu>. כן ראו סעיפים 86–96 לקוד הבריטי, לעיל ה"ש 100, המתייחסים לוועדת המינויים וקובעים כי על הוועדה לשקול את המינויים לפי האסטרטגיה של החברה, לפי סדר העדיפויות שלה ולפי הזמינות שדרושה לדירקטורים כדי למלא את תפקידם כראוי; כי יש להקפיד על גיוון, וכל דירקטוריון נדרש להחליט איזה סוג של גיוון חשוב לעסק הספציפי שלו ולצרכים שלו; כי יש לבחור מועמדים בעלי יכולות מתאימות, והליך המינוי צריך להתבצע לפי קריטריונים אובייקטיביים: כישורים, ניסיון, ידע ואתגרים שצפויים לחברה. על בסיס השיקולים הללו יש להכין תיאור של התכונות הנדרשות למינוי הספציפי ולהסכים על תהליך גיוס המועמדים.

מוצע אפוא, בדומה לאמור בתזכיר החוק, שהמלצותיה של הוועדה בנוגע לזהות המועמדים לכהונה יהיו לא מחייבות, וכי הדירקטוריון הוא שיבחר או יאשר את המועמדים ששם יועלה להצבעה, אלא אם הסמכות הואצלה במפורש לוועדת המינויים. איזון זה ביטח כי המועמדים מטעם החברה ששם יעלה להצבעה יזכו לתמיכת רוב מקרב חברי הדירקטוריון המכהנים.

(ו) סמכות הוועדה בעניין מועמדיהם של בעלי המניות

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

(ז) מעורבות בעלי מניות בוועדת המינויים

כזכור, על פי המודל הנורדי, ועדת המינויים מתמנה על ידי האספה הכללית של החברה, והיא אינה תת-ועדה של הדירקטוריון. מנגנון זה מאפשר לבעלי מניות להשתתף בהליך המינוי ישירות מתחילתו, ובכך מגביר את מידת מעורבותם בו. על פניו, מדובר בפתרון שאינו בהכרח מתאים ליישום בישראל, ממספר טעמים: ראשית, קיים חשש שהוא יגרום למאבקים בין המוסדיים על זהותם של בעלי המניות שישבו בוועדות המינויים; שנית, הוא מייצר שונות בדרישות הרגולטוריות בין ישראל למדינות אחרות כמו ארצות הברית ובריטניה, ועל כן עשוי להיות יקר וקשה ליישום עבור חברות דואליות. כמו כן דומה כי בישראל הצורך בהסדר שכזה פוחת, שכן כבר כיום חוק החברות מעניק לבעלי מניות המחזיקים ב-1% או יותר ממניות החברה גישה ישירה להליכי מינוי דירקטורים. ככל שיתברר בעתיד כי ההסדר הקיים בחוק החברות אינו מביא למעורבות בעלי מניות בהליכי מינוי במקרים המתאימים, ניתן יהיה לשקול האם יש מקום לאמץ את המודל הנורדי בשינויים המחויבים (למשל, תוך החרגת חברות דואליות).

לסיכום, הסדרת הקמתן של ועדות מינויים בדין הישראלי – סוגיה המונחת בימים אלו על שולחנו של המחוקק – מעוררת שאלות מורכבות בכל הנוגע לאופן ההסדרה, להרכב הוועדה, לסמכויותיה ולהליך הצעת המועמדים לכהונת דירקטורים. בתת-פרק זה הצגנו את העקרונות העיקריים להתמודדות עם שאלות חשובות אלו.

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

ד. סיכום

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

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

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

במישור הנורמטיבי, על גבי התשתית האמפירית ועל בסיס הדיון התאורטי בהיבטים השונים של מינוי דירקטורים, המאמר מניח נדבך נוסף שבמסגרתו נדונות ההשלכות העולות מממצאי המחקר, ועל בסיסו מובאות המלצות לגיבוש מדיניות עתידית. בין היתר אנו ממליצים לפעול בכמה אפיקים אפשריים להגברת השקיפות בנוגע לאופן הצבעתם של בעלי מניות – ובכללם משקיעים מוסדיים – בהקשר של מינוי דירקטורים; לבחון מחדש את שאלת מערכת היחסים שבינם לבין חברות הייעוץ למוסדיים על רקע ממצאי המאמר; להסדיר את מעורבותם של הגופים המוסדיים במינוי דירקטורים בחברות הפורטפוליו. אנו גם מציעים מודל מקיף להסדרת הקמתן של ועדות מינויים בחברות בבעלות מבוזרת, סוגיה אשר מונחת בימים אלו על שולחנו של המחוקק.