

אדישות רציונלית של בעלי מניות: כיצד לעורר את ציבור המשקיעים מתרדמתו?

מאת

דב סולומון*

תקציר

יחסם של בעלי מניות מקרב הציבור להליך קבלת ההחלטות בחברה מתאפיין באדישות רציונלית. שיקולי עלות מול תועלת מסבירים את מעורבותם הדלה של בעלי המניות בחברות שהם משקיעים בהן. שיעור ההחזקה הנמוך של כל משקיע במניותיה של חברה ציבורית מעקר את יכולתו להשפיע באופן ממשי על קבלת ההחלטות בחברה, ולכן אינו מצדיק את השקעת המשאבים הכרוכה באקטיביזם של בעלי מניות. אשר על-כן, ציבור המשקיעים מדיר את עצמו מאספת בעלי המניות. אף כאשר ניהול ענייני החברה אינו מוצא חן בעיני המשקיעים, הם מעדיפים לבטא את אי-שביעות-רצונם באמצעות הצבעה ברגליים, דהיינו מכירת המניות המוחזקות על-ידיהם, ולא באמצעות הצבעה בידיים באספה הכללית במטרה להשפיע על אופן ניהול החברה.

רשימה זו מתמודדת עם תופעת האדישות הרציונלית של בעלי מניות בשני מישורים שונים. במישור הנורמטיבי היא מנתחת את הגורמים לתופעה, ובוחנת אם דמוקרטיה תאגידית, אשר באה לידי ביטוי במעורבות של בעלי המניות מקרב הציבור בהליך קבלת ההחלטות בחברות, היא חשוכה ורצויה. מסקנות הדיון מלמדות הן על הערך האינטרני של שיתוף המשקיעים בהליך קבלת ההחלטות והן על התועלת המופקת משיתופם. במישור הפוזיטיבי ההתבוננות על תופעת האדישות הרציונלית של בעלי מניות בפרספקטיבה כלכלית של עלות מול תועלת מספקת מסגרת מובנית וקוהרנטית לדיון ברפורמות חדשות בדיני התאגידים וניירות-הערך בישראל שנועדו לעודד מעורבות של ציבור המשקיעים בהליך קבלת ההחלטות בחברות. תכליתן של רפורמות אלה היא להגדיל את התועלת המופקת ממימוש זכות ההצבעה באספה הכללית, למשל באמצעות אקטיביזם מוסדי, ולהפחית את העלות הכרוכה בכך, למשל על-ידי שימוש במערכת הצבעה אלקטרונית. הרשימה מנתחת את התהליכים שהובילו לרפורמות, בוחנת באופן ביקורתי אם הרפורמות אכן מגשימות את תכליתן, מציעה דרכים לשיפורן, ומצביעה על ההשלכות הצפויות של יישומן.

* מרצה, הפקולטה למשפטים, המרכז האקדמי למשפט ולעסקים, רמת-גן. מאמר זה זיכה את מחברו בפרס לחוקר צעיר מצטיין בפקולטות למשפטים בישראל לשנת 2015. אני מודה לעמירם גיל, לליאב וינבאום, לשרון חנס, לחברי מערכת עיוני משפט ולמשתתפים בסדנת החוקרים הצעירים השלישית בפקולטות למשפטים, בפורום החוקרים במכון לאחריות תאגידית וכן בסדנה למשפט מסחרי במרכז האקדמי למשפט ולעסקים על הערות מועילות לתזה המוצגת במאמר. תודתי נתונה גם לשחר הזלקורן ולסטס שמיס על עזרה מצוינת במחקר.

מבוא

- א. בעיית הנציג
 - ב. אדישות רציונלית של בעלי מניות
 - ג. דמוקרטיה תאגידית: דיון נורמטיבי
 1. הצבעה ברגליים או בידיים?
 2. טיעונים בעד הגברת מעורבותם של בעלי מניות המיעוט
 3. התמודדות עם טיעונים נגד מעורבותם של בעלי מניות המיעוט
 - (א) ראייה קצרת-טווח
 - (ב) העדר מידע והעדר מומחיות
 - ד. הגדלת התועלת ממימוש זכות ההצבעה
 1. משקיעים מוסדיים
 2. חברות ייעוץ למשקיעים המוסדיים
 - ה. הקטנת העלויות של מימוש זכות ההצבעה
 1. הצבעה באמצעות שלוח
 2. כתב הצבעה והודעת עמדה
 3. מערכת הצבעה אלקטרונית
 - ו. מאדישות למעורבות של בעלי מניות המיעוט
 1. תופעת המיעוט הסחטן
 2. ביקורת שיפוטית על עסקות עם בעל שליטה
- סוף-דבר

מבוא

המשק הישראלי מתאפיין במבנה בעלות ריכוזי. ברובן המכריע של החברות הציבוריות בישראל קיים בעל מניות עיקרי המסוגל לנווט את ענייני החברה, קרי, בעל שליטה.¹ המבנה הריכוזי מעורר חשש שבעל השליטה ינצל את כוחו כדי להפיק תועלת פרטית על-חשבון בעלי המניות מן הציבור.² לצורך כך בעל השליטה יכול לפעול בדרכים מגוונות, כגון ביצוע עסקות עם החברה שיש לו עניין אישי בהן, ומשיכת שכר או דמי ניהול מופרזים מהחברה

1 ס' 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: חוק ניירות-ערך), מגדיר שליטה כ"יכולת לכוון את פעילותו של תאגיד". ברור שבעל מניות המחזיק ביותר מ-50% מזכויות ההצבעה באספה כללית של חברה נחשב בעל שליטה. אולם בנסיבות מסוימות גם החזקה בפחות ממחצית מזכויות ההצבעה עשויה להקנות שליטה אפקטיבית על ענייני התאגיד.

2 Lucian A. Bebchuk, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control* (NBER Working Paper No. 7203, 1999), available at <http://www.nber.org/papers/w7203.pdf>

לו עצמו ולקרוביו.³ הכוונת פעילותה של החברה ממניעים של הפקת תועלת פרטית לבעל השליטה על-חשבון בעלי מניות המיעוט מובילה לרפוס פעילות בלתי-יעיל המסב נזקים הן לציבור המשקיעים והן למשק בכללותו. תופעה זו מוגדרת בספרות האקדמית כבעיית הנציג שבין הרוב לבין המיעוט בקבוצת המשקיעים. בעל השליטה שולט בפועל בנכסי החברה, ומשפיע על קבלת ההחלטות בנוגע לנכסים אלה. המיעוט מיוצג למעשה על-ידי בעל השליטה, אף שעלולים להתעורר ניגודי אינטרסים ביניהם.⁴

ממדיה של בעיית הנציג מועצמים לנוכח המעורבות הדלה של ציבור המשקיעים בקבלת החלטות בחברות. בעלי מניות מקרב הציבור נוטים לא לממש את זכות ההצבעה באספה הכללית, ומעורבותם בהליך קבלת ההחלטות בחברה דלה.⁵ הם מוזמנים אומנם, מצוות אנשים מלומדה, להשתתף באספת בעלי המניות, אך הם נמנעים על-פירוב מלהיענות להזמנה.⁶ שיקולי עלות מול תועלת מסבירים את שיעור ההשתתפות הנמוך של ציבור המשקיעים באספות שהם זכאים להצביע בהן. שיעור ההחזקה הנמוך של כל משקיע במניותיה של חברה ציבורית מעקר את יכולתו להשפיע באופן ממשי על קבלת ההחלטות בחברה, ולכן אינו מצדיק מבחינה כלכלית את השקעת המשאבים הנדרשים לשם בחינה ראויה של הצעות ההחלטה העומדות להצבעה ואת הנשיאה בעלות הכרוכה בהשתתפות באספה. אשר על-כן, בעלי המניות מן הציבור מפגינים "אדישות רציונלית" לנעשה בחברה, ומדירים את עצמם למעשה מהליך קבלת ההחלטות בתאגיד. אף כאשר ניהול ענייני החברה אינו מוצא חן בעיני המשקיעים, הם מעדיפים לבטא את אי-שביעות-רצונם באמצעות הצבעה ברגליים, דהיינו מכירת המניות המוחזקות על-ידיהם, ולא באמצעות הצבעה בידיים באספה הכללית במטרה להשפיע על אופן ניהול החברה.

האם האדישות הרציונלית שמאפיינת את ציבור המשקיעים היא תופעה בעייתית שמחייבת את הרגולטור לפעול לצמצומה? האם דמוקרטיה תאגידית, אשר באה לידי ביטוי במעורבות של בעלי מניות המיעוט בהליך קבלת ההחלטות בחברות ציבוריות, היא חשובה ורצויה? רשימה זו עונה על שאלות אלה בחיוב. לגישתי, המנגנונים של דמוקרטיה

3 ראו: Simeon Djankov et al., *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 J. FIN. ECON. 430 (2008).

4 ראו: Henry Hansmann, *Ownership of the Firm*, 4 J. L. ECON. & ORG. 267, 277–280 (1988).

5 דברי הסבר להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 53) (מערכת הצבעה אלקטרונית), התשע"ג-2013, ה"ח הממשלה 1166. לנתונים על השוק האמריקני ראו: Broadridge & PwC Initiative, *ProxyPulse: 2015 Proxy Season Wrap-up* (3rd ed. 2015), available at http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150826_Broadridge-PwC-ProxyPulse.pdf (להלן: *ProxyPulse*) (נתונים שנאספו על שיעורי ההצבעה באספות כלליות של 4,280 חברות ציבוריות בארצות-הברית שהתכנסו במחצית הראשונה של שנת 2015 מלמדים כי משקיעים פרטיים המחזיקים יותר מ-97 מיליארד מניות, שהן כ-72% מהמניות המוחזקות על-ידי משקיעים פרטיים, לא מימשו את זכות ההצבעה שלהם באספה הכללית); Kobi Kastiel & Yaron Nili, *Just a Little "Nudge": Curing Investors' Rational Apathy* 7–9 (2015), available at <https://www.sec.gov/comments/4-681/4681-2.pdf>.

6 ירידה צ' שטרן הבעלות בחברה העסקית: תאוריה, דין, מציאות 109–108 (2008).

תאגידית הם שמספקים לחברה הציבורית את הבסיס האידיאולוגי לקיומה, וכפועל יוצא מכך את הלגיטימיות לכוחם של הדירקטורים ומנהלי החברה לפעול ברכושם של בעלי המניות. לצד הערך האינטרינזי של זכות ההצבעה של בעלי המניות, קיימים גם נימוקים תועלתניים לקידום הדמוקרטיה התאגידית. ראשית, זכות ההצבעה של בעלי המניות מהווה מנגנון בקרה חשוב שנועד להבטיח כי הנהלת החברה והדירקטוריון שלה פועלים לטובת החברה. שנית, מעורבות פעילה של בעלי מניות המיעוט בהליך קבלת ההחלטות בחברה משפרת את איכות ההגנה על ציבור המשקיעים בכללותו, וכפועל יוצא מכך תורמת לפיתוח ולשכלול של שוק ההון ומגדילה את היקף המשאבים הפיננסיים המופנים לייצור ולצמיחה. לנוכח המסקנה כי דמוקרטיה תאגידית היא חשובה ורצויה, יש לתמרץ את ציבור המשקיעים ליטול חלק פעיל בסדר-יומן של החברות הציבוריות. ניתוח של תופעת האדישות הרציונלית של בעלי המניות תוך התמקדות בפרספקטיבה כלכלית של עלות מול תועלת מלמד כי לשם השגת מטרה זו יש לפעול בשני מישורים שונים: הגדלת התועלת המופקת ממימוש זכויות ההצבעה באספה הכללית והפחתת העלויות הכרוכות בכך.

באשר למישור הראשון, ככל שתגדל יכולת ההשפעה של בעלי המניות מקרב הציבור על תוצאות ההצבעה באספה הכללית כן יגדל התמריץ לממש את זכויות ההצבעה שלהם. לעומת המשקיע הפרטי היחיד, לגוף מוסדי המייצג ציבור גדול של משקיעים יש כוח השפעה משמעותי יותר על הליך קבלת ההחלטות בחברות, בעיקר בהחלטות שלגביהן דיני החברות מחזקים את כוחם של בעלי מניות המיעוט באמצעות הדרישה לרוב מיוחס. מעורבות פעילה של הגופים המוסדיים באספות בעלי המניות משפרת אם כן את ההגנה על ענינם של בעלי מניות המיעוט.⁷ אשר עלי-כן, "אקטיביזם מוסדי" הוא כלי להשאת התועלת של כלל המשקיעים בחברות הציבוריות המשרת את שוק ההון בכללותו.

באשר למישור השני, מימוש זכות ההצבעה באספה הכללית כרוך בעלויות לא-מבוטלות. ככל שנפחית את עלויות ההצבעה כן תגדל הנכונות של ציבור המשקיעים ליטול חלק בהליך קבלת ההחלטות בחברה. מהלכים בכיוון זה תכליתם להנגיש לבעלי המניות מן הציבור את המידע הדרוש לקבלת החלטות הצבעה מושכלות, ולהקל את האפשרות לממש את זכויות ההצבעה שלהם. מישור פעולה זה מתמקד במשקיעים פרטיים, אשר לרוב גרישים יותר להוזלת עלויות ההשתתפות בהצבעה באספה הכללית לעומת הגופים המוסדיים. על-מנת לסייע לציבור המשקיעים להרים את הנטל הכרוך בהצבעה, נוצרו ערוצי הצבעה שאינם מחייבים נוכחות פיזית של בעלי המניות באספות, כגון הצבעה באמצעות שלוח או בכתב הצבעה.⁸ יתר על כן, לאחרונה אושר תיקון מס' 53 לחוק ניירות-ערך, המוסיף על אפשרויות ההצבעה הקיימות ערוץ חדש – מערכת הצבעה אלקטרונית באמצעות האינטרנט.⁹

לצד בחינה ביקורתית של רפורמות שונות שנועדו לעורר את ציבור המשקיעים מתרדמתו ולעודד מעורבות של בעלי מניות המיעוט בענייני החברה שהם משקיעים בה, הרשימה

7 Bernard S. Black, *The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence*, 39 UCLA L. Rev. 895 (1992).

8 ס' 83(א) לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

9 חוק ניירות ערך (תיקון מס' 53), התשע"ד-2013, ס"ח 24 (להלן: תיקון מס' 53 לחוק ניירות-ערך).

מצביעה על שתי השלכות צפויות של יישום הרפורמות. ראשית, הגדלת שיעור ההשתתפות של בעלי המניות מן הציבור בהצבעה באספה הכללית תחליש את כוח ההשפעה הפוטנציאלי של קבוצת מיעוט אינטרסנטית הפועלת משיקולים שאינם לטובת החברה, ולכן תצמצם את ממדיה של תופעת המיעוט הסחטן. שנית, יישום הרפורמות יחזק את האפקטיביות של המנגנונים הפנימיים בחברה להגנה על בעלי מניות המיעוט, וכפועל יוצא מכך אמור לרכז את עוצמת הביקורת השיפוטית על עסקות של החברה עם בעל השליטה בה.

סוגיית האקטיביזם של בעלי מניות זכתה בבחינה מעמיקה בשווקים מבוזרים, דוגמת ארצות-הברית ואנגליה. ברוב החברות הציבוריות בשווקים אלה אי-אפשר לזהות דבוקת שליטה, אלא המניות מפוזרות בקרב הציבור הרחב. בשווקים מבוזרים מתחדדת בעיית הנציג במישור היחסים שבין בעלי המניות לבין המנהלים, משום שהנהלת החברה שולטת במנגנון קבלת ההחלטות. היא מזמנת אספות כלליות, קובעת את סדר-היום בהן, ומביאה לידי קבלת החלטות בהתאם לאינטרסים שלה. אשר על-כן, קידום הדמוקרטיה התאגידית בכלל, וחיזוק מעמדם של בעלי המניות בפרט, מעסיקים את מלומדי המשפט והכלכלה בשווקים מבוזרים. ייחודה של רשימה זו הוא בניתוח האקטיביזם של בעלי מניות בשווקים ריכוזיים, שבהם רוב החברות מוחזקות על-ידי גרעין שליטה. השוני בין השווקים במבנה הבעלות על חברות מחייב דיון נפרד באתגרים המיוחדים שמבנה בעלות ריכוזי מציב ובדרכי התמודדות ייעודיות עם אתגרים אלה.¹⁰ אפיון בעיית הנציג הייחודית לשווקים ריכוזיים – בעיה המתעוררת במישור היחסים שבין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט – מאפשר למקד את הדיון בדרכים לעורר את ציבור המשקיעים מאדישותו ולהפכו לשותף פעיל בסדר-היום של החברות הציבוריות.

פעילות אקטיביסטית של בעלי מניות עשויה לבוא לידי ביטוי במגוון דרכים, ביניהן הצבעה באספה הכללית, קריאה לכינוסן של אספות מיוחדות, העלאת הצעות לסדר-יומן של האספות, הצעת מועמדים לכהונה בדירקטוריון, ניהול מגעים לא-פורמליים עם הנהלת החברה במטרה להוביל לשיפור הממשל התאגידי או לשיפור בתנאיה של עסקת בעל עניין שעומדת על הפרק, והגשת תביעות נגזרות ותובענות ייצוגיות. רשימה זו מתמקדת בצורה הבסיסית של אקטיביזם – מימוש זכות ההצבעה באספה הכללית. עם זאת, הגברת המעורבות של ציבור המשקיעים בהצבעה באספה הכללית, וכפועל יוצא מכך חיזוק כוח ההשפעה שלהם על הליכי קבלת ההחלטות בחברה, צפויים לתרום גם להתעצמות ביטויים אחרים של אקטיביזם של בעלי מניות, כגון נכונות רבה יותר של ההנהלה לנהל משא-ומתן לא-פורמלי עם בעלי המניות עובר להצבעה באספה הכללית.¹¹

Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance* 10
Standards, 157 U. PA. L. REV. 1263 (2009) (יש מקום לעיצוב כללי ממשל תאגידי שונים
לכל מבנה של בעלות על חברות). ראו גם אסף חמדני "ריכוזיות השליטה בישראל – היבטים
משפטיים" 35-46 (מחקר מדיניות 78, המכון הישראלי לדמוקרטיה, 2009) (דיני התאגידים
בישראל, אשר עוצבו במידה רבה בהשראת הדין האנגלו-אמריקני, שמכוון לטפל בשווקים
מבוזרים, אינם מספקים מענה מקיף לבעיה המאפיינת שוק ריכוזי – פיקוח על כוחו המוגבר
של בעל שליטה).

11 מגעים לא-פורמליים של גופים מוסדיים עם הנהלות של חברות ציבוריות מקובלים באנגליה.
ראו: Bernard S. Black & John C. Coffee, Jr., *Hail Britannia?: Institutional Investor*

מבנה הרשימה הוא כדלקמן: לאחר מבוא קצר זה אתאר, בפרק א, את בעיית הנציג שמאפיינת את מבנה הבעלות הריכוזי במשק הישראלי – בעיית הנציג שבין הרוב לבין המיעוט בקבוצת המשקיעים. בפרק ב אנתח את הגורמים לשיעור ההשתתפות הנמוך של בעלי המניות מן הציבור בהצבעה באספות כלליות. בפרק ג אבחן את השאלה הנורמטיבית אם דמוקרטיה תאגידית, הבאה לידי ביטוי במעורבותם של בעלי המניות בהליך קבלת ההחלטות בחברות, אכן רצויה. לאחר שאתמודד עם הטיעונים העיקריים נגד חיזוק הדמוקרטיה התאגידית, שלפיהם בעלי מניות מן הציבור מתאפיינים בראייה קצרת-טווח ולוקים בנחיתות במידע ובמומחיות לעומת בעל השליטה ומנהלי החברה, אפנה בהמשך הרשימה לדון ברפורמות חדשות בדיני התאגידים וניירות-הערך בישראל שנועדו לעודד מעורבות של ציבור המשקיעים בהליך קבלת ההחלטות בחברות. ההתבוננות על תופעת האדישות הרציונלית של בעלי מניות בפרספקטיבה כלכלית של עלות מול תועלת מספקת מסגרת מובנית וקוהרנטית לדיון ביקורתי ברפורמות השונות. בפרק ד אדון ברפורמות שתכליתן לחזק את יכולת ההשפעה של המשקיעים על תוצאות ההצבעה באספת בעלי המניות, דהיינו, להגדיל את רכיב התועלת שהם יכולים להפיק מהשתתפות באספות שהם זכאים להצביע בהן. בפרק ה אתמקד ברפורמות שתכליתן להקטין את העלויות הכרוכות במימוש זכויות ההצבעה של ציבור המשקיעים. בפרק ו אצביע על שתי השלכות צפויות של הגברת מעורבותם של בעלי מניות המיעוט באספה הכללית בעקבות יישום הרפורמות האמורות: הראשונה היא צמצום ממדיה של תופעת המיעוט הסחטן, והשנייה היא ריכוך עוצמת הביקורת השיפוטית על עסקות של החברה עם בעל השליטה בה. לבסוף אסכם בקצרה את הדברים ואצביע על ההשלכות הרחבות של הדין ברשימה.

א. בעיית הנציג

ניהול פעילות עסקית באמצעות חברה כרוך בבעיות נציג. הן מתעוררות כל אימת שפרט אחד (הנציג) מנהל את ענייניו של פרט אחר (המיוצג) באופן שהתוצאות של פעולות הנציג משפיעות על רכושו של המיוצג. בעיות הנציג נובעות מהחשש שהנציג לא ינהג ברכושו של המיוצג כפי שהיה נוהג ברכושו שלו. הן מתאפיינות בפער מידע בין הנציג לבין המיוצג ובניגוד אינטרסים מובנה ביניהם, המעורר את החשש שהנציג יעדיף את האינטרס האישי שלו על האינטרס של המיוצג. ההתמודדות המקובלת עם פער המידע היא על-ידי שימוש באמצעי פיקוח, ואילו ההתמודדות עם ניגוד העניינים היא באמצעות מנגנוני תמרוץ שתכליתם לגרום לנציג לזהות את האינטרס שלו עם האינטרס של המיוצג. עם זאת, הספרות על בעיית הנציג מלמדת אותנו כי אין בנמצא תמריץ או פיקוח שיסירו כליל את בעיית הנציג.¹² ניתן לאתר בעיות נציג בשלושה מישורים שונים בתאגיד: בין בעלי המניות לבין המנהלים; בין בעלי המניות לבין בעלי זכות התביעה האחרים, כגון נושים; ובין הרוב לבין

Behavior Under Limited Regulation, 92 MICH. L. REV. 1997 (1994)

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

המיעוט בקבוצת המשקיעים.¹³ המישור האחרון בולט במשק הישראלי, המתאפיין במבנה בעלות ריכוזי ולו שני נדבכים: האחד מתמקד במבנה השליטה בכל חברה וחברה – לרוב החברות הציבוריות יש בעל מניות דומיננטי שבידיו שליטה אפקטיבית בענייני התאגיד;¹⁴ והאחר מתמקד בריכוז השליטה בכלל החברות הציבוריות במשק בידי מעטים – חלק ניכר מן החברות, ובמיוחד הגדולות שביניהן, נשלטות על-ידי קבוצה מצומצמת של משפחות.¹⁵ אכן, מחקרים השוואתיים מצביעים על כך שמידת הריכוזיות בישראל היא מן הגבוהות בעולם, והגבוהה ביותר מקרב מדינות ה-OECD.¹⁶

המבנה הריכוזי מעורר חשש שבעל השליטה ינצל את כוחו כדי להפיק תועלת פרטית על-חשבון בעלי המניות מן הציבור. בעל השליטה שולט בפועל בנכסי החברה ומשפיע על קבלת ההחלטות בה. המיעוט מיוצג למעשה על-ידי בעל השליטה, אף שעלולים להתעורר ניגודי אינטרסים ביניהם. לדוגמה, בעל שליטה עלול למשוך משכורות מופרזות מהחברה לטובתו האישית ולטובת קרוביו, או להוביל את החברה לכיצוע עסקה שיש לו עניין אישי בה אף שהיא אינה עולה בקנה אחד עם טובת החברה. המשותף לשתי הדוגמות הללו הוא שבעל השליטה מפיק טובת-הנאה פרטית אשר מי שנושאים בעלויותיה הם בעלי המניות מקרב הציבור. הכוונת פעילות החברה ממניעים של הפקת תועלת פרטית לבעל השליטה על-חשבון בעלי מניות המיעוט מובילה לדפוס פעילות בלתי-יעיל המסב נזקים הן לציבור המשקיעים והן למשק בכללותו.

התנהגות זו של בעל השליטה מוסברת כנובעת הן ממניעים כלכליים והן ממניעים פסיכולוגיים. ראשית, היא מאפשרת לבעל השליטה לתעל את רווחי החברה לכיסו הפרטי, מבלי לחלוק אותם עם שאר המשקיעים בחברה, ובכך להגדיל את תועלתו האישית על-

13 John Armour, Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *What is Corporate Law?*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW – A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 1, 2 (Reinier Kraakman et al. eds., 2nd ed. 2009). להצגת המישורים השונים שבעיית הנציג מתעוררת בהם, ולתיאור דרכי ההתמודדות עימה, ראו: John Armour, Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *Agency Problems and Legal Strategies*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW – A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 35 (Reinier Kraakman et al. eds., 2nd ed. 2009); זוהר גושן "בעיית-הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקצ'יה – חיבורי משפט 239 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ'יה ומרדכי א' ראבילו עורכים, 1996).

14 נכון לחודש ספטמבר 2010, ל-88% מהחברות הציבוריות בישראל היה בעל שליטה יחיד או גרעין שליטה. ראו משרד האוצר טיוטת המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק 79 (2011) mof.gov.il/Committees/CompetitivenessCommittee/TyuyatRec_Report.pdf (להלן: דוח-הביניים של ועדת שני).

15 חמדני, לעיל ה"ש 10, בעמ' 18.

16 ישראל מדורגת גבוה מאוד בשיעור ההחזקות בהון של עשר הקבוצות העסקיות הגדולות מסך שווי השוק של החברות הציבוריות. מבין כל המדינות שנתונהן נסקרו בדוח-הביניים של ועדת שני, רק באינדונזיה, בפיליפינים ובתאילנד מידת הריכוזיות גבוהה מזו שבישראל. ראו דוח-הביניים של ועדת שני, לעיל ה"ש 14, בעמ' 162.

חשבון רווחתם של כלל בעלי המניות.¹⁷ שנית, לעיתים קרובות בעל השליטה הקים את החברה בעשר אצבעותיו, ולכן גם לאחר שהחברה הנפיקה ניירות־ערך לציבור ושיתפה אותו בבעלות, בעל השליטה נוטה עדיין לראות ביציר־כפיו משהו השייך לו בלבד, ואילו בציבור המשקיעים הוא רואה שותף זוטר מדרגה שנייה.¹⁸ אשר על־כן, הוא עלול ליטול לעצמו את החירות לעשות ברכוש החברה כאוות נפשו.

היכולת של בעל שליטה להפיק מהחברה תועלת פרטית מקבלת ביטוי כספי מוחשי. כדי להגיע לעמדת שליטה בחברה, הוא מוכן לשלם "פרמיית שליטה" המגלמת את הערך הנוכחי של התועלת הפרטית העתידית, דהיינו, הוא רוכש את גרעין השליטה במחיר הגבוה ממחירן של המניות בבורסה. מחקרים אמפיריים הצביעו על כך שפרמיית השליטה בשוק הישראלי גבוהה מאוד. במחקר שבחן את פרמיית השליטה הממוצעת ב־39 מדינות בשנים 1990–2000 מצאו Dyck & Zingales כי פרמיית השליטה הממוצעת בישראל היא בשיעור של 27%. נתון זה גבוה כמעט פי שניים מפרמיית השליטה הממוצעת בעולם, וכמעט פי שלושה מהפרמיה הממוצעת במדינות ה־OECD.¹⁹ הממצא בדבר פרמיית השליטה הגבוהה בישראל אושש גם במחקר שבחן נתונים משנים מתקדמות יותר. ברק ולאוסרברך בדקו עסקות להעברת שליטה בחברות ציבוריות בישראל בשנים 1993–2005, ומצאו כי פרמיית השליטה הממוצעת בישראל היא בשיעור של 31.4%.²⁰ ממצאים אלה מגבירים את החשש שבעלי שליטה בחברות ישראליות מתכוונים, בעקבות רכישת גרעין השליטה, לתעל את משאבי החברה לכיסם הפרטי על־חשבון בעלי מניות המיעוט. מעניין שבעת כתיבת שורות אלה פורסמו ממצאים ראשונים של מחקר חדש שערכו חנס ובלום המלמדים על ירידה חדה של פרמיית השליטה הממוצעת בישראל בשנים 2006–2014 לשיעור של 4.6% בלבד.²¹ רפורמות שונות שהגבילו את בעלי השליטה וחיזקו את כוחם היחסי של בעלי מניות המיעוט מולם עשויות להסביר ממצאים חדשים אלה.²²

-
- 17 על התופעה של תיעול משאבים מן החברה אל בעל השליטה ראו: Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *Tunneling*, 90 AM. ECON. REV. 22 (2000); Vladimir Atanasov, Bernard Black & Conrad S. Ciccotello, *Law and Tunneling*, 37 J. CORP. L. 1 (2011).
- 18 אוריאל פרוקצ'יה "תאגידים" הגישה הכלכלית למשפט 751, 761 (אוריאל פרוקצ'יה עורך, 2012).
- 19 Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537 (2004).
- 20 Ronen Barak & Beni Lauterbach, *Estimating the Private Benefits of Control from Partial Control Transfers: Methodology and Evidence*, 2 INT'L J. CORP. GOVERNANCE 183 (2011).
- 21 שרון חנס ואילון בלום "אין כמעט פרמיית שליטה בעסקאות במשק" אתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל־אביב 3.3.2015 www7.tau.ac.il/blogs/law/2015/03/03/1559. ראו גם ע"א 8712/13 אדלר נ' לבנת, פס' 101 לפסק־דינו של השופט דנציגר (פורסם בנבו, 1.9.2015).
- 22 ראו, לדוגמה, חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א–2011, ס"ח 390, שענין נורמות של ממשל תאגידי בחברות ציבוריות.

בעיית הנציג מחריפה ככל שנוצר פער משמעותי יותר בין הזכויות ההוניות של בעל השליטה לבין זכויות ההצבעה שלו, משום שהשקעה הונית נמוכה הנלווית לשליטה מעמיקה את הפוטנציאל לניגוד אינטרסים בין בעל השליטה לבין ציבור המשקיעים בחברה.²³ לדוגמה, נניח שבעל שליטה מחזיק ב-60% מזכויות ההצבעה בחברה אך רק ב-20% מהזכויות בהון. בנתונים הללו, על כל שקל שהחברה תרוויח ותחלק כדיווידנד לבעלי מניותיה, בעל השליטה יקבל רק 20 אגורות, ואילו יתרת 80 האגורות תתגלגל לכיסם של שאר בעלי המניות. לפיכך בעל השליטה עלול לנצל את שליטתו בזכויות ההצבעה כדי להעביר החלטות המגדילות את התועלת הפרטית שלו על-חשבון בעלי המניות מן הציבור. למשל, במקום לחלק את רווחי החברה כדיווידנדים, יעדיף בעל השליטה למשוך מהחברה שכר או דמי ניהול מופרזים. נמצאנו למדים כי פער בין זכויות הצבעה לבין זכויות הוניות עלול להחריף את ניגוד האינטרסים בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט, ולהניע את בעל השליטה לפעול לא לטובת החברה.

בעבר הייתה חברה ציבורית רשאית להנפיק סוגי מניות שונים, הנבדלים זה מזה בזכויות ההצבעה הצמודות אליהם, ועל-ידי כך ליצור פער בין זכויות ההצבעה לבין הזכויות בהון. לציבור הרחב היו מונפקות מניות המקנות זכויות לדיווידנד לצד זכויות הצבעה נחותות, ואילו בעלי השליטה היו שומרים בידם מניות הנהנות מזכויות הצבעה עדיפות. הנפקת שני סוגי מניות עם בידול בזכויות ההצבעה הצמודות אליהם (dual-class shares) אפשרה להגיע לעמדת שליטה בחברה אף עם השקעה הונית מועטה יחסית.²⁴

כדי למנוע יצירתו של פער בין זכויות ההצבעה לבין הזכויות בהון, נחקק בשנת 1990 סעיף 46 לחוק ניירות-ערך, אשר ביטל את חופש הגיוון בחברות ציבוריות וקבע חובת שוויון בזכויות הצבעה – קול אחד למניה אחת ("one share, one vote"). הסעיף אוסר על הבורסה לרשום מניות למסחר אם יתברר כי בחברה המבקשת יש סוגי מניות שונים עם זכויות הצבעה שונות זו מזו. כפועל יוצא מכך ניתן להנפיק רק מניות שוויוניות בזכויות ההצבעה ביחס לערכן הנקוב. סעיף 46 נוקט גישה פטרנליסטית כופה, ולכן המחוקק הגבילו רק לחברות ציבוריות, שבהן יש חשיבות להגנה על ציבור המשקיעים.

מקובל להניח כי ביטול חופש הגיוון בזכויות ההצבעה הוביל ליצירתן של פירמידות שליטה בישראל, במטרה לעקוף את כוונת המחוקק להבטיח כי זכויות ההצבעה בחברה יהיו ביחס ישיר להון המושקע.²⁵ מבנה השליטה הפירמידלי – דהיינו, שרשרת חברות שבה כל

Randall Morck & Bernard Yeung, *Agency Problems in Large Family Business Groups*, 23
ENTREPRENEURSHIP THEORY & PRAC. 367 (2003).

Lucian A. Bebchuk, Reinier Kraakman & George G. Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 295 (Randall
K. Morck ed., 2000).

שרון חנס "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עויינות על חברות בישראל" עיוני משפט כו 819, 841 (2003) ("המבנה הפירמידלי... מאפשר לחברות המעורבות ולבעלי השליטה בהן לעשות בעקיפין את שהחוק אוסר לעשות במישרין..."). אולם ראו: Beni Lauterbach & Yishay Yafeh, *Long Term Changes in Voting Power and Control Structure Following the Unification of Dual Class Shares*, 17 J. CORP. FIN. 215 (2011) (הטוענים כי מבני

חברה שולטת בחברה שתחתיה אך אינה מחזיקה במלוא זכויות ההון בה – מאפשר לבעל השליטה לבסס את שליטתו בחברות השונות בפירמידה מבלי להשקיע הון משמעותי.²⁶ אכן, ביותר משליש מהחברות הציבוריות בישראל שיעור ההחזקה בהון של כלל בעלי השליטה נמוך מ-50%.²⁷ האינטרס הכלכלי הנמוך של בעל השליטה בחברות המצויות בשכבות התחתונות של הפירמידה מגביר את החשש שהוא ישתמש בכוח ההצבעה שלו כדי להעדיף את טובתו הפרטית על טובת החברה, ומגדיל את הסיכון לפגיעה בציבור המשקיעים. לפיכך החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013, שאושר לאחרונה בכנסת, מגביל את השליטה בחברות במבנה פירמידלי לשתי שכבות בלבד.²⁸ בתקופת המעבר, עד לכיווץ של פירמידות קיימות למבנה שליטה של שתי שכבות, החוק מחיל מגבלות שיצמצמו את פוטנציאל ניגוד העניינים הקיים במבנה הפירמידלי.²⁹

ב. אדישות רציונלית של בעלי מניות

ממדיה של בעיית הנציג מועצמים לנוכח המעורבות הדלה של ציבור המשקיעים בהליך קבלת ההחלטות בחברות.³⁰ תופעה זו מוכרת זה כבר, ונגזרת מהמאפיין הבולט של החברה המודרנית, והוא ההפרדה הקיימת בה בין הבעלות לבין השליטה.³¹ עם הקמת החברה והשקעת המשאבים הכלכליים בה, השליטה במשאבים אלה עוברת מהמשקיעים בחברה אל החברה עצמה, אשר מופעלת על-ידי אורגניה. הלכה למעשה ציבור המשקיעים אינו עושה שימוש בזכויות ההצבעה הנתונות לו, ולכן השליטה בחברות הציבוריות מרוכזת בידי ההנהלה המעשית של החברה, המתמנה לרוב על-פי העדפותיו של בעל השליטה בחברה או על-ידי קבוצה מוגדרת של בעלי מניות הטורחים להפעיל את זכויות ההצבעה שלהם, דהיינו, גרעין השליטה.³²

שיקולי עלות מול תועלת מסבירים את שיעור ההשתתפות הנמוך של בעלי מניות מן הציבור באספות שהם זכאים להצביע בהן. מן הצד האחד, מניותיה של חברה ציבורית מבוזרות בקרב ציבור רחב של משקיעים, וביזור רחב זה גורם לכך שחלקו של כל משקיע במניות החברה בטל בשישים. מנגנון ההצבעה באספה הכללית של בעלי המניות מקנה לכל בעל מניה כוח יחסי בהתאם לשיעור החזקתו במניות החברה, ולכן למשקיע המחזיק בנתח

השליטה הפירמידליים לא נוצרו כתחליף לאפשרות להנפיק שני סוגי מניות עם בידול בזכויות ההצבעה הצמודות אליהם).

- | | |
|---|----|
| Bebchuk, Kraakman & Triantis, לעיל ה"ש 24. | 26 |
| דוח־הבנינים של ועדת שני, לעיל ה"ש 14, בעמ' 79-80. | 27 |
| ס' 21 לחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות. | 28 |
| שם, ס' 25. | 29 |
| Bernard S. Black, <i>Shareholder Passivity Reexamined</i> , 89 MICH. L. REV. 520, 526-529 (1990). | 30 |
| ראו את החיבור המונומנטלי על ההפרדה בין בעלות לבין שליטה בחברות ציבוריות: ADOLF A. BERLE JR. & GARDINER C. MEANS, <i>THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY</i> (1932). | 31 |
| .Bayless Manning, <i>Book Review</i> , 67 YALE L.J. 1477, 1485-1489 (1958) | 32 |

זניח מהמניות אין יכולת ממשית להשפיע על הליך קבלת ההחלטות בחברה. העדר היכולת להשפיע באופן ממשי על תוצאות ההצבעה באספה הכללית מביא לידי כך שהמשקיע היחיד אינו מפיק תועלת מהצבעתו, וכפועל יוצא מכך לא נוצר תמריץ להשתתפותו בהצבעה.³³ מן הצד האחר, מימוש זכות ההצבעה של בעל מניות מקרב הציבור באספה הכללית כרוך בעלויות לא-מבוטלות. תחילה הוא נדרש להשקיע באיסוף נתונים על-אודות החברה ומידע על הצעת ההחלטה העומדת להצבעה באספה. לאחר איסוף החומר הרלוונטי, ובכלל זה חומרים מקצועיים מורכבים ורוחות כספיים, עליו ללומדו, להבינו ולעכלו, במטרה לגבש עמדה מושכלת בסוגיה המובאת להצבעה. לבסוף, עליו להשתתף באספה כדי לממש את זכות ההצבעה שלו. כל אחד מהשלבים הללו מחייב השקעת משאבים מצידו של בעל המניות מן הציבור. צורך זה להשקיע משאבים פוגע בתמריץ שלו להרים את הנטל הכרוך בהצבעה. הנה כי כן, שיעור ההחזקות הנמוך של כל אחד מבעלי המניות בחברה ציבורית מעקר את יכולתו להשפיע באופן ממשי על הליך קבלת ההחלטות בה, ולכן אינו מצדיק את השקעת המשאבים הנדרשים לשם בחינה ראויה של הצעות ההחלטה העומדות להצבעה ואת הנשיאה בעלות הכרוכה בהשתתפות באספה. בעל המניות יודע כי אף אם יכלה את מיטב זמנו ומשאביו בהכנה לקראת האספה ובהצבעה בה, לא תהא בידו האפשרות להשפיע על תוצאותיה. כל משקיע יחיד, הפועל באופן רציונלי להשאת תועלתו, עורך תחשיב עלות-תועלת אישי ומגיע למסקנה כי העלות הכרוכה בהצבעה באספת בעלי המניות עולה על התועלת הפרטית שתופק ממנה. אשר על-כן, ציבור המשקיעים אינו מרים את הנטל הכרוך בהצבעה באספות שהוא זכאי להצביע בהן, ומדיר את עצמו למעשה מהליך קבלת ההחלטות בתאגיד. תופעה זו מאפיינת את בעלי המניות מן הציבור כפרטים, ולכן מקובל לתאר את התנהגותם כאדישות רציונלית לנעשה בחברה.

אמחיש את אדישותם הרציונלית של בעלי המניות באמצעות דוגמה פשוטה. נניח כי לחברה יש 10,000 בעלי מניות, אשר כל אחד מהם מחזיק במניה אחת. האספה הכללית של בעלי המניות מתבקשת להכריע בין שתי דרכי פעולה חלופיות. ניתוח יסודי ומעמיק של שתי החלופות אמור להוביל למסקנה שתוחלת הרווח מדרך הפעולה הראשונה גבוהה מתוחלת הרווח מדרך הפעולה השנייה בשיעור של 50,000 ש"ח. אפרת היא בעלת מניה בחברה. היא מודעת לכך שאין לה יכולת ממשית להשפיע על תוצאות ההצבעה, מאחר שהמשקל של קולה באספה הכללית הוא $1/10,000$, דהיינו, עשירית הפרומיל (0.01%) בלבד. כמו-כן, היא מעריכה שאיסוף המידע הרלוונטי להצבעה, לימודו, הסקת המסקנה בדבר דרך הפעולה העדיפה והשתתפות בהצבעה באספה הכללית כרוכים בהשקעת משאבים אישיים בשיעור של 2,000 ש"ח. עלות זו גבוהה עשרות מונים מהרווח הפרטי של 5 ש"ח (ההברדל בתוחלת הרווח בין שתי דרכי הפעולה מחולק במספר בעלי המניות בחברה, דהיינו, $50,000/10,000$) הצפוי לה במקרה שתיבחר החלופה העדיפה. נקל להיווכח כי אפרת, כבעלת מניות רציונלית, לא תרים את הנטל הכרוך במימוש זכות ההצבעה באספה הכללית.

33 הניתוח בפסקה זו מתייחס למשקיע הפרטי היחיד, שמחזיק בנתח זעום ממניות החברה, ולכן אינו מפיק תועלת ממשית מהשתתפות בהצבעה באספת בעלי המניות. בפרק ד להלן אדון במשקיעים המוסדיים, שמייצגים ציבור רחב של משקיעים, ואשר שיעור ההחזקה שלהם במניות החברה אינו זניח לכן, ומגלם פוטנציאל של השפעה על תוצאות ההצבעה.

הסבילות שמאפיינת את בעלי המניות נובעת גם מהגיוון בתיק ההשקעות שלהם. כדי לנטרל חלק ניכר מהסיכונים הכרוכים בהשקעה בחברה יחידה, בעלי מניות נוהגים לבזר את השקעתם בשוקי ההון על-פני חברות רבות.³⁴ כאשר ההשקעה הכספית של בעל מניה מתחלקת בין חברות שונות, התלות של הרווח המופק מתיק השקעותיו בביצועיה של חברה יחידה קטנה, וכפועל יוצא מכך גם התמריץ של בעל המניה לגלות מעורבות בענייני החברה קטן. יתרה מזו, מביזור ההשקעות נובע שאפילו היה בעל מניה נכון לגלות אקטיביות בכל הנוגע בנעשה בחברה יחידה, לא הייתה לו אפשרות מעשית לנהוג כך ביחס לכל החברות שהוא מושקע בהן.

ההבנה כי שיקולי עלות מול תועלת הם המדירים את רגליהם של המשקיעים מהשתתפות באספה הכללית היא המפתח לאיתור דרכים יעילות להגברת מעורבותם בהליך קבלת ההחלטות בחברה. הדיון בהמשך הרשימה יתמודד אפוא עם תופעת האדישות הרציונלית בשני מישורים שונים: הגדלת התועלת המופקת ממימוש זכויות ההצבעה של בעלי המניות מקרב הציבור לצד הפחתת העלויות הכרוכות בכך. אולם קודם לדיון בצעדים הפוזיטיביים לצמצום תופעת האדישות הרציונלית, נידרש בפרק הבא לבחינת הסוגיה במישור הנורמטיבי: האם האדישות הרציונלית שמאפיינת את ציבור המשקיעים היא אכן תופעה בעייתית שמחייבת את הרגולטור לפעול לצמצומה? האם דמוקרטיה תאגידית, אשר באה לידי ביטוי במעורבות של בעלי מניות המיעוט בהליך קבלת ההחלטות בחברות ציבוריות, היא חשובה ורצויה?

ג. דמוקרטיה תאגידית: דיון נורמטיבי

1. הצבעה ברגליים או בידיים?

הספרות האקדמית מנתחת את אופני התגובה של בעלי מניות במצבים של אי-שביעות רצון מהתנהלות החברה שהם משקיעים בה. העבודה המפורסמת בנושא זה היא של Hirschman, המתאר שתי דרכי פעולה עיקריות שהמשקיעים יכולים לנקוט.³⁵ הדרך האחת היא יציאה מההשקעה בחברה (exit) באמצעות מכירת המניות המוחזקות על-ידיהם ומעבר להשקעה בחברה אחרת.³⁶ פעולת המכירה מורידה את מחיר המניות ומאותתת לחברה ולשוק ההון

RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS & FRANKLIN ALLEN, PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE 196–198 (10 ed. 2011)

ALBERT O. HIRSCHMAN, EXIT, VOICE, AND LOYALTY: RESPONSES TO DECLINE IN FIRMS, ORGANIZATIONS, AND STATES (1970)

מחקרים אמפיריים מלמדים כי די באיום בכרר יציאה מההשקעה בחברה להשפיע לטובה על אופן התנהלותם של מנהלי החברה. ראו: Anat R. Admati & Paul Pfleiderer, *The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, 22 REV. FIN. STUD. 2445 (2009); Alex Edmans, *Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia*, 64 J. FIN. 2481 (2009); Vyacheslav Fos & Charles M. Kahn, *Governance through Threats of Intervention and Exit* (2015), available at <http://ssrn.com/abstract=2527710>; Joseph A. McCahery, Zacharias Sautner & Laura T. Starks, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, 71 J. FIN. (forthcoming 2016), available at <http://ssrn.com/abstract=1571046> (בהתבסס על נסיונם, 42% מהמשקיעים

כי ציבור המשקיעים אינו מרוצה מתפקודה של הנהלת החברה.³⁷ הדרך האחרת היא הבעת דעה (voice) בענייני החברה במטרה להשפיע על אופן ניהולה – למשל, באמצעות מימוש זכות ההצבעה באספה הכללית.

תופעת האדישות הרציונלית של ציבור המשקיעים, אשר תוארה בפרק הקודם, מובילה את בעלי המניות – במקרים של אי-שביעות-רצון מאופן ניהולה של החברה שבה השקיעו – לויתור על פעולה אקטיבית של השמעת קול באספה הכללית ולאיומן רפוס פעולה סביל.³⁸ לנוכח יכולת ההשפעה המוגבלת על החלטות המתקבלות באספה, והעלות הכרוכה במימוש זכות ההצבעה, בעלי המניות מן הציבור מעדיפים לבטא את אי-שביעות-רצונם באמצעות הצבעה ברגליים, דהיינו מכירת המניות, ולא באמצעות הצבעה בידיים באספת בעלי המניות.³⁹ נטייתו של ציבור המשקיעים להצביע ברגליים זכתה בארצות-הברית בכינוי "Wall Street Walk", המתאר את יכולתם של בעלי המניות למכור את מניותיהם בבורסה כאשר הם אינם מרוצים מתפקודה של הנהלת החברה שהם משקיעים בה.⁴⁰

בניגוד לחלופה המקובלת של היפטרות מהמניות באמצעות מכירתן בבורסה, רפורמות נרחבות בדיני התאגידים וניירות-הערך שנעשו בישראל בשנים האחרונות ביקשו לחזק את קולם והשפעתם של בעלי המניות מקרב הציבור ולהפכם לשותפים פעילים במנגנון קבלת ההחלטות של החברות הציבוריות. הדיון להלן ימפה את יתרונות החלופה של הצבעה בידיים באספה הכללית על החלופה של הצבעה ברגליים, לצד התמודדות עם טיעוני-נגד התומכים בצמצום מעורבותם של בעלי המניות בניהול ענייני החברה. מסקנות פרק זה יניחו את התשתית הנורמטיבית לדיון בהמשך הרשימה, שבמסגרתו ייבחנו צעדים שונים שתכליתם לתמרץ את ציבור המשקיעים לממש את זכות ההצבעה באספה הכללית.

המוסדיים סבורים כי איום בדבר יציאה מההשקעה בחברה משפיע על פעולותיה של הנהלת החברה).

37 ככל שבעל המניה מחזיק בשיעור משמעותי יותר ממניות החברה, מכירת כמות גדולה של מניות עלולה להוביל לצניחה של מחיר המניה ולהסב לו נזק כלכלי ניכר. לפיכך האטרקטיביות של דרך פעולה זו פוחתת ככל ששיעור ההחזקה במניות החברה גדול יותר. ראו Black, *The Logic and (Uncertain) Significance of*; 573-572 Edward B. Rock, *Institutional Shareholder Activism*, 79 GEO. L.J. 445, 462-463 (1991); John C. Coffee, Jr., *Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 COLUM. L. REV. 1277, 1288-1289 (1991).

38 לניתוח סבילותם של בעלי המניות ראו Black, לעיל ה"ש 30, בעמ' 528 (The shareholder impotence argument has been widely accepted by both academics and regulators).

39 על הצבעה ברגליים של בעלי מניות בחברה ציבורית כפתרון מקובל לאי-שביעות-רצונם מהתנהלות החברה ראו ה"פ (מחוזי ת"א) 275/84 ברקי פטה המפרים (ישראל) בע"מ נ' טמפו תעשיות בירה בע"מ, פ"מ התשמ"ז(1) 84, 87 (1986).

40 MARGARET M. BLAIR, OWNERSHIP AND CONTROL: RETHINKING CORPORATE GOVERNANCE FOR THE TWENTY-FIRST CENTURY 35 (1995) ("Shareholders... can get out at any time, as long as they can find someone to buy their shares, which is easy to do in widely traded companies").

2. טיעונים בעד הגברת מעורבותם של בעלי מניות המיעוט

לשיטתי, לדמוקרטיה התאגידית ולזכות ההצבעה של בעלי המניות שנובעת ממנה יש ערך אינטרינזי, שאינו תלוי בתוצאה המושגת בעקבות מימוש זכות ההצבעה. זכות ההצבעה של בעלי מניות באספה הכללית היא זכות בסיסית שיוצרת את התשתית האידיאולוגית לפעולתם של הדירקטוריון והנהלת החברה.⁴¹ חברה ציבורית מתאפיינת בהפרדה בין בעלות לבין שליטה: מנהלי החברה הם השולטים ברכושם של בעלי המניות.⁴² הדמוקרטיה התאגידית וזכות ההצבעה של בעלי המניות הן שמקנות לגיטימיות לכוחם של הדירקטורים ומנהלי החברה לפעול ברכושם של אחרים. הן אינן תוצר אגבי של דיני החברות, אלא להפך – הן הבסיס הנורמטיבי לעיצוב דיני החברות ולפיתוחם. המנגנונים של דמוקרטיה תאגידית הם שמספקים לחברה הציבורית את הבסיס האידיאולוגי לקיומה, וכפועל יוצא מכך את הלגיטימיות לפעילותה.⁴³ ודוק, תפיסה זו של דמוקרטיה תאגידית המונחת בבסיסם של דיני החברות אינה שואבת את כוחה מתחום הדמוקרטיה האזרחית, אלא מושתתת על השיקולים הנורמטיביים שצוינו לעיל, אשר מעוגנים בדיני החברות עצמם.

לצד הערך האינטרינזי של זכות ההצבעה קיימים גם נימוקים תועלתניים לקידום הדמוקרטיה התאגידית. ראשית, זכות ההצבעה של בעלי המניות מהווה מנגנון בקרה חשוב שנועד להבטיח כי הנהלת החברה והדירקטוריון שלה פועלים לטובת החברה. הזכאות להשתתף באספה הכללית ולהצביע בה היא מהזכויות המרכזיות של בעל מניה.⁴⁴ היא מקנה לבעלי המניות אפשרות להכריע בנושאים מרכזיים ומחוייבים⁴⁵ – כגון תגמול בכירים,⁴⁶ שינויים מבניים,⁴⁷ שינויים במסמכי ההתאגדות של החברה⁴⁸ ועסקות אשר לבעל השליטה בחברה יש עניין אישי בהן⁴⁹ – וכן שליטה במינוי האורגנים של החברה. אספת בעלי המניות

41 *Blasius Indus. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651, 659 (Del. Ch. 1988) (“The shareholder franchise is the ideological underpinning upon which the legitimacy of directorial power rests”); *MM Cos. v. Liquid Audio, Inc.*, 813 A.2d 1118, 1126 (Del. 2003).

42 להרחבה ראו *Berle & Means*, לעיל ה"ש 31.

43 בהקשר זה מעניינות תוצאותיו של מחקר שבחן את הגישות למעורבותו של ציבור המשקיעים באספה הכללית בקרב החברות הגרמניות הגדולות שרשומות ב-DAX30. התשובה הנפוצה ביותר לשאלה מהי החשיבות של הגברת מעורבותם של בעלי מניות באספה הכללית הייתה מתן לגיטימציה להחלטות המתקבלות בה. שלישי מהחברות שהשיבו על השאלון בחרו בנימוק זה. ראו: *Bernd Beuthele, Electronic Corporate Governance: Online and Virtual Shareholder Meetings and Shareholder Participation in Switzerland and Germany* 108–109 (unpublished Ph.D. dissertation, University of St. Gallen, 2006), available at [http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3195/\\$FILE/dis3195.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3195/$FILE/dis3195.pdf)

44 ס' 188 לחוק החברות.

45 ס' 58(א) לחוק החברות קובע כי אי-אפשר להתנות על סמכויותיה של האספה הכללית לפי ס' 57 לחוק.

46 ס' 267א, 272, ו-275 לחוק החברות.

47 ס' 57(7) לחוק החברות.

48 ס' 57(1) לחוק החברות.

49 ס' 275 לחוק החברות.

היא הממנה ומפטרת את חברי הדירקטוריון.⁵⁰ באמצעות הדירקטוריון, בעקיפין, האספה הכללית מאיישת את המשרות הבכירות בחברה: הדירקטוריון ממנה ומפטרת את המנהל הכללי,⁵¹ ואילו המנהל הכללי ממנה ומפטרת את שאר נושאי-המשרה בחברה הציבורית.⁵² השליטה של האספה הכללית במינוי האורגנים של החברה ובפיטוריהם מצמצמת את ניגודי האינטרסים שבין בעלי המניות לבין הדירקטורים והמנהלים, וכפועל יוצא מכך מקטינה את עלויות הנציג.

חשוב לציין כי אין די בפיקוח של בעל השליטה על הדירקטורים והמנהלים אם מעוניינים לצמצם את עלויות הנציג, אלא נדרשת מעורבות של בעלי מניות המיעוט במלאכת הפיקוח. לכאורה, לבעל השליטה יש הן את התמריץ לפקח על הדירקטוריון והנהלת החברה, לנוכח שאיפתו להשאת רווחים, והן את היכולת לפקח עליהם, הודות לשליטתו בחברה.⁵³ אולם האינטרסים של בעל השליטה ואלה של שאר בעלי המניות אינם מתלכדים בהכרח. בעל השליטה עלול לנצל את שליטתו בחברה כדי לקדם עסקות שמיטיבות עימו באופן אישי אך פוגעות בבעלי מניות המיעוט. כדי לתעל משאבים מקופת החברה לכיסו הפרטי, בעל השליטה זקוק לשיתוף-פעולה של המנהלים, כך שהתמריץ לפקח על האחרונים ולהגבילם נחלש.⁵⁴ יתרה מזו, לאורך השנים עשויים להתפתח קשרים אישיים קרובים בין בעל השליטה לבין הדרג הניהולי הבכיר בחברה. קשרים אלה עלולים להטות את שיקול-הדעת של בעל השליטה ולהחליש עוד יותר – או אף לשלול לחלוטין – את התמריץ לפקח על המנהלים ולרסן את פעילותם.⁵⁵ הנה כי כן, אי-אפשר לסמוך על בעלי השליטה לברם שימלאו את משימת הפיקוח על הדירקטוריון והנהלת החברה. זכות ההצבעה של בעלי מניות המיעוט נועדה להבטיח שהאספה הכללית תמלא ייעוד זה.

יתר על כן, להקטנת עלויות הנציג באמצעות המנגנון של דמוקרטיה תאגידית יש השפעה חיובית על שוקי ההון. עלויות נציג גורעות משוויין של החברות, וכפועל יוצא מכך מפחיתות את תשואתם של המשקיעים. אשר על-כן, עלויות אלה משוקללות במחירי המניות ומגדילות את מחיר גיוס ההון של החברות. אם נצליח לצמצם את עלויות הנציג, יסכימו המשקיעים לשלם יותר על המניות, וכפועל יוצא מכך יפחתו עלויות גיוס ההון של החברות, ושוק ההון בכללותו יצא נשכר.⁵⁶

זאת ועוד, מעורבות פעילה של בעלי המניות בהליך קבלת ההחלטות בחברה, המחזקת את יכולתם להגן על זכויותיהם, מעודדת כניסת משקיעים לשוק ההון. הטעם לכך הוא שציבור המשקיעים מגלה נכונות רבה יותר לסכן את כספו בשוק ההון ככל שזכויותיו מוגנות

50 'ס' 57(4), 59 ו-230 לחוק החברות.

51 'ס' 92(א)(7) לחוק החברות.

52 'ס' 251 לחוק החברות.

53 Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, 52 J. FIN. 737, 754 (1997).

54 Kobi Kastiel, *Executive Compensation in Controlled Companies*, 90 IND. L.J. 1131, 1142–1143 (2015).

55 שם, בעמ' 1139.

56 Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 DUKE L.J. 711, 753 (2006).

יותר.⁵⁷ מאחר שקיים אינטרס ציבורי בעידוד כניסתם של משקיעים לשוקי ההון, על-מנת להגדיל את היקף המשאבים הפיננסיים המופנים לייצור ולצמיחה, קיים אינטרס ציבורי בהגנה על זכויותיהם של בעלי המניות. אכן, מחקרים מוכיחים כי קיימת זיקה ישירה בין מידת ההגנה על המשקיעים לבין התפתחות שוק ההון.⁵⁸ במדינות שבהן המסגרת המשפטית ידידותית למשקיעים, ומספקת להם הגנה מפני קיפוח על-ידי בעלי השליטה, שוקי ההון מפותחים ומשגשגים. לעומת זאת, במדינות שבהן ההגנה המשפטית על המשקיעים חלשה יותר שוקי ההון קטנים יחסית ולא-מפותחים. הנה כי כן, שיתוף בעלי המניות מן הציבור בהליך קבלת ההחלטות בחברות תורם להפיכתם ממשקיעים סבילים למשקיעים מתוחכמים יותר, המודעים לזכויותיהם ופועלים למניעת קיפוחם על-ידי בעלי השליטה. שיתוף כזה מקדם את הדמוקרטיה התאגידית, מחזק את ההגנה על ציבור המשקיעים בכללותו, תורם ליצירת שוק הון מפותח יותר, ומגביר את מידת האמון של המשקיעים בו.

מעורבותו של ציבור המשקיעים בהליך קבלת ההחלטות בחברות שבהן בעל השליטה מחזיק פחות מ-50% מזכויות ההצבעה חיונית למתן ביטוי הולם ליחסי הכוחות בחברה, וכפועל יוצא מכך גם לחיזוק אמונם של המשקיעים בשוק ההון. מימוש זכות ההצבעה באספה הכללית אמור לאפשר במצב כזה לבעלי המניות מן הציבור, שמחזיקים ברוב זכויות ההצבעה, להשפיע על אופן התנהלותה של החברה שבה השקיעו. דא עקא, לנוכח תופעת האדישות הרציונלית של בעלי המניות, ההחלטות המתקבלות באספה הכללית אינן משקפות את דעתם של כלל בעלי המניות בחברה או אף של רובם, אלא מוטות לטובת בעל השליטה. ההשתתפות של בעל השליטה באספה הכללית לצד הימנעותו של ציבור המשקיעים מהשתתפות בה מעוותות את יחסי הכוחות בהצבעה ומקנות לבעל השליטה כוח מכריע להעביר החלטות שמיטיבות עימו אף שהוא אינו מחזיק ברוב זכויות ההצבעה. הואיל וההחלטות המתקבלות באספות בעלי המניות אינן משקפות בהכרח את הרעות של ציבור המשקיעים, אמון הציבור בשוק ההון נפגע. אשר על-כן, חיזוק הדמוקרטיה התאגידית בכלל, ומימוש זכות ההצבעה של בעלי המניות מן הציבור בפרט, מהווים תנאי הכרחי לפיתוח שוקי ההון.⁵⁹ יתרה מזו, השתתפותם של בעלי המניות מקרב הציבור באספה הכללית ומימוש זכות ההצבעה שלהם חשובים גם בחברות שבהן בעל השליטה מחזיק יותר מ-50% מזכויות ההצבעה. זאת, במיוחד לאחר תיקונים מס' 16 ו-20 לחוק החברות, אשר חיזקו את כוחם היחסי של בעלי מניות המיעוט בענייני ממשל תאגידי ותגמול בכירים, והקנו לציבור המשקיעים השפעה מכרעת על ההחלטות בנושאים אלה.⁶⁰ בהחלטות שלגביהן קיים חשש שבעל השליטה ינצל את כוחו לא לטובת החברה, דיני החברות מחזקים את כוחם של בעלי

Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 *Geo. L.J.* 439, 442 (2001).

ראו, לדוגמה: Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 52 *J. Fin.* 1131 (1997).

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

ראו חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ח 390, המסדיר את כללי הממשל התאגידי בחברות ציבוריות; חוק החברות (תיקון מס' 20), התשע"ג-2012, ס"ח 6, המסדיר את נושא תגמול הבכירים בחברות ציבוריות ובחברות פרטיות שהן חברות אגרות-חוב.

מניות המיעוט באמצעות דרישה לרוב מיוחס באספה הכללית. הדוגמה המובהקת לכך היא הדרישה שעסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה וכן עסקה חריגה שלבעל השליטה יש עניין אישי בה יאושרו ברוב קולות של בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה.⁶¹ חוק החברות קובע דרישות של רוב מיוחס גם במקרים נוספים שבהם קיים חשש לניגוד עניינים בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט, כגון בהחלטות על איחוד תפקידיהם של יושבי-ראש הדירקטוריון והמנהל הכללי,⁶² על מינוי דירקטורים חיצוניים והארכת משך כהונתם,⁶³ על מדיניות התגמול של נושאי-משרה,⁶⁴ על מיוזג בין חברות קשורות⁶⁵ ועל הוספת הוראה בדבר פטור, שיפוי או ביטוח בתקנון של חברה ציבורית אשר נושא-משרה בה הוא בעל שליטה.⁶⁶

3. התמודדות עם טיעונים נגד מעורבותם של בעלי מניות המיעוט

כנגד היתרונות הכולטים של הצבעה בידיים באספת בעלי המניות, עשויים להישמע טיעונים נגדיים אשר ממעיטים מערכה של דמוקרטיה תאגידית ומצביעים על מגרעותיה. עיקר הביקורת על הדמוקרטיה התאגידית טמונה בנימוקים תועלתניים, שלפיהם מעורבות רבה של ציבור המשקיעים בהצבעה באספה הכללית תפגום באיכותו של הליך קבלת ההחלטות בחברה, תוביל להחלטות לא-יעילות, וכפועל יוצא מכך תסכל את התכלית של השאת רווחי החברה.⁶⁷ בחלק זה של המאמר אתמודד עם הטענות העיקריים נגד מעורבותם של בעלי מניות המיעוט באספה הכללית, ואסביר מדוע הם אינם משכנעים ואינם מצדיקים את הגבלת זכות ההצבעה.

(א) ראייה קצרת-טווח

טיעון מרכזי נגד דמוקרטיה תאגידית מבוסס על ההבדלים בין משקיעים שונים באופק ההשקעה.⁶⁸ בעל השליטה מתאפיין באופק השקעה ארוך-טווח, בפרט במקרים שבהם הוא הקים את החברה בעשר אצבעותיו ורואה בה את מפעל חייו. בעלי המניות מקרב הציבור מתאפיינים בראייה קצרת-טווח, ומכוונים את השקעתם לקצירת רווחים מהירים. אשר על-כן, יש להם אינטרס לקבל החלטות המשפרות את ביצועי החברה בטווח הקצר, אף אם הן יסבו נזק בטווח הארוך, כל עוד הנזק בטווח הארוך לא יבוא לידי ביטוי במחיר המניה בטווח

61 ס' 270(4) ו-275 לחוק החברות.

62 ס' 121(ג) לחוק החברות.

63 ס' 239(ב) ו-245 לחוק החברות.

64 ס' 267א לחוק החברות.

65 ס' 320(ג) לחוק החברות.

66 ס' 262(ב) לחוק החברות.

67 ראו ס' 11 לחוק החברות, שכותרתו "תכלית החברה".

68 Iman Anabtawi, *Some Skepticism about Increasing Shareholder Power*, 53 UCLA L. 68

REV. 561, 579–583 (2006). ראו גם תנ"ג (מחוזי ת"א) 43335-11-12 ורדניקוב נ' אלוביץ,

פס' 72-76 לפסק-דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 17.9.2014).

הקצר.⁶⁹ לעומתם, בעל השליטה אינו יכול להעלים את סיכוני הטווח הארוך, משום שמכירת בלוק השליטה בחברה לגורם אחר כרוכה בבדיקת נאותות קפדנית אשר תחשוף סיכונים אלה, ולכן הוא שוקל את ההשלכות של החלטה העומדת להצבעה לאורך כל חיי החברה. לפי התפיסה המסורתית, דיני החברות שואפים לשרת את האינטרסים של המשקיעים לטווח ארוך, ולא את אלה של המשקיעים לטווח קצר.⁷⁰ לא זו אף זו, שני שופטים בולטים מבית המשפט העליון של דלוור פרסמו מאמרים שבהם הביעו דאגה מההשלכות של ראייה קצרת-טווח של משקיעים, וקראו להנהלת החברה לשרת את האינטרסים של משקיעים לטווח ארוך.⁷¹ הנה כי כן, חיזוק כוחם של בעלי המניות מן הציבור באספה הכללית על-חשבון בעל השליטה עלול להוביל לקבלת החלטות תת-מיטביות, מתוך ראייה קצרת-טווח שתזיק לחברה בטווח הארוך.⁷²

לדעתי, הטענה כי מעורבותו של ציבור המשקיעים בקבלת ההחלטות בחברה תבוא לידי ביטוי בראייה קצרת-טווח, ולכן אין לעודדה, אינה נקייה מקשיים. ראשית, ההנחה כי ציבור המשקיעים מתאפייני בראייה קצרת-טווח אינה נכונה ככל שמדובר במשקיעים מוסדיים. שיעור ניכר מהשקעות הציבור בחברות נעשה באמצעות הגופים המוסדיים.⁷³ קרנות פנסיה, קופות גמל וחברות ביטוח מתאפיינות באופק השקעה ארוך-טווח.⁷⁴ אכן, מחקרים אמפיריים מוכיחים כי ככל ששיעור ההחזקה של הגופים המוסדיים במניות החברה גדול יותר,

69 Stephen F. LeRoy, *Efficient Capital Markets and Martingales*, 27 J. ECON. LIT. 1583, 1616 (1989) (הקשר בין המחיר הנוכחי של המניה לבין תורים מזומנים עתידי הנובע מפרויקטים ארוכי-טווח של החברה הוא רופף).

70 המלומדים Hansmann & Kraakman קובעים בנחרצות כי: "There is no longer any serious competitor to the view that corporate law should principally strive to increase long-term shareholder value" John H. Matheson & Brent A. Olson, *Corporate Cooperation, Relationship Management, and the Trialogical Imperative for Corporate Law*, 78 MINN. L. REV. 1443, 1444 (1994) ("the *raison d'être* of large publicly held corporations is to maximize 'longterm shareholder' and corporate value"); Michael E. Porter, *Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System*, 70(5) HARV. BUS. REV. 65, 79 (1992) ("long-term shareholder value should be identified as the explicit corporate goal")

71 Leo E. Strine, Jr., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, 66 BUS. LAW. 1 (2010); Jack B. Jacobs, "Patient Capital": *Can Delaware Corporate Law Help Revive It?*, 68 WASH. & LEE L. REV. 1645 (2011) הספרות הכלכלית והמשפטית מצביעה על בעיות בולטות הנוצרות עקב אינטרסים קצרי-טווח של בעלי מניות. ראו, לדוגמה: Justin Fox & Jay W. Lorsch, *What Good Are Shareholders?*, 90(7-8) HARV. BUS. REV. 49 (2012); Lynne L. Dallas, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, 37 J. CORP. L. 264 (2012)

73 ראו להלן ליד ה"ש 101-111.

74 Anabtawi, לעיל ה"ש 68, בעמ' 564.

השקעותיה של החברה לטווח ארוך, כגון במחקר ופיתוח, גדולות יותר.⁷⁵ לדוגמה, מחקר אמפירי שבדק 2,500 חברות מצא יחס בין שיעור ההחזקה של גופים מוסדיים במניות החברה לבין שיעור ההוצאות של החברה על השקעות במפעל, בצירוף ובמחקר ופיתוח.⁷⁶ מחקר אחר, המבוסס על נתונים של 129 חברות, מצא אף הוא יחס בין שיעור ההחזקה של הגופים המוסדיים במניות החברה לבין שיעור ההוצאה של החברה על מחקר ופיתוח.⁷⁷ ממצאים אלה מפריכים את ההנחה שגופים מוסדיים משפיעים על מנהלי חברות לכיוון של אימוץ ראייה קצרת-טווח שתכליתה לגרוף רווחים מהירים. הגופים המוסדיים נושאים את עיניהם לתוצאות הכלכליות בטווח הארוך של החברות שהם משקיעים בהן, ואינם מכוונים את השקעתם לקצירת רווחים בטווחי זמן קצרים בלבד.⁷⁸ אף ביחס למשקיעים לטווח קצר, כגון קרנות גידור שמתאפיינות באופק השקעה קצר-טווח,⁷⁹ ספק אם הביקורת על פעילותם האקטיביסטית מוצדקת. מחקרים חדשים מערערים על התפיסה הרווחת שפעילות אקטיביסטית של בעלי מניות המכוונת לקצור רווחים קצרי-טווח פוגעת בחברה בטווח הארוך. Bebchuk טוען כי תפיסה זו אינה נתמכת בממצאים אמפיריים, אלא להפך – מחקרים אמפיריים מוכיחים כי פעילות אקטיביסטית של בעלי מניות מועילה לחברה הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך.⁸⁰ למסקנה דומה מגיעים Bebchuk, Brav & Jiang, שבחנו כ-2,000 פעולות אקטיביסטיות של בעלי מניות ומצאו כי פעולות אלה שיפרו את הביצועים התפעוליים של החברות לא רק בטווח הקצר, אלא גם בטווח ארוך יותר, במשך חמש שנים לאחר ההתערבות האקטיביסטית של בעלי המניות.⁸¹ לא זו אף זו, Fried מטיל ספק בהנחה הרווחת כי מדיניות המקדמת אינטרסים קצרי-טווח של משקיעים – דהיינו, קבלת החלטות שתכליתן להשיא את מחיר המניה בטווח הקצר – מזיקה יותר לחברה מאשר החלטות המתמקדות בהשאת שווי המניה בטווח הארוך. לשיטתו, הנהלת חברה המשרתת אינטרסים של משקיעים בעלי אופק השקעה ארוך-טווח עלולה לפגוע בערך הכלכלי של החברה יותר מהנהלת חברה המשרתת אינטרסים של משקיעים לטווח קצר.⁸²

-
- Mark J. Roe, *Corporate Short-Termism – In the Boardroom and in the Courtroom*, 68 75
Bus. Law. 977, 993–996 (2013).
- Sunil Wahal & John J. McConnell, *Do Institutional Investors Exacerbate Managerial 76*
Myopia?, 6 *J. Corp. Fin.* 307 (2000).
- Gary S. Hansen & Charles W.L. Hill, *Are Institutional Investors Myopic? A Time-Series 77*
Study of Four Technology-Driven Industries, 12 *STRATEGIC MGMT. J.* 1 (1991).
- Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 78
39 UCLA L. Rev. 811, 862–864 (1992).
- Anabtawi, *לעיל ה"ש 68, בעמ' 564*. 79
- Lucian A. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, 113 80
Colum. L. Rev. 1637 (2013).
- Lucian A. Bebchuk, Alon Brav & Wei Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund 81*
Activism, 115 *Colum. L. Rev.* 1085 (2015).
- Jesse M. Fried, *The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders*, 124 *Yale L.J.* 82
 1554 (2015).

(ב) העדר מידע והעדר מומחיות

טענה נוספת נגד מעורבותו של ציבור המשקיעים בהצבעה באספה הכללית מקורה בתפיסה כי בעלי מניות מקרב הציבור לוקים בהעדר מומחיות, בחוסר הבנה עסקית ובאי-בקיאות בענייני החברה בהשוואה לבעלי השליטה ולהנהלה הממונה על-ידיהם.⁸³ בניגוד לבעלי השליטה ולהנהלה, אשר נהנים מגישה למידע פנימי ופרטי על-אודות החברה, ציבור המשקיעים מתאפיין בנחיתות במידע. אף ביחס למידע ציבורי על החברה, אשר נגיש לכל, היכולת המקצועית והתמריצים של בעלי המניות מן הציבור לעבד אותו לצורך קבלת החלטות אופרטיביות מוגבלים.⁸⁴ זאת ועוד, ציבור המשקיעים – כגורם המעורה פחות בענייני החברה לעומת בעלי השליטה והנהלה – חשוף יותר למניפולציות בתהליך גיבושן של החלטות הצבעה ולהטעיות מסוגים שונים על-ידי גורמים בעלי אינטרסים זרים. אשר על-כן, בעלי המניות מן הציבור עלולים לקבל החלטות שגויות ותת-מיטביות, שלא ישאו את פונקציית התועלת שלהם.⁸⁵

אתמודד עם טיעונים אלה במישורים שונים. ראשית, דומה כי המתנגדים לדמוקרטיה תאגידית מייחסים לבעל השליטה ולמנהלים תבונה נשגבת, ואילו בעלי המניות מקרב הציבור נדמים בעיניהם להמון נבצר. אולם בפועל חוכמת ההמונים (ציבור המשקיעים) עשויה להיות גדולה מחוכמת המעטים (בעל השליטה והמנהלים).⁸⁶ אריסטו היה כנראה הראשון שזיהה את היתרון בצירוף חוכמתם של הרבים בהליך קבלת החלטות לעומת הסתמכות על חוכמת המעטים.⁸⁷ הואיל וכל פרט מבין חלק מסוים מהנושא הנדון, שילוב ההבנה של הרבים יחדיו מאפשר לראות ולהבין את המכלול, וכך ניתן לקבל החלטות טובות יותר. יישום תבונה זו בענייננו מוביל למסקנה שכל בעל מניה מקרב הציבור מבין אומנם רק פן מסוים של הצעת ההחלטה העומדת להצבעה באספה הכללית, אולם ההבנה המצרפית של ציבור המשקיעים ככללותו מאפשרת לראות את התמונה בשלמותה, ומובילה לקבלת החלטה מושכלת באספה הכללית.

לא זו אף זו, תוצר-לוואי של הגיוון בתיק ההשקעות הוא רכישת ידע ומומחיות רלוונטיים להחלטות המתקבלות באספה הכללית על-ידי ציבור המשקיעים. במטרה לפזר את הסיכונים

83 ראו אוריאל פרוקצ'יה דיני חברות חדשים בישראל – דין נוהג, דין רצוי והדרך לחקיקה Jeffrey N. Gordon, *Shareholder Initiative: A Social Choice and Game*; (1989) 196 *Theoretic Approach to Corporate Law*, 60 U. CIN. L. REV. 347, 353 (1991); Stephen M. Bainbridge, *Participatory Management Within a Theory of the Firm*, 21 J. CORP. L. 657, 668 (1996).

84 לנוכח האדישות הרציונלית שמאפיינת את ציבור המשקיעים, אין להם תמריץ לאסוף את המידע הדרוש לצורך קבלת החלטה מושכלת באספה, לעבדו ולנתחו כראוי. ראו את הדיון לעיל בפרק ב.

85 Gordon, לעיל ה"ש 83, בעמ' 354-355.

86 ראו: JAMES SUROWIECKI, *THE WISDOM OF CROWDS* (2005). התנאים לעדיפותה של חוכמת ההמונים הם מגוון דעות (הטרוגניות) ואי-תלות בין הפרטים.

87 Jeremy Waldron, *The Wisdom of the Multitude: Some Reflections on Book III, Chapter .11 of Aristotle's Politics*, 23 POL. THEORY 563 (1995)

הכרוכים בהשקעה, בעלי מניות נוהגים לבזר את השקעתם בשוקי ההון על-פני חברות רבות.⁸⁸ נושאים רבים הנדרנים באספות בעלי המניות משותפים לכלל החברות, כגון אימוץ כללי ממשל תאגידי נאותים שתכליתם להגביר את השקיפות והאחריותיות של מנהלי החברה כלפי בעלי המניות. ככל הנוגע בהחלטות בנושאים המעסיקים את כלל החברות, ציבור המשקיעים בכלל, ומשקיעים מוסדיים בפרט, עשויים לצבור ידע איכותי, מומחיות וניסיון מהשקעותיהם בחברות רבות.⁸⁹ הירע, המומחיות והניסיון הנצברים אמורים לצייד את בעלי המניות בכלים הדרושים לקבלת החלטות הצבעה מושכלות. יוצא אפוא כי ביחס לנושאים שונים, הנדרנים באופן תדיר באספות בעלי המניות, אין הכרח שלבעל השליטה ולהנהלה יש עדיפות במידע או במומחיות על ציבור המשקיעים.⁹⁰

אולם אף אם נקבל את ההנחה שבעלי השליטה והנהלה הממונה על-ידיהם נהנים מיתרונות של מידע ומומחיות על בעלי המניות מקרב הציבור, אין ערובה שיתרונות אלה ינוצלו כדי לשפר את איכות ההחלטות המתקבלות בחברה באופן שישיא את תועלתם של כלל בעלי המניות. אדרבה, המידע העדיף המצוי ברשות בעלי השליטה והכלים המקצועיים שבידיהם עלולים לשמש אותם לצורך קבלת החלטות הנגועות באינטרסים זרים שאינם עולים בקנה אחד עם טובת החברה. זאת, במטרה לתעל את רווחי החברה לכיסם הפרטי מבלי לחלוק אותם עם שאר המשקיעים בחברה, ובכך להגדיל את תועלתם הפרטית על-חשבון רווחתם של כלל בעלי המניות.⁹¹ מעורבות רבה של בעלי מניות מקרב הציבור באספות כלליות תגביל את יכולתם של בעלי השליטה לקפח את בעלי מניות המיעוט, ותצמצם את ממדיה של בעיית הנציג במישור היחסים שבין הרוב לבין המיעוט בקבוצת המשקיעים.

לבסוף, הטיעונים נגד הגברת מעורבותו של ציבור המשקיעים בענייני החברה משקפים גישה אינסטרומנטלית לזכות ההצבעה של בעלי מניות. דהיינו, שיתוף הציבור בהליך קבלת ההחלטות בחברות הוא רצוי אם, ורק אם, הוא משפר את התוצאה הסופית, כלומר, מביא לידי קבלת החלטות איכותיות יותר. אולם, כפי שטענתי לעיל, לדמוקרטיה התאגידית יש גם ערך אינטרינזי שאינו תלוי בתוצאה המושגת.⁹² המנגנונים של דמוקרטיה תאגידית, ובפרט זכות ההצבעה של בעלי המניות, הם שיוצרים את התשתית האידיאולוגית לקיומה של החברה הציבורית ומקנים לגיטימיות לפעולתם של הדירקטוריון והנהלת החברה. לפי התפיסה האינטרינזית, נחיתות במידע או במומחיות של ציבור המשקיעים אינה מאינת את השאיפה הטבעית לדמוקרטיה תאגידית.

מעבר להתמודדות הנורמטיבית עם הטענה בדבר העדר מידע והעדר מומחיות בקרב ציבור המשקיעים, ניתן להצביע על מהלכים פוזיטיביים שתכליתם לפתור בעיה זו. ראשית, החשש שהנחיתות במידע ובמומחיות תנוצל על-ידי בעל השליטה לפעילות מניפולטיבית שתכליתה להטעות את בעלי מניות המיעוט ולהטות את הצבעתם באספה הכללית מרוכך,

88 ראו את הדיון לעיל בפרק ב.

89 Black, לעיל ה"ש 78, בעמ' 852-853.

90 Lucian A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholders Power*, 118 HARV. L. REV. 833, 881 (2005).

91 ראו את הדיון לעיל בפרק א.

92 ראו את הדיון לעיל ליד ה"ש 41-43.

במידה מסוימת, באמצעות חובות התנהגות שנקבעו בדין ועוגנו בפסיקה.⁹³ סעיף 193 לחוק החברות מטיל על בעל השליטה בחברה את החובה לפעול בהגינות. סעיף 192 לחוק מחייב כל בעל מניה בחברה לנהוג בתום-לב ובדרך מקובלת, ולהימנע מניצול לרעה של כוחו בחברה. זאת ועוד, בבסיסם של דיני ניירות-ערך עומדת השאיפה להבטיח מסירת מידע מדויק ואמין לציבור המשקיעים, שיאפשר קבלת החלטות מושכלות.⁹⁴ דינים אלה כוללים הוראות בדבר דיווח למשקיעים – ובכלל זה איסור הצגת מידע שגוי או מטעה בחומרים הנשלחים לבעלי המניות לקראת הצבעה באספה הכללית – וכן סנקציות עונשיות בגין הפרתן.⁹⁵ שנית, מהלכים לעידוד מעורבות פעילה של ציבור המשקיעים באספות כלליות, ובכלל זה חיזוק האקטיביזם המוסדי והנגשת המידע הרלוונטי לקבלת החלטות באספות באמצעות האינטרנט, אמורים, בין היתר, לשפר את הכלים התומכים בקבלת החלטות הצבעה מושכלות. למשל, הגופים המוסדיים מעסיקים עובדים מקצועיים בעלי מומחיות והבנה עסקית טובה. יתר על כן, הם נעזרים בשירותיהן של חברות ייעוץ מקצועיות, המתמחות בניתוח המידע הרלוונטי להצעות ההחלטה העומדות על סדר-יומן של האספות הכלליות ובעיבודו לצורך גיבוש המלצות הצבעה בעבור הגופים המוסדיים.⁹⁶

לא זו אף זו, הצעדים הנכונים ברשימה זו לשיתוף ציבור המשקיעים בסדר-היום של החברות צריכים להיות משולבים במהלכים להגברת האוריינות הפיננסית בקרב הציבור.⁹⁷ אכן, מתוך הכרה בצורך הלאומי בקידום ההבנה הפיננסית של הציבור, כדי לאפשר קבלת החלטות פיננסיות מורכבות באופן מושכל, עברה לאחרונה בקריאה הראשונה בכנסת הצעת חוק לקידום החינוך הפיננסי בישראל.⁹⁸ הצעת החוק עולה בקנה אחד עם הקווים המנחים של ה-OECD להתוויית מדיניות של קידום החינוך הפיננסי, שתכליתה להגביר את היעילות, התחרות, החדשנות והאיכות של השווקים הפיננסיים, ולהשפיע באופן חיובי על היקף ההשקעות והצמיחה הכלכלית.⁹⁹

-
- 93 פסק-הדין המרכזי בעניין חובות ההתנהגות של בעל שליטה הוא ע"א 817/79 קוסי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח(3) 253 (1984).
- 94 להרחבה ראו לאה פסרמן-יוזפוב דיני ניירות ערך – חובת הגילוי (2009).
- 95 בארצות-הברית קיים הסדר מפותח בנוגע לחומרים הנשלחים לבעלי המניות לקראת הצבעה באספה הכללית ("כללי הפרוקסי"). לאיסור הצגת מידע שגוי או מטעה בחומרים אלה ראו 17 C.F.R. § 240.14a-9.
- 96 ראו את הדיון להלן בפרק ד.
- 97 לאה פסרמן-יוזפוב "דיני ניירות ערך – התפתחויות ומגמות חדשות" קריית המשפט ה 123, 159-161 (2004/5) (קריאה לפעולה מקיפה לחינוך המשקיעים בנושאי שוק ההון, ובכלל זה היבטים הנוגעים במשמעות היותם בעלי מניות בחברות ציבוריות, ועידודם לממש את הזכות הבסיסית הנתונה להם – זכות ההצבעה באספה הכללית).
- 98 הצעת חוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה) (תיקון מס' 2), התשע"ג-2013, ה"ח הממשלה 972.
- 99 OECD, *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness* (July 2005), available at <http://www.oecd.org/finance/financial-education/35108560.pdf>

ד. הגדלת התועלת ממימוש זכות ההצבעה

אפנה עתה לדון ברפורמות חדשות בדיני התאגידים וניירות-הערך בישראל שנועדו לעודד מעורבות של ציבור המשקיעים בהליך קבלת ההחלטות בחברות. ניתוח תופעת האדישות הרציונלית של בעלי המניות והתמקדות בפרספקטיבה כלכלית של עלות מול תועלת מלמדים כי על-מנת לתמרץ את המשקיעים ליטול חלק פעיל בסדר-היום של החברות הציבוריות, יש לפעול בשני מישורים שונים: הגדלת התועלת המופקת ממימוש זכות ההצבעה באספה הכללית והקטנת העלויות הכרוכות בכך. לפיכך בפרק הנוכחי אדון ברפורמות שתכליתן להגדיל את רכיב התועלת של ההצבעה בידיים, דהיינו, לחזק את יכולת השפעה של המשקיעים על הליכי קבלת ההחלטות בחברות. הדיון יתמקד בגופים מוסדיים, אשר מייצגים ציבור רחב של משקיעים ולכן פעילותם האקטיביסטית באספת בעלי המניות אמורה להיטיב עם כלל המשקיעים. בפרק הבא אעבור לנתח את רכיב העלות הכרוך בהשמעת קולם של בעלי המניות באספה הכללית, ואדון ברפורמות שנועדו לצמצמו. הדיון בפרק ה יתמקד במשקיעים פרטיים, אשר לרוב רגישים יותר להוזלת עלויות ההשתתפות בהצבעה באספה הכללית לעומת המשקיעים המוסדיים.

1. משקיעים מוסדיים

אקטיביזם מוסדי הוא כלי להשאת התועלת של כלל המשקיעים בחברות הציבוריות. מעורבות פעילה של המשקיעים המוסדיים באספת בעלי המניות משפרת את ההגנה על עניינם של בעלי מניות המיעוט ותורמת לרווחתם, וכפועל יוצא מכך היא משרתת את שוק ההון בכללותו. הדיון להלן ינתח את התועלת המופקת ממימוש זכות ההצבעה של המשקיעים המוסדיים באספה הכללית לצד העלויות הכרוכות באקטיביזם מוסדי. מבנה הדיון יהיה כדלקמן: תחילה אציג את התפקיד המרכזי שהמשקיעים המוסדיים ממלאים בשוקי ההון, שממנו נגזרת הציפייה לאקטיביזם מוסדי, ואת המהלכים הרגולטוריים שנקטו בשנים האחרונות לעידוד השתתפותם באספות הכלליות של החברות הציבוריות. בהמשך אנתח את הגורמים העיקריים שמחלישים את התמריצים לאקטיביזם מוסדי, ואציע להם פתרונות אפשריים. לבסוף אדון בבעיית הנציג במישור היחסים שבין הגוף המוסדי לבין העמיתים, ובהשלכותיה על האקטיביזם המוסדי.

לעיל עמדתי על כך שלנוכח שיעור ההחזקה הזניח של המשקיע היחיד במניותיה של חברה ציבורית, אין לו יכולת השפעה ממשית על הליך קבלת ההחלטות בחברה. אומנם לכל בעל מניה בנפרד אין תמריץ מספיק לממש את זכות ההצבעה שלו באספה הכללית, אולם התארגנות משותפת עשויה לרכז זכויות הצבעה בשיעור שיקנה לקבוצת משקיעים עמדת השפעה על תוצאות ההצבעה. דא עקא, הספרות הכלכלית על בעיית הפעולה המשותפת (collective action problem) מלמדת אותנו כי עלות ההתארגנות המשותפת של ציבור המשקיעים היא גבוהה מדי.¹⁰⁰

100 להרחבה ראו: MANCUR OLSON, THE LOGIC OF COLLECTIVE ACTION: PUBLIC GOODS AND THE THEORY OF GROUPS (2nd ed. 1971).

דרך אפשרית להקטין את עלות ההתארגנות המשותפת היא חיוב הגופים המוסדיים, המייצגים ציבור גדול של משקיעים, לממש את זכויות ההצבעה שלהם באספות בעלי המניות. הגופים המוסדיים – קרי, קרנות נאמנות, קופות גמל, קרנות פנסיה וביטוחי חיים המשתתפים ברווחים – ממלאים תפקיד חשוב בשוקי ההון המפותחים בעולם. כפי שאבהיר להלן, חשיבותם של הגופים המוסדיים בישראל וברחבי העולם נובעת הן מהיותם מנהלים של כספי ציבור בהיקף עצום והן מן העובדה שהם מפנים כספים אלה לשוקי ההון.

היקף תיק הנכסים שהגופים המוסדיים בישראל מנהלים עלה בעשור החולף בשיעור ניכר עקב רפורמות כלכליות משמעותיות שניתבו אליהם את כספי הציבור. יישום המלצותיה של ועדת בכר¹⁰¹ במסגרת החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה-2005,¹⁰² הביא לידי הסתת קרנות הנאמנות וקופות הגמל של הציבור מהמערכת הבנקאית לידי הגופים המוסדיים. הרפורמה של פנסיית החובה, משנת 2008, הגבירה אף היא את קצב זרימת הכספים לגופים המוסדיים.¹⁰³ כפועל יוצא מרפורמות אלה, סך הנכסים שהגופים המוסדיים מנהלים עמד בסוף שנת 2013 על כ-1.4 טריליון ש"ח.¹⁰⁴

זאת ועוד, החל בעשור הקודם הגופים המוסדיים מפנים חלק משמעותי מכספי הציבור בישראל לשוק ההון. נכון לסוף שנת 2013 השקיעו הגופים המוסדיים יותר מ-330 מיליארד ש"ח באגרות-חוב ובמניות של חברות ישראליות – השקעה המהווה כ-24% מסך תיק הנכסים שלהם.¹⁰⁵ תהליך זה הושפע הן מהשינוי שנעשה בשנים 2001-2002 בכללי ההשקעה של חלק מהגופים המוסדיים, שבמסגרתו הוסרו רוב המגבלות הכמותיות שהוטלו על השקעה במניות ובאגרות-חוב קונצרניות, והן מהרפורמה בשנת 2003 שצמצמה את המעורבות הממשלתית בחיסכון הפנסיוני על-ידי הפחתה הדרגתית בשיעור ההשקעה של קרנות הפנסיה באגרות-חוב מיועדות וניתוב יתרת ההשקעה לשוק ההון.¹⁰⁶

מגמת העלייה בהיקף הנכסים הפיננסיים שמנהלים על-ידי הגופים המוסדיים מאפיינת גם את שאר מדינות ה-OECD.¹⁰⁷ לדוגמה, סך הנכסים הפיננסיים שמנהלים על-ידי קרנות

101 משרד האוצר דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון (ספטמבר 2004) ozar.mof.gov.il/bachar/pdf/bacharFullReport.pdf

102 ס"ח 830.

103 צו הרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק לפי חוק הסכמים קיבוציים, התשי"ז-1957, י"פ 1736 (29.1.2008).

104 תיק הנכסים של הגופים המוסדיים מכיל אגרות-חוב ממשלתיות, אגרות-חוב פרטיות, מניות, השקעות בחוץ-לארץ, מזומן ופקדונות, מק"מ ונכסים אחרים. ראו בנק ישראל דין וחשבון 2013 לוח ד'-נ'-35 (2014) www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/ Documents/dochApp2013/d_35.pdf

105 ראו שם.

106 משרד האוצר דו"ח הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל 41-42 (ינואר 2008) entropy-frs.co.il/wp-content/uploads/2013/06/Hamdani.pdf (להלן: דוח ועדת חמדני).

107 OECD, INSTITUTIONAL INVESTORS' ASSETS – ANNUAL AND QUARTERLY (2014), https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=7IA_A_Q

פנסיה, קרנות נאמנות וביטוחי חיים בארצות-הברית עלה מ-14.9, 8.9 ו-5.3 טריליון דולר, בהתאמה, בשנת 2011 ל-17.9, 12.9 ו-6.3 טריליון דולר בשנת 2015.¹⁰⁸ יתר על כן, הגופים המוסדיים תופסים מקום מרכזי בשוקי ההון של מדינות ה-OECD, ושיעור ההחזקה שלהם במניותיהן של החברות הציבוריות עלה במידה ניכרת במהלך השנים.¹⁰⁹ לדוגמה, שיעור ההחזקה של הגופים המוסדיים בהון המניות של החברות הציבוריות בארצות-הברית זינק מכ-10% בשנת 1953 ליותר מ-60% בסוף שנת 2005.¹¹⁰ שיעור ההחזקה המשיך להאמיר, עד שבמחצית הראשונה של שנת 2015 החזיקו הגופים המוסדיים ב-68% ממניותיהן של החברות הציבוריות בארצות-הברית.¹¹¹

ההשקעה המסיבית של הגופים המוסדיים במניותיהן של החברות הציבוריות פותחת פתח להשפעה של בעלי מניות מן הציבור על הליך קבלת ההחלטות בחברות. בניגוד למשקיע הפרטי היחיד, גוף מוסדי עשוי לרכז בידו נתח לא-מבוטל ממניות החברה, ולכן כוחו בהצבעה באספת בעלי המניות משמעותי יותר. כמו-כן, שיעור ההחזקה הגבוה יחסית של הגוף המוסדי במניות החברה מפחית את האטרקטיביות של מכירת המניות בבורסה (exit) במקרים של אי-שביעות-רצון מאופן התנהלותה של החברה, משום שמכירה מסיבית תוביל לירידה ניכרת במחיר המניה, וכפועל יוצא מכך להפסדים בתיקי הנכסים שמנוהלים על-ידי המשקיע המוסדי.¹¹² אשר על-כן, החלופה של השמעת קולם (voice) של הגופים המוסדיים באספת בעלי המניות על-מנת להשפיע על קבלת ההחלטות בחברה נהפכת לאטרקטיבית יותר.

חובת ההשתתפות של הגופים המוסדיים באספות כלליות אשר על סדר-יומן עומדת הצעת החלטה העשויה לפגוע בעמיתים או לקדם את עניינם נגזרת מחובת הזהירות הכללית כלפי העמיתים.¹¹³ אולם טענה מרכזית הנשמעת נגד חיוב הגופים המוסדיים ליטול חלק פעיל בהליך קבלת ההחלטות בחברות שהם משקיעים בהן היא שמומחיותם היא בתחום של ניהול כספי ציבור וביצוע השקעות פיננסיות, ולא בתחום הפיקוח על חברות. לפי גישה זו, מטרת פעילותם של הגופים המוסדיים היא להשיא את התשואות על כספי העמיתים,

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, FINANCIAL ACCOUNTS OF THE UNITED STATES: FLOW OF FUNDS, BALANCE SHEETS, AND INTEGRATED MACROECONOMIC ACCOUNTS 108
90, 92, 99 (tbls. L116, L117, L122) (2016), available at <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/z1.pdf>.

Serdar Çelik & Mats Isaksson, *Institutional Investors and Ownership Engagement*, 109
2013(2) OECD J.: FIN. MARKET TRENDS 93, 96 (2014), available at <https://www.oecd.org/corporate/Institutional-investors-ownership-engagement.pdf>.

Stuart L. Gillan & Laura T. Starks, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, 19 J. APPLIED CORP. FIN. 55 (2007)

111 *ProxyPulse*, לעיל ה"ש 5.

112 ראו המקורות הנזכרים לעיל בה"ש 37.

113 ראו, לדוגמה, ס' 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994. ראו גם בדין האמריקני: SEC, Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers, Release No. IA-2106 (Mar. 10, 2003).

ומעורבותם בהליך קבלת ההחלטות בחברות חורגת ממטרה זו. ככל שאין לגופים המוסדיים אינטרס כלכלי ישיר בהשתתפות באספה הכללית, אין להטיל עליהם חובת השתתפות. אולם דומה כי תפיסה צרה זו של תפקיד הגופים המוסדיים היא נחלת העבר. הגישה הרחבה יותר מייחסת לגופים המוסדיים מעמד של משקיעים בעלי מאפיינים מיוחדים, שמהם נגזרת הציפייה שהם לא יסתפקו בהשקעה סבילה בניירות-הערך של החברות הציבוריות. תפקידם הוא לשרת את שוק ההון בכללותו. לנוכח ההיקף העצום של הנכסים הנמצאים בניהולם של הגופים המוסדיים, אקטיביזם מוסדי – הבא לידי ביטוי בהשתתפות פעילה באספות כלליות ובמעורבות בפיקוח על החברות הציבוריות – משפר את איכות ההגנה על כלל ציבור המשקיעים ותורם לרווחתם, ובכך מסייע בשכלול שוק ההון.¹¹⁴

דיני התאגידים המודרניים מעודדים את מעורבותם של בעלי המניות מקרב הציבור בסדר-היום של החברות. הגופים המוסדיים, כמייצגים את ציבור בעלי המניות, נדרשים ליטול חלק פעיל בהליך קבלת ההחלטות בחברות.¹¹⁵ הקריאה לאקטיביזם מוסדי מבטאת גישה הרואה בפעילותם של הגופים המוסדיים אמצעי לפיקוח אפקטיבי על החברות הציבוריות ולחיוזוק השמירה על נורמות של ממשל תאגידי.¹¹⁶ גישה זו מדגישה את עדיפותם של מנגנוני השוק על התערבות שלטונית. אשר על-כן, הגופים המוסדיים נדרשים כיום לפתח כלים יעילים שיאפשרו להם להגשים את התפקיד החשוב של אקטיביזם מוסדי בשוק ההון. לצד השתתפות באספות בעלי מניות, אקטיביזם מוסדי יכול לבוא לידי ביטוי במישורים נוספים, כגון מתן משקל להיבטים של ממשל תאגידי במדיניות ההשקעה של הגוף המוסדי,¹¹⁷ מעורבות בגיבוש

114 שמואל האזור, יהודית רוזנברג ושרון אופיר "בחינת התועלת הנובעת מחובת ההשתתפות של קרנות נאמנות באספות כלליות של חברות ציבוריות" (רשות ניירות ערך, 1999). www.isa.gov.il/Download/IsaFile_1688.pdf

115 דוגמה בולטת לאקטיביזם מוסדי היא מעורבותה של קרן הפנסיה של עובדי מדינת קליפורניה CalPERS באספות של החברות הציבוריות שהיא משקיעה בהן. לתיאור המדיניות האקטיביסטית של הקרן ראו <https://www.calpers-governance.org>. למחקר אמפירי הבוחן את השפעותיה של המדיניות האקטיביסטית של הקרן ראו: Michael P. Smith, *Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS*, 51 J. FIN. 227 (1996)

116 תפיסה זו של אקטיביזם מוסדי אומצה לאחרונה ב"Stewardship Code האנגלי. ראו: Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code* (2012), available at <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.pdf>. הקוד קובע שורה של עקרונות ראויים למעורבותם של הגופים המוסדיים בחברות שהם משקיעים בהן. הקוד מיישם מנגנון של "אמץ או הסבר" (comply or explain), שלפיו מומלץ לגופים המוסדיים לאמץ את עקרונות הקוד, וגוף מוסדי הבוחר לא לאמץ עיקרון מסוים נדרש להבהיר מדוע הוא בחר לא לאמץ.

117 הוועדה להגברת התחרותיות במשק הציעה לבחון דרישה שמשקיעים מוסדיים יחויבו להביא בחשבון, במסגרת מדיניות ההשקעה, גם את איכות הממשל התאגידי בחברה שהם שוקלים להשקיע בה. ראו משרד האוצר הוועדה להגברת התחרותיות במשק – המלצות סופיות והשלמה לדו"ח הביניים (2012) 21-20 mof.gov.il/Committees/CompetitivenessCommittee/FinalReport_FinalRec.pdf. המלצה דומה, שלפיה יש מקום לתת לשיקולי ממשל תאגידי מקום מרכזי במסגרת אמות-המידה לבחינת כדאיותן של השקעות, נכללה גם בדוח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 106, בעמ' 24-25. שילוב המרכיב של איכות הממשל התאגידי במכלול השיקולים

הרכב הדיריקטוריון, מעורבות בהסדרי חוב וכן הגשת תביעות נגזרות ותובענות ייצוגיות.¹¹⁸ הדיון להלן יתמקד במימוש זכות ההצבעה של המשקיעים המוסדיים באספה הכללית. בשל מבנה הבעלות הריכוזי בחברות הציבוריות בישראל, לבעל השליטה מובטח בדרך-כלל רוב באספה הכללית, ולכן יכולת ההשפעה של הגופים המוסדיים מוגבלת לכאורה. אף-על-פי-כן, לגופים המוסדיים יש יכולת השפעה ממשית כאשר דיני החברות מגבילים את כוחו של בעל השליטה באמצעות דרישה לאישור פעולות מסוימות ברוב מיוחס באספה הכללית. אכן, בהחלטות שלגביהן קיים חשש שבעל השליטה ינצל את כוחו לא לטובת החברה, חוק החברות מחזק את כוחם של בעלי מניות המיעוט באמצעות דרישה לרוב מיוחס.¹¹⁹ הגבלת כוחו של בעל השליטה במקרים אלה מקנה לגופים המוסדיים מעמד מרכזי באספות בעלי המניות, ומחזקת במידה משמעותית את יכולת ההשפעה שלהם גם בחברות שבהן בעל השליטה מחזיק ברוב זכויות ההצבעה.

עם זאת, השתתפות באספות כלליות כרוכה בעלויות מבחינת הגופים המוסדיים. העלות הכוללת מורכבת לא רק מעלות ההשתתפות באספה, אלא גם מהמשאבים הנדרשים לשם בחינה ראויה של הצעות ההחלטה העומדות להצבעה. השאיפה להקל את העומס והנטל הכלכלי הכרוכים בהשתתפותם של הגופים המוסדיים באספות רבות,¹²⁰ לצד ההכרה ביכולת ההשפעה שלהם על החלטות שבהן נדרש רוב מיוחס, הנחו את "הוועדה לבחינת הצעדים

של המשקיעים המוסדיים עשוי להגדיל במישרין את הביקוש לממשל תאגידי איכותי, וכפועל יוצא מכך לחייב את החברות הציבוריות לשפר את ההיצע של ממשל תאגידי איכותי אם ברצונן לגייס הון מהמשקיעים המוסדיים.

118 על היות הגופים המוסדיים תובעים ייצוגיים ראויים ראו ת"צ (מחוזי מר') 14144-05-09 איפקס חיתום וניהול הנפקות בע"מ נ' הראל נהול קרנות בע"מ (פורסם בנבו, 3.10.2010); ע"א 2718/09 "גדיש" קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ, פס" 47 לפסק-דינה של הנשיאה (בדמי') ביניש (פורסם בנבו, 28.5.2012). (להלן: עניין אלסינט); Elliott J. Weiss & John S. Beckerman, *Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions*, 104 YALE L.J. 2053 (1995). אולם עד כה לא נטו גופים מוסדיים בישראל להגיש תביעות נגד חברות ציבוריות שבהן השקיעו. מקרה מפורסם ונדיר יחסית שבו הוגשה תובענה ייצוגית על-ידי גוף מוסדי הוא ת"צ (מחוזי מר') 14144-05-09 הראל פיא קרנות נאמנות בע"מ נ' לנדמארק גרופ בע"מ (פורסם בנבו, 27.12.2012).

119 ראו את הדיון לעיל ליד ה"ש 61-66.

120 מנתונים שאספה רשות ניירות-ערך עולה כי במאה החברות המרכיבות את מדד תל-אביב-100 נערכו 189 אספות כלליות בשנת 2012, שבמסגרתן הובאו לאישור 986 נושאים. ראו רשות ניירות ערך "עיקרי הערות הציבור להצעה לתיקון ההסדרה בעניין חובת ההשתתפות באסיפות כלליות – תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים)" www.isa.gov.il/Mutual_Funds/1403/1923/Documents/%D7%AA%D7%A7%D7%A0%D7%95%D7%AA%20%D7%97%D7%95%D7%91%D7%AA%20%D7%94%D7%A9%D7%AA%D7%AA%D7%A4%D7%95%D7%AA%20-%20%D7%A1%D7%99%D7%9B%D7%95%D7%9D%20%D7%94%D7%A2%D7%A8%D7%95%D7%AA%20%D7%94%D7%A6%D7%99%D7%91%D7%95%D7%A8%20%D7%91%D7%98%D7%91%D7%9C%D7%94%20-%20%D7%9C%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9D.pdf.

הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל" (להלן: ועדת חמדני) בגיבוש מסקנותיה. ועדת חמדני המליצה ליצור זיקה בין הנסיבות שבהן תוטל חובה להשתתף בהצבעה לבין ההחלטות שלגביהן המחוקק מעניק מעמד מיוחד לבעלי מניות המיעוט באמצעות דרישה לרוב מיוחס. כמו-כן פירטה הוועדה רשימה מצומצמת של החלטות מהותיות שבהן תוטל על הגופים המוסדיים חובת השתתפות והצבעה אם אין לבעל השליטה הרוב הדרוש לקבלת ההחלטה.¹²¹ המלצות הוועדה מקילות את הנטל הרובץ על שכמם של הגופים המוסדיים, ומצמצמות את חובת ההשתתפות באספה הכללית להחלטות שבהן עולה הצורך בהגנת זכויות המיעוט.¹²² ההמלצות אומצו ביחס לקופות גמל, לקרנות פנסיה ולמבטחים בתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט-2009. התקנות פוטרות את הגופים המוסדיים מהשתתפות בהצבעות שבהן לא נדרש רוב מיוחס, למעט בהחלטות על שינוי תקנון שיש בו כדי לפגוע בעניינם של בעלי המניות, על מינויים ופיטורים של דירקטורים, על אישור עסקה אשר לדירקטור יש עניין אישי בה וכן על אישור מיזוג, שלגביהן קיימת חובת השתתפות והצבעה אם אין לבעל השליטה הרוב הדרוש לקבלת ההחלטה.¹²³ רשות ניירות-ערך פעלה לאחרונה להתאים גם את ההסדר החל על קרנות נאמנות להמלצות של ועדת חמדני, באופן שיצמצם את חובת ההשתתפות של מנהל קרן באספה הכללית בעיקר להחלטות שבהן המחוקק מעניק מעמד מיוחד לבעלי מניות המיעוט.¹²⁴ תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים), התשע"ו-2015, מקילות את הנטל על קרנות נאמנות ופוטרות אותן מחובת השתתפות והצבעה באספה הכללית באותם מקרים שבהם קופות גמל, קרנות פנסיה ומבטחים פטורים מחובה זו.¹²⁵

דא עקא, גורמים אחדים מחלישים את התמריץ של הגופים המוסדיים ליישם אקטיביזם מוסדי אפקטיבי. בשורות הבאות אבחן את שני העיקריים שביניהם: בעיית הטפילות (free-rider problem) בין הגופים המוסדיים והמבנה של דמי הניהול המשולמים להם. הגופים המוסדיים בישראל ובעולם כפופים לרגולציה מקיפה, אשר אחת ממטרותיה היא הבטחת מעמדם כמשקיעים פיננסיים שאינם עוסקים בניהול תאגידים ריאליים. דרישת הביזור החלה על הגופים המוסדיים קובעת שיעור מרבי של ניירות-ערך שהגוף המוסדי רשאי להחזיק בתאגיד מסוים.¹²⁶ כמו-כן, על רוב הגופים המוסדיים נאסר לשלוט בתאגיד

121 דוח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 106, בעמ' 12-14.

122 דומה כי הוועדה העדיפה לא לקבוע רף של שיעור החזקה של גוף מוסדי בניירות-הערך של חברה אשר מתחתיו לא תחול החובה להשתתף באספה הכללית, וזאת כדי לא ליצור תמריץ לגוף המוסדי לווסת את תמהיל ההשקעה שלו באופן שיאפשר לו לחמוק מחובת ההשתתפות.

123 תק' 2 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית).

124 ראו רשות ניירות ערך "הצעה לתיקון ההסדרה בענין חובת ההשתתפות של מנהלי קרנות באסיפות והתקשרותם עם חברות ייעוץ פרוקסי" 8-3 (2013) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7963.pdf.

125 תק' 1 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים).

126 ראו, לדוגמה, תק' 10 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), התשע"ב-2012, המגבילה את החזקותיו של גוף מוסדי בניירות-ערך של

שאת מניותיו הם מחזיקים.¹²⁷ תוצאת-לוואי של דרישות הביזור ואיסור השליטה היא החלשת כוח ההשפעה של הגוף המוסדי היחיד כמשקיע בחברה. דרישות אלה פוגעות גם בתמריצי הפיקוח של הגופים המוסדיים על החברות שהם משקיעים בהן. מאחר שהגבלת שיעור ההחזקה מגבילה גם את התועלת שהגוף המוסדי יכול להפיק מהפעלת פיקוח, לא נוצר תמריץ להשקעת המשאבים הכרוכים במעורבות פעילה בענייני החברה. יתר על כן, המעורבות בענייני החברה היא מוצר ציבורי שרבים חפצים ליהנות ממנו אך לא לשאת בעלות ייצורו, ולכן קיימת בעיית טפילות בין הגופים המוסדיים. גוף מוסדי השוקל לשאת בעלויות פיקוח מודע לכך שהתועלת שתצמח מהגברת הפיקוח תתחלק בין כלל בעלי המניות, לרבות הגופים המוסדיים האחרים המשקיעים בחברה, בין אם הם נשאו בעלויות הפיקוח ובין אם לאו. לכן כל גוף מוסדי מעדיף שאחרים יישאו בעלויות הפיקוח, ושהוא יהיה טפיל הנהנה מפירות השקעתם של אחרים מבלי להשתתף בה. אימוץ גישה זו על-ידי כל אחד מהגופים המוסדיים גורם לכך שאף לא אחד מהם נושא בעלויות הפיקוח.¹²⁸

ניתוח הפגיעה בתמריצי הפיקוח של הגופים המוסדיים נעשה מנקודת-מבטו של הגוף היחיד. כקבוצה, כדאי לגופים המוסדיים להשקיע בפיקוח על החברות שהם משקיעים בהן, הן משום שכוחם היחסי מול בעל השליטה יגבר אם הם יפעלו כקבוצה, ובכך תגדל התועלת המופקת מהשתתפותם בהליך קבלת ההחלטות בחברה, והן משום שהעלויות יתחלקו בין הגופים המוסדיים השונים. לפיכך יש לעודד תיאום בין גופים מוסדיים המשקיעים בחברה מסוימת בכל הנוגע בהצבעה באספות, וזאת מבלי שהדבר ייחשב הפרה של דיני ההגבלים העסקיים. התיאום יעשה בכפוף למגבלות קפדניות שתכליתן להפיג את החשש לפגיעה בתחרות בין הגופים המוסדיים עקב זליגת התיאום לתחומים אסורים, כגון שיווק מוצרים ודמי ניהול. אכן, לנוכח שכיחותם של הסדרי החוב בישראל בשנים האחרונות, התירה הממונה על הגבלים עסקיים לגופים מוסדיים לשתף פעולה לצורך ניהול משא-ומתן על הסדר חוב, תוך שהיא מטילה עליהם מגבלות שתכליתן למנוע פגיעה בתחרות והשפעה על מנגנון השוק במסחר בניירות-ערך. המגבלות שנקבעו כתנאי לתחולת ההיתר כללו, בין היתר, איסור דיון בנושאים שחורגים מהסדר החוב הספציפי, איסור שימוש במידע מהותי שהתקבל במסגרת שיתוף-הפעולה לצורך מסחר בניירות-ערך, וכן חובת תיעוד מלא של הדיונים, לרבות כל מידע שהועבר במהלכם, והמצאת התיעוד לממונה על הגבלים עסקיים.¹²⁹ המלצות לשיתוף-פעולה בין משקיעים מוסדיים קיימות הן ברוב ועדת חמירני¹³⁰ והן ברוב של "הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת

תאגיד מסוים ל-5% מן השווי המשוערך של נכסי הגוף המוסדי.

127 ראו, לדוגמה, שם, תק' 12.

128 על בעיית הטפילות בין בעלי מניות ראו: ROBERT C. CLARK, CORPORATE LAW 392-393 (1986).

129 ראו "גילוי דעת 1/08: שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים בשינוי תנאי אגרות חוב תאגידיות" (הוות-דעת של הממונה על הגבלים עסקיים, 25.11.2008). www.antitrust.gov.il/files/9675/1-08.pdf; וכן "הבהרה לגילוי דעת 1/08 – שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים בשינוי תנאי תעודות חוב תאגידיות" (הבהרה של הממונה על הגבלים עסקיים, 23.3.2009). www.antitrust.gov.il/files/9834/1-08AA.PDF.

130 רוח ועדת חמירני, לעיל ה"ש 106, בעמ' 27-28.

איגרות חוב לא ממשלתיות" (להלן: ועדת חודק).¹³¹ גם על-פי עקרונות הממשל התאגידי של ה-OECD יש לאפשר לגופים מוסדיים לתאם עמדות בנושאים הנוגעים בזכויותיהם כבעלי מניות בחברות שהם משקיעים בהן.¹³²

לנוכח התמיכה בשיתוף-פעולה בין הגופים המוסדיים כמשקיעים בחברות ציבוריות שהובעה הן בעקרונות ה-OECD והן בהמלצותיהן של ועדות חודק, ולנוכח ההיתר שנתנה בעבר הממונה על הגבלים עסקיים לגופים המוסדיים לשותף פעולה בנוגע להסדרי חוב, העובדה שלא התפתחה עד כה בישראל תשתית משמעותית לשיתוף-פעולה מעידה על אי-נכונותם של הגופים המוסדיים לעסוק בכך. דומה כי גודלו הקטן של שוק ההון המקומי, הריכוזיות בו וההיכרות שיש לשחקנים הפעילים בשוק זה עם זה מחלישים את ההניעה של משקיעים מוסדיים לפעול באופן אקטיביסטי שעלול לעורר את זעמם של מנהלי החברות הציבוריות ובעלי השליטה בהן.

דרך אפשרית לקדם שיתוף-פעולה ותיאום בין גופים מוסדיים שונים בנוגע להצבעה באספות הכלליות של החברות שהם משקיעים בהן היא באמצעות הקמת מועצה משותפת של גופים מוסדיים. הקמתה תחייב פנייה לממונה על הגבלים עסקיים לצורך קבלת היתר לתאם עמדות בין גופים מוסדיים שונים לקראת הצבעה באספות. בארצות-הברית פועלת החל בשנת 1985 מועצת המשקיעים המוסדיים (ה-Council of Institutional Investors (CII)), המאגדת כ-125 קרנות פנסיה וקופות גמל המנהלות נכסים בהיקף כולל של יותר מ-3 טריליון דולר, מבלי שפעילותה נחשבת הפרה של דיני ההגבלים העסקיים. המועצה מפרסמת מדיניות הצבעה מפורטת למשקיעים המוסדיים במגוון רחב של נושאים, ופועלת מול המחוקק והרגולטור לקידום חוקים ותקנות בתחומים של ממשל תאגידי והגנה על זכויותיהם של בעלי המניות.¹³³ פעילות המועצה תורמת לגיבוש מדיניות עקבית, ברורה ושקופה של הגופים המוסדיים כלפי החברות הציבוריות, ובכך מגבירה את רמת הוודאות בסביבה העסקית שמנהלי החברות פועלים בה. המועצה מהווה כתובת ברורה למנהלי חברות המעוניינים בהידיברות בנושאים של ממשל תאגידי. הנה כי כן, התועלת משיתוף-הפעולה בין המשקיעים המוסדיים אינה מנת-חלקם של הגופים המוסדיים גרידא; גם החברות הציבוריות נהנות מפעילותה של המועצה.¹³⁴

131 משרד האוצר דו"ח הועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות 54-55 (2010) www.tavor.biz/files/final_conclusions_hodak_committee.pdf

132 OECD, *OECD Principles of Corporate Governance* 38-39 (2004), available at <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>

133 מדיניותה של מועצת המשקיעים המוסדיים בנושאים של ממשל תאגידי וזכויות בעלי המניות מפורטת באתר של המועצה. ראו <http://www.cii.org/policies>

134 למחקר אמפירי המאשש את יעילות פעילותה של מועצת המשקיעים המוסדיים ראו: Tim C. Opler & Jonathan Sokobin, *Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors* (Dice Center for Research in Financial Economics, Working Papers Series 95-5, 1995), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=46880

כאמור, גורם נוסף המחליש את התמריץ של הגופים המוסדיים לנקוט אקטיביזם מוסדי אפקטיבי מקורו במבנה של דמי הניהול המשולמים להם על-ידי העמיתים. הגופים המוסדיים גובים מהעמיתים דמי ניהול שנתיים ששיעורם קבוע מראש, ונגזר מהיקף ההפקדות השוטפות של העמיתים ומהשווי של תיק הנכסים הצבורים.¹³⁵ אומנם חלק מדמי הניהול נגבים כשיעור מסוים מתיק הנכסים הצבורים, ולכן עלייה בשווי הנכסים מובילה לעלייה מסוימת בהיקף הגבייה של דמי הניהול. אולם קביעת דמי הניהול כשיעור נמוך יחסית משווי הנכסים מובילה לכך שהעמית, ולא הגוף המוסדי, הוא הנהנה העיקרי מעלייה בשווי של תיק הנכסים. יוצא אפוא שדמי הניהול אינם תלויים כמעט בביצועיו של הגוף המוסדי, דהיינו, הם אינם מושפעים מהצלחה או מכישלון של הגוף המוסדי בניהול תיק הנכסים, ולכן אינם יוצרים תמריץ מספק להשקעת המשאבים הכרוכים ביישום אקטיביזם מוסדי.¹³⁶

דרך אפשרית לעודד את הגופים המוסדיים לגלות מעורבות בחברות שהם משקיעים בהן – מעורבות שבכוחה להשיא את התשואה על תיק הנכסים שהם מנהלים – היא לאמץ מודל של דמי ניהול המבוסס על התשואה שהניב תיק הנכסים. עם זאת, מודל היוצר זיקה בין דמי הניהול לבין ביצועיו של תיק הנכסים עלול לעודד נטילת סיכונים מופרזים במטרה להגדיל את דמי הניהול. גוף מוסדי מפזר את סיכוניו בצורה נרחבת, ולכן מסוגל להגדיל את התשואה לעצמו במנחי תוחלת, תוך פגיעה בלקוחותיו עקב הגדלת הסיכון.¹³⁷ כמו-כן, מודל של דמי ניהול המבוסס על שיתוף הגוף המוסדי ברווחיהם של העמיתים מחייב בדרך-כלל הטלת הגבלות על יכולתם של העמיתים למשוך את חסכוניהם.¹³⁸ לפיכך קיים קושי ליישם מודל מעין זה בישראל לאחר רפורמת הניוד, שהושלמה בשנת 2009, המאפשרת לעמיתים להעביר את כספם בכל עת מגוף מוסדי אחד לאחר.¹³⁹

135 דמי הניהול המרביים בקרנות פנסיה, בקופות גמל ובביטוחי מנהלים קבועים בתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (דמי ניהול), התשע"ב-2012. דמי הניהול המרביים בקרנות פנסיה חדשות מקיפות הם 6% מההפקדות החודשיות ו-0.5% מהצבירה. דמי הניהול המרביים בקרנות פנסיה חדשות כלליות, בקופות גמל ובביטוחי מנהלים הם 4% מההפקדות החודשיות ו-1.05% מהצבירה. התחרות בין הגופים המוסדיים וכוח המיקוח של קבוצות חזקות של עמיתים, כגון ועדי עובדים גדולים, מובילים לכך שעל-פירוב הגופים המוסדיים אינם גובים את דמי הניהול המרביים המותרים בחוק, ובפועל דמי הניהול הנגבים נמוכים במידה ניכרת מהשיעור המרבי המותר.

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

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

138 אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים" משפטים מ' 309, 350 (2011).

139 ראו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (העברת כספים בין קופות גמל), התשס"ח-2008.

עם זאת, שיקולים של תחרות ומוניטין עשויים להניע גופים מוסדיים לגלות מעורבות בענייני החברות שהם משקיעים בהן חרף המבנה הנוכחי של דמי הניהול, אשר אינו יוצר תמריץ מספק לפעולה אקטיבית. נקיטת פעולה אקטיבית מאותתת למשקיעים כי הגוף המוסדי עושה כל שניתן כדי להגן על האינטרסים שלהם, ופועל ללא לאות להשאת התשואה על תיק נכסי הציבור המנוהל על-ידיו.¹⁴⁰ איתות חיובי זה מקבל ביטוי מוחשי לנוכח הדרישה הרגולטורית כי חברה תרווח לציבור על אופן הצבעתם של הגופים המוסדיים המשקיעים בה.¹⁴¹ לפיכך גוף מוסדי המזוהה עם פעילות אקטיביסטית מאותת למשקיעים כי הוא מגן על עניינם, וכפועל יוצא מכך הוא צפוי למושך משקיעים חדשים להפקיד בידיו את ניהול כספם.¹⁴² הדוגמה הבולטת לכך היא הפעילות האקטיביסטית של "פסגות" – מנהל נכסי הציבור הגדול בישראל.¹⁴³

הדיון עד כה הדגיש את חשיבות האקטיביזם המוסדי כאמצעי למזעור עלויותיה של בעיית הנציג המתעוררת במישור היחסים שבין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט. אולם ההסתמכות על גופים מוסדיים כמייצגים של בעלי המניות מקרב הציבור חשופה אף היא לבעיית נציג – הפעם במישור היחסים שבין הגוף המוסדי לבין העמיתים – המושפעת מקיומם של ניגודי עניינים העלולים להטות את הצבעתם של הגופים המוסדיים.¹⁴⁴ בעיה זו בולטת במיוחד בשוק הון קטן וריכוזי כשוק ההון בישראל, הנשלט על-ידי קבוצה מצומצמת של משפחות.¹⁴⁵

ניתן לזהות שני סוגים של מצבים שכיחים המעוררים חשש להתנגשות בין טובת העמיתים כמשקיעים עקיפים בחברה הציבורית שבה עומדת להצבעה הצעת החלטה לבין אינטרסים אחרים של הגוף המוסדי או של בעל השליטה בו.¹⁴⁶ ראשית, חשש כזה עולה כאשר קיימים קשרים עסקיים בין הגוף המוסדי או בעל השליטה בו לבין החברה ובעל השליטה בה.¹⁴⁷

JONATHAN R. MACEY, CORPORATE GOVERNANCE: PROMISES KEPT, PROMISES BROKEN 249 140
(2008).

מכוח סמכותה לפי ס' 36א(ב) לחוק ניירות-ערך, הנחתה רשות ניירות-ערך את התאגידים 141
המדווחים לפרט בדוח המידי על-אודות תוצאות אספה את אופן הצבעתם של בעלי עניין,
של נושאי-משרה בכירים ושל משקיעים מוסדיים בהחלטות שבהן קיימת דרישה לרוב מיוחס.
ראו רשות ניירות ערך "גילוי בדבר אופן ההצבעה של בעלי עניין, נושאי משרה בכירה וגופים
מוסדיים באסיפות" (30.11.2011) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_6378.pdf.

מחקרים מצביעים על קשר ישיר בין מידת ההגנה על המשקיעים בשוק ההון לבין הנכונות 142
להשקיע. ראו המקורות הנזכרים לעיל בה"ש 57-58.

ראו "אמנת פסגות למעורבות מוסדית" אתר פסגות (2013) [www.psagot.co.il/heb/About/](http://www.psagot.co.il/heb/About/Pages/obligationresponsibility.aspx) 143
Pages/obligationresponsibility.aspx

Rock, לעיל ה"ש 37, בעמ' 469-478. 144
למחקר אמפירי הבוחן את דפוסי ההצבעה של גופים מוסדיים בשוק ריכוזי ראו: Assaf Hamdani
& Yishay Yafeh, *Institutional Investors as Minority Shareholders*, 17 REV. FIN. 691
(2013).

דוח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 106, בעמ' 15-16. 146

למחקר אמפירי המבסס את החשש להטיית ההצבעה של גופים מוסדיים כאשר קיימים קשרים 147
עסקיים בינם לבין התאגידים שהם משקיעים בהם ראו: Gerald F. Davis & E. Han Kim,

לדוגמה, אם קרן פנסיה מחזיקה במניותיה של חברה ציבורית שהינה לקוחה גדולה של בעל השליטה בקרן הפנסיה, קיים חשש שהנהלת החברה הציבורית תעשה שימוש בקשריה העסקיים עם בעל השליטה בקרן הפנסיה על-מנת שהאחרון ישפיע על החברה המנהלת את קרן הפנסיה לתמוך בהצעת החלטה של ההנהלה המובאת לאישור האספה הכללית. שנית, חשש כאמור עולה לנוכח ניגוד עניינים הנובע מהשקעה של הגופים המוסדיים בצדדים קשורים¹⁴⁸ – לדוגמה, כאשר קופת גמל מצביעה באספה כללית בעניין אישור עסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה, שהינו בעל השליטה גם בחברה המנהלת את קופת הגמל. בנסיבות אלה קיים חשש שאופן ההצבעה לא ייקבע על-פי השיקול של טובת העמיתים, אלא יושפע מרצונם של נושאי-המשרה בחברה המנהלת את קופת הגמל לְרצות את בעל השליטה בחברה שהם מועסקים בה.

זאת ועוד, העובדה שגופים מוסדיים מחזיקים בתיק נכסים מגוון, הכולל ניירות-ערך מסוגים שונים המייצגים אינטרסים נוגדים, מחדדת את ניגוד העניינים הפוטנציאלי שהם מצויים בו כבואם לממש את זכות ההצבעה באספה הכללית של החברה שהם משקיעים בה.¹⁴⁹ החשש הוא שהצבעה של גוף מוסדי באספת בעלי מניות של חברה ציבורית תושפע מהחזקתו של הגוף המוסדי גם באגרות-חוב של אותה חברה או בניירות-ערך של חברה מתחרה. החזקה נוגדת בניירות-ערך מגוונים – הן של הון והן של חוב, הן של החברה והן של חברות מתחרות – עלולה לפגום בנקיטת-דעתו של הגוף המוסדי כמי שאמור לשקול בהצבעה באספה הכללית את טובת החברה.¹⁵⁰

יתר על כן, טכניקות מתקדמות של הנדסה פיננסית מאפשרות למשקיע מוסדי לגרד את החשיפה הכלכלית שלו ולהפריד בינה לבין כוח ההצבעה. אמצעי גידור מחלישים או אף מבטלים לחלוטין את האינטרס של המשקיע להצביע תוך שקילה של טובת החברה, ויוצרים תופעה של "הצבעה ריקה" (empty voting).¹⁵¹ במקרים קיצוניים אמצעי הגידור

148 תק' 23 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים) קובעת כי השקעה של גוף מוסדי בצדדים קשורים מותרת אם היא נעשית באותם תנאים שהיו חלים באותן נסיבות על צד שאינו קשור ובאותו מחיר שהיה משולם על-ידי, ובלבד שמתקיימים התנאים והשיעורים שעליהם יורה הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר.

149 ראו, לדוגמה, יורם גביוון "בעלי המניות הם היחידים שיש להם מה להפסיד" *TheMarker* (11.9.2009) www.themarker.com/markets/1.549829 ("לא בטוח שצריך להציל את צים. אנחנו מחזיקים במניות החברה לישראל ובאג"ח של צים, אך כבעל מניות בחברה לישראל אני לא רואה סיבה לסכן כסף נוסף בהשקעה בצים" – כך אמר אתמול משקיע מוסדי בתגובה להודעתה של החברה לישראל על זימון אסיפת בעלי מניות לאישור תוכנית ההבראה של צים. מתווה תוכנית ההבראה אכן מעורר את התחושה שמאזן הסיכון מול התועלת בתוכנית נוטה בכיורר לטובת בעלי האג"ח ובעלי העניין בצים ממשפחת עופר").

150 עמיר ליכט דיני אמונאות – חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי 173-175 (2013).

151 Henry T.C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. CAL. L. REV. 811 (2006); Henry T.C. Hu & Bernard

עלולים להציב את המשקיע המוסדי במצב שבו הוא ירוויח דווקא מירידת ערכה של המניה שמכוחה הוא מצביע, ולכן הם יוצרים למשקיע אינטרס כלכלי שלילי בהצבעה.¹⁵² על-מנת להתמודד עם בעיית ניגוד העניינים, הגופים המוסדיים מוכפפים לחובת נאמנות כלפי העמיתים, והדין אוסר עליהם להצביע משיקולים שאינם טובת העמיתים.¹⁵³ כמו-כן, על-פי חוק החברות, גוף מוסדי מחויב להודיע על עניינו האישי באישור עסקה של חברה עם בעל השליטה בה המובאת להצבעה באספה הכללית, וקולותיו לא ייכללו במניין קולותיהם של בעלי המניות שאין להם נגיעה אישית בעסקה.¹⁵⁴ זאת ועוד, ההפרדה שייצור החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, אשר אושר לאחרונה בכנסת, בין תאגידים ריאליים משמעותיים לבין גופים פיננסיים משמעותיים אמורה למתן במידה מסוימת את החשש לניגודי עניינים של גופים מוסדיים.¹⁵⁵ נוסף על כך, הִצָּעתי להקים מועצת משקיעים מוסדיים בישראל, אשר תפעל כגוף עצמאי ללא כוונת רווח לצורך גיבוש מדיניות הצבעה עקבית, ברורה ושקופה, עשויה לנטרל חלק מניגודי העניינים הקיימים כיום בקרב הגופים המוסדיים.¹⁵⁶ לבסוף, הסתייעות של הגופים המוסדיים בשירותיהם של גורמים מקצועיים בלתי-תלויים, המתמחים בגיבוש המלצות הצבעה בהתאם לאמות-מידה ברורות, עשויה לרכך את החשש מפני ניגוד עניינים. בפעילותם של גורמים אלה – חברות הייעוץ למשקיעים המוסדיים – אדון כעת.

2. חברות ייעוץ למשקיעים המוסדיים

בחלק זה של המאמר אנתח את פעילותן של חברות הייעוץ למשקיעים המוסדיים, ואצביע על תרומתן לחיזוק ההגנה על בעלי מניות המיעוט ולהשאת התועלת המופקת מהצבעה באספת בעלי מניות. שירותי הייעוץ משפרים את הכלים התומכים בקבלת החלטות הצבעה מושכלות באספה הכללית. יתר על כן, להמלצות ההצבעה של חברות הייעוץ יש השפעה רוחבית חיובית על הסטנדרטים הנהוגים בשוק ההון ועל אופן התנהלותן של החברות הציבוריות. בכך חברות הייעוץ משרתות לא רק את הגופים המוסדיים השוכרים את שירותיהן, אלא את שוק ההון בכללותו. הגופים המוסדיים טוענים כי הם חסרים הן את הידע והן את כוח-ההאדם המתאים כדי לגבש החלטות הצבעה מושכלות באספות הכלליות של החברות שהם משקיעים בהן. אשר

Black, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*,

156 U. PA. L. REV. 625 (2008).

152 Anabtawi, לעיל ה"ש 68, בעמ' 590-592.

153 ראו ס' 3 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005; ס' 75 לחוק השקעות משותפות בנאמנות.

154 ס' 276 ו-275(א)(3), בהתאמה, לחוק החברות.

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

156 ראו את הדיון לעיל ליד ה"ש 133-134.

על-כן, הם החלו להיעזר בשירותיהן של חברות ייעוץ המתמחות בגיבוש המלצות הצבעה (proxy advisory services).¹⁵⁷ חברות הייעוץ מוזילות לגופים המוסדיים את העלויות הכרוכות בפיקוח על החברות הציבוריות. זאת ועוד, הסתייעות בגורמים מקצועיים בלתי-תלויים, המתמחים בגיבוש המלצות הצבעה בהתאם לאמות-מידה ברורות, עשויה לרכך את החשש מפני ניגוד עניינים, בין שמקורו בקיום קשרים עסקיים בין הגוף המוסדי או בעל השליטה בו לבין החברה ובעל השליטה בה, ובין שמקורו בפוטנציאל לניגוד עניינים הנובע מהחזקה של הגוף המוסדי בניירות-ערך מסוגים שונים המייצגים אינטרסים נוגדים.¹⁵⁸ יתר על כן, ההסתמכות על המלצה של גורם מקצועי המייעץ לגופים מוסדיים שונים עשויה להתגבר על הקשיים בפעולה מתואמת של גופים המשקיעים בחברה מסוימת, ובכך לאפשר למשקיעים המוסדיים להביא לידי ביטוי מלא את יכולת ההשפעה שלהם כקבוצה. אף מבחינת החברות הציבוריות ניתן להצביע על יתרון בולט הגלום בפעילותן של חברות הייעוץ. חברה ציבורית תעדיף לנהל משא-ומתן על פרטיה של הצעת החלטה שתועלה לדיון באספה הכללית מול גורם מקצועי יחיד, קרי חברת ייעוץ, ובכך לחסוך את העלויות הרבות שכרוכות בנייהול מגעים נפרדים מול כל אחד מהגופים המוסדיים המשקיעים בה.

לצד יתרונות ברורים אלה, יש לתת את הדעת גם לסיכונים אפשריים הכרוכים בפעילותן של חברות הייעוץ, כגון חשש לחוסר מקצועיות או להשקעת תשומות בלתי-מספקות, העדר שקיפות, וכן ניגודי עניינים העלולים להתעורר בפעילותן. לפיכך הגדיר מחוקק-המשנה תנאי-סף להתקשרות של גוף מוסדי עם חברת ייעוץ. בתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית) נקבע כי משקיע מוסדי רשאי לקבוע סוגים של הצעות החלטה שלגביהן הוא יתקשר עם גורם מקצועי לצורך גיבוש המלצות הצבעה, ובלבד שוועדת ההשקעות של המשקיע המוסדי אישרה את ההתקשרות לאחר שבחנה את כשירותו של הגורם המקצועי והשתכנעה כי הוא פועל לגיבוש המלצות הצבעה תוך השקעת המשאבים הנדרשים לבחינה איכותית של הצעות ההחלטה בהתאם לאמות-מידה מקצועיות מקובלות, וכן השתכנעה כי הגורם המקצועי פועל לפי מדיניות כתובה המספקת מענה נאות לחשש מפני ניגודי עניינים בפעילותו.¹⁵⁹

יתר על כן, רשות ניירות-ערך פרסמה לאחרונה עקרונות ראויים ("Best Practice") לפעילותן של חברות הייעוץ, תוך התייחסות לסוגיות של כשירות מקצועית, מתודולוגיה, ניגודי עניינים פוטנציאליים ומתכונת העבודה מול הגופים המוסדיים והחברות הציבוריות.¹⁶⁰

157 החברה המובילה בארצות-הברית במתן שירותי ייעוץ לגופים מוסדיים היא Institutional Shareholder Services (ISS). החברה המובילה בישראל בתחום זה היא "אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ". לאחרונה החלה גם חברת "עמדה מחקר כלכלי בע"מ" לפעול בתחום הייעוץ לגופים מוסדיים בישראל.

158 יש להבטיח כי חברת הייעוץ עצמה לא תהיה מצויה בניגוד עניינים ביחס להצעת החלטה שהיא מגבשת לגביה המלצה.

159 תק' 5(א) לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית).

160 ראו רשות ניירות ערך "חוזר למנהלי קרנות ולנאמנים בדבר עמדת סגל הרשות ביחס להתקשרות מנהל קרן עם גורם מקצועי לצורך קבלת המלצות לגבי אופן ההצבעה באסיפה כללית" נספח א – "עקרונות ראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות" 4 (19.2.2014)

הרשות תומכת במתכונת של הסדרה עקיפה, שלפיה העקרונות הראויים לפעילותן של חברות הייעוץ ייאכפו בעקיפין על-ידי הגופים המוסדיים בהתקשרותם מול חברות אלה.¹⁶¹ אימוץ גישה ההסדרה העקיפה תואם את המודל הפיקוחי המקובל בעולם ביחס לפעילותן של חברות הייעוץ, שלפיו האחריות לפיקוח על חברות הייעוץ מוטלת על הגופים המוסדיים מכוח חובתם כלפי העמיתים.¹⁶² ההסדרה העקיפה נועדה ליצור אצל הגופים המוסדיים תמריץ לשמירה על איכות השירות שחברות הייעוץ מספקות ונכונות לשלם על איכות זו. ללא רגולציה המטילה אחריות על הגופים המוסדיים קיים חשש של "מירוץ לתחתית", במובן זה שתתקיים תחרות בין חברות הייעוץ רק על מחיר השירות, ולא על איכותו.¹⁶³

הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון קבעה כי חזקה שהגוף המוסדי וועדת ההשקעות שלו קיימו את חובתם לפי תקנה 5(א) לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית) אם התקיימו התנאים הבאים: (א) חברת הייעוץ הצהירה כי היא עומדת בעקרונות הראויים לפעילותן של חברות ייעוץ שפרסמה הרשות לניירות-ערך. (ב) ההתקשרות עם חברת הייעוץ אושרה על-ידי ועדת ההשקעות של הגוף המוסדי לאחר שזו בחנה את כשירותה של חברת הייעוץ ואת עמידתה בעקרונות הראויים. (ג) ועדת ההשקעות קבעה עקרונות בדבר מידת ההסתמכות על המלצות ההצבעה של חברת הייעוץ וכן נוהל לבחינת ההמלצות, הכוללים, בין היתר, התייחסות לעניינים אלה: מהותיות ההחזקות של הגוף המוסדי בניירות-הערך שההצבעה מתייחסת אליהם; פוטנציאל ההשפעה של נושא ההצבעה על הערך הכלכלי של ניירות-הערך שההצבעה מתייחסת אליהם; ניגוד עניינים פוטנציאלי שחברת הייעוץ נמצאת בו ביחס להחלטת ההצבעה, ככל שזה קיים; ניגוד עניינים פוטנציאלי שהגוף המוסדי נמצא בו ביחס להחלטת ההצבעה, ככל שזה קיים; מקרים שבהם הגוף המוסדי מבקש להחליט באופן שאינו עולה בקנה אחד עם מדיניות ההצבעה של חברת הייעוץ; סדרי העבודה מול חברת הייעוץ, לרבות מועד קבלת ההמלצה ונסיבות שבהן יהיה צורך לקיים דיונים עם חברת הייעוץ או בדיקות אחרות לפני קבלת החלטה. (ד) על-פי מסמך ההתקשרות עם חברת הייעוץ, הגוף המוסדי זכאי לקבל עדכונים שוטפים על שינויים מהותיים בעקרונות פעילותה של חברת הייעוץ, ומקיים עימה פגישה לצורך זה לפחות פעם בשנה.¹⁶⁴

www.isa.gov.il/Mutual_Funds/1403/1923/Documents/9114362.pdf (להלן: "עקרונות ראויים לפעילותן של חברות ייעוץ").

161 בכך שונה הסדרתן של חברות הייעוץ מהסדרתן של חברות הדירוג, אשר ביחס אליהן אומץ לאחרונה מודל של הסדרה ישירה. ראו חוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ד-2014.

162 למחקר השוואתי הסוקר את מודל ההסדרה של חברות הייעוץ במדינות שונות: ראו: Holger Fleischer, *Proxy Advisors in Europe: Reform Proposals and Regulatory Strategies*, 9 EUR. COMPANY L. 12 (2012).

163 אולם אקשטיין מצביע על הפער שקיים בין הציפיות הגבוהות מרגולציה של חברות הייעוץ לבין התועלת שתצמח בפועל מהרגולציה. ראו: Asaf Eckstein, *Great Expectations: The Peril of an Expectations Gap in Proxy Advisory Firm Regulation*, 40 DEL. J. CORP. L. 77 (2015).

164 משרד האוצר – אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון, חוזר גופים מוסדיים 7-9-2014 "תיקון הוראות החוזר המאוחד – ניהול נכסי השקעה (השתתפות גופים מוסדיים באסיפות כלליות)" (10.6.2014)

מידת ההסתמכות של הגופים המוסדיים על המלצות הצבעה של חברות הייעוץ והאפשרות לסטות מהמלצות אלה מעוררות שיקולים נוגדים. מצד אחד, היתרונות שמנתי לעיל בנוגע לפעילותן של חברות הייעוץ, ובכלל זה התמחות בבדיקה איכותית של הצעות החלטה העומדות להצבעה באספה הכללית והתגברות על ניגודי עניינים פוטנציאליים של הגופים המוסדיים, אמורים לעודד רמת ההסתמכות משמעותית על המלצותיהן של חברות הייעוץ.¹⁶⁵ מצד אחר, פעילותן של חברות הייעוץ אינה מסירה אחריות מהגופים המוסדיים השוכרים את שירותיהן. הגופים המוסדיים מוסיפים לשאת באחריות כלפי העמיתים לאופן הצבעתם באספה הכללית.¹⁶⁶ לפיכך אין לעודד האצלה מוחלטת של שיקול-הדעת הנתון לגוף המוסדי והסתמכות עיוורת על המלצת ההצבעה של חברת הייעוץ, אלא הציפייה היא שהגוף המוסדי יבחן באופן אקטיבי את ההמלצה וישקול באופן עצמאי אם לאמצה או לסטות ממנה.¹⁶⁷ לנוכח השיקולים השונים להסתמכות על המלצת הצבעה של חברת ייעוץ או לסטייה ממנה, מחוקק-המשנה מחייב את ועדות ההשקעה של הגופים המוסדיים לקבוע מדיניות בדבר ההליך לבחינת המלצות ההצבעה של חברת הייעוץ.¹⁶⁸

הגופים המוסדיים, כגורמים השוכרים את שירותיהן של חברות הייעוץ, נושאים בעלות השירותים.¹⁶⁹ אולם מפעילות הייעוץ, שמשפרת את איכות ההחלטות המתקבלות באספה

mof.gov.il/hon/documents/%D7%94%D7%A1%D7%93%D7%A8%D7%94-%D7%95%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94/mosdiym/memos/2014-9-7.pdf
(להלן: חוזר גופים מוסדיים 2014-9-7).

165 אכן, מחקר אמפירי מצא כי ברובם המכריע של המקרים אימצו גופים מוסדיים הנעזרים בשירותיה של חברת ייעוץ את המלצת ההצבעה של חברת הייעוץ. ראו דניס ורשבסקי וגיתית גור גרשגורן "הצבעות באסיפות כלליות של חברות: הפוסי הצבעות של הגופים המוסדיים אל מול המלצות ייעוץ הפרוקסי" (נייר-עבודה, רשות ניירות ערך, 2011) www.isa.gov.il/GeneralResearch/179/Documents/IsaFile_7991.pdf.

166 ס' 86 לחוק השקעות משותפות בנאמנות אוסר על מנהל קרן לאצול מסמכויותיו או להעביר מחובותיו הקבועות בחוק. העסקת אדם על-ידי מנהל קרן לא תיחשב האצלת סמכויות או העברת חובות, ולא תגרע מאחריותו כלפי העמיתים.

167 ברוח של ארגון ה-OECD הובע חשש מנטייתם של גופים מוסדיים לסמן באופן גורף "אישור" ("tick the box") ליד המלצתה של חברת הייעוץ בניסיון לחמוק מאחריות כלפי העמיתים ביחס לאופן ההצבעה. ראו OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages* 52 (2009), available at <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>.

168 תק' 5(ב) לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית). ראו גם משרד האוצר – אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון, חוזר גופים מוסדיים 2014-9-6-2014-9-7, לעיל ה"ש 164.

169 Stephen J. Choi & Jill E. Fisch, *How to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries*, 113 YALE L.J. 269, 294–298 (2003) (הסוקרים את מקורות המימון של פעילות הייעוץ למשקיעים המוסדיים).

הכללית, נהנים כלל המשקיעים, ולא רק המשקיעים המוסדיים. אשר על-כן, הגופים המוסדיים אינם מפנימים את כל התועלת המופקת משירותי הייעוץ, אף-על-פי שהם הנושאים במלוא עלותם של השירותים. שירותי הייעוץ הם למעשה מוצר ציבורי המשרת את שוק ההון בכללותו, לרבות משקיעים פרטיים, ומשום כך הטלת עלויות המימון של פעילות הייעוץ על המשקיעים המוסדיים בלבד היא בעייתית. בשורות הבאות אבחן אפוא מודלים חלופיים למימון שירותי הייעוץ.

מודל חלופי ראשון מבוסס על שיתוף החברות הציבוריות במימון פעילותן של חברות הייעוץ הבוחנות את הצעות ההחלטה העומדות על סדר-יומן.¹⁷⁰ הסדר מימון זה עשוי לבוא לידי ביטוי בגביית דמי טיפול המשקפים את העבודה של חברת הייעוץ מול החברות הציבוריות.¹⁷¹ פעילות הייעוץ משפרת את הליך קבלת ההחלטות באספה הכללית, ולכן החברות הציבוריות מפיקות תועלת ממנה. כמו-כן, התדיינות על פרטיה של הצעת החלטה שתועלה לדיון באספה הכללית מול גורם מקצועי יחיד חוסכת לחברות הציבוריות את העלויות הכרוכות בנייהול משאים-ומתנים מול גופים מוסדיים רבים המשקיעים בהן. פעילות הייעוץ משרתת אפוא את החברות הציבוריות, ולכן ראוי שהן יטלו חלק במימונה. בניגוד למודל המימון של פעילות הייעוץ על-ידי המשקיעים המוסדיים גרידא, על-פי מודל זה התשלום על שירותי הייעוץ נגרע מכיסם של כלל המשקיעים בחברה ביחס ישר לשיעור ההחזקה שלהם במניות החברה, ולכן כל משקיע נושא בעלות של פעילות הייעוץ ביחס ישר לתועלת שהוא מפיק ממנה. אולם מודל מימון זה מעורר חשש לניגוד עניינים מובנה והטיה לטובת החברה המממנת במתן ההמלצה של חברת הייעוץ. אשר על-כן, במסגרת העקרונות הראויים לפעילותן של חברות ייעוץ נכלל איסור קבלת תשלומים מהחברות הציבוריות בגין המלצות בעניינן או בגין העבודה הכרוכה במתן המלצות כאמור.¹⁷²

מודל מימון חלופי שני, שהוצע על-ידי Choi & Fisch, מבוסס על הקמת קרן ציבורית שתממן את פעילותן של חברות הייעוץ בהתאם לנתח השוק של כל אחת מהן.¹⁷³ גם במודל זה החברות הציבוריות הן שממנות את פעילות הייעוץ, אולם לא במישרין כנגד ייעוץ ספציפי, אלא באופן קולקטיבי, כשהקצאת המימון לכל חברת ייעוץ נקבעת על-ידי המשקיעים עצמם באמצעות מנגנון של שוברים.¹⁷⁴ ההפרדה בין הגורם שנושא בנטל המימון

170 שם, בעמ' 305.

171 רשות ניירות ערך "הערות הציבור לעקרונות הראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות" 12 (2013) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7964.pdf.

172 ס' 3(ו) ל"עקרונות ראויים לפעילותן של חברות ייעוץ", לעיל ה"ש 160. קבלת תשלום מהחברה הציבורית מותר רק בנסיבות חריגות, כגון במקרה שבו חברת הייעוץ מבקשת לקבל חוות-דעת של מומחה חיצוני בנושא שאינו במסגרת מהלך עסקיה הרגיל ומיומנותה, והתשלום מהחברה הציבורית מועבר במלואו למומחה החיצוני.

173 Choi & Fisch, לעיל ה"ש 169. ראו גם רשות ניירות ערך "שולחן עגול בנושא אקטיביזם מוסדי בשמירה על ממשל תאגדי והגנה על עניינם של המשקיעים" 11-12 (2013) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7685.pdf.

174 מנגנון השוברים פועל בתחומים אחרים. הדוגמה המפורסמת ביותר למנגנון זה היא שיטת המימון של בתי-ספר בארצות-הברית. ראו: *Zelman v. Simmons-Harris*, 536 U.S. 639 (2002).

(החברות הציבוריות) לבין הגורם שמחליט על הקצאתו בפועל (המשקיעים) מפחיתה את יכולת ההשפעה של מנהלי החברה הציבורית על המלצתה של חברת הייעוץ. מודל זה נהנה אפוא מהיתרון שכלל המשקיעים – ולא רק משקיעים מוסדיים – נושאים בעלות המימון של פעילות הייעוץ, באופן יחסי להשקעתם בחברה. יתרון זה מושג מבלי להותיר בידי מנהלי החברה את השליטה בהקצאת המימון לחברת ייעוץ מסוימת, כך שלא נוצרת זיקה בעייתית בין חברת הייעוץ לבין החברה הציבורית שבעניינה ניתנת המלצת הצבעה.

ה. הקטנת העלויות של מימוש זכות ההצבעה

רשימה זו זורה אור על שיקולי עלות מול תועלת המסבירים את שיעור ההשתתפות הנמוך של בעלי מניות מן הציבור בהצבעה באספות שהם זכאים להצביע בהן, ומנתחת רפורמות שונות שנועדו להגביר את מעורבותם של המשקיעים בהליך קבלת ההחלטות בחברות הציבוריות. בפרק הקודם התמקדתי ברכיב התועלת, דהיינו, בחיזוק יכולת ההשפעה של ציבור המשקיעים על תוצאות ההצבעה באספת בעלי המניות. בפרק זה אתמודד עם רכיב העלות, המכביד על בעלי מניות מקרב הציבור את ההשתתפות באספה הכללית ואת הרמת הנטל הכרוך בהצבעה, ואבחן דרכים מגוונות לצמצומו. המהלכים הנבחנים בפרק זה להגברת מעורבותו של הציבור בקבלת ההחלטות בחברות מתמקדים במשקיעים פרטיים, אשר לרוב רגישים יותר להוזלת עלויות ההשתתפות בהצבעה באספה הכללית לעומת הגופים המוסדיים.

מימוש זכות ההצבעה באספה הכללית כרוך בעלויות לא־מבוטלות. עלויות אלה נובעות הן מהשקעת המשאבים הדרושים לשם בחינה ראויה של הצעות ההחלטה העומדות להצבעה והן מהעלות הכרוכה בהשתתפות באספה ובהצבעה בה. בעלי מניות מקרב הציבור מתקשים להתפנות מעיסוקיהם היומיומיים לצורך נוכחות פיזית באספה הכללית. מגבלות של זמן וניידות מכבידות עליהם את ההשתתפות באספה ואת מימוש זכות ההצבעה המוקנית להם כבעלי מניות. זאת ועוד, אספות כלליות של חברות ציבוריות שונות מתקיימות לעיתים ב־זמנית. הואיל וציבור המשקיעים מפזר את השקעתו על־פני חברות רבות, משקיע אינו יכול לנכוח פיזית ב־זמנית באספות של חברות שונות. יתרה מזו, בעידן הגלובלי, שבו ההשקעה בחברות אינה מוגבלת לתחום המדינה של המשקיע, במקרים רבים הגעה פיזית למקום האספה הכללית אינה בגדר אפשרות מעשית.

ככל שנפחית את העלויות הכרוכות במימוש זכות ההצבעה כן תגדל נכונותו של ציבור המשקיעים ליטול חלק בהליך קבלת ההחלטות בחברה. פתרונות במישור זה תכליתם אפוא היא להנגיש לבעלי המניות מן הציבור את המידע הדרוש לקבלת החלטות הצבעה מושכלות ולהקל עליהם את האפשרות לממש את זכויות ההצבעה שלהם בדרך נוחה וגמישה.¹⁷⁵

175 מדינות האיחוד האירופי אימצו הסדרים שנועדו להבטיח את אפשרות הגישה של בעלי מניות למידע הרלוונטי להצבעתם באספות כלליות, ולהקל עליהם את מימוש זכויות ההצבעה שלהם. ראו: Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the Exercise of Certain Rights of Shareholders in Listed Companies, 2007 OJ (L 184) 17 (להלן: הדירקטיבה האירופית).

1. הצבעה באמצעות שלוח

על-מנת לסייע לציבור המשקיעים להרים את הנטל הכרוך בהצבעה, נוצרו ערוצי הצבעה שאינם מחייבים נוכחות פיזית של בעלי המניות באספות. לדוגמה, ניתן להצביע על-ידי שלוח מטעמו של בעל המניות.¹⁷⁶ אומנם, האספה הכללית אינה פורום להצבעה גרידא, אלא גם במה לחילופי דברים, לוויכוח ולשכנוע הדדי. אשר על-כן, היעדרותו של בעל המניה מהאספה הכללית והפקדת קולו מראש בידי שלוח להצבעה שוללת ממנו את חירות ההשתכנעות ואת ההזדמנות לשנות את דעתו במהלך האספה. אולם בהינתן העלויות הכרוכות בנוכחות פיזית של ציבור המשקיעים באספה הכללית, וכפועל יוצא מכך התמריץ השלילי להשתתף בהצבעה, העדיף המחוקק לאפשר הצבעה באמצעות שלוח, על-אף מגרעותיה הברורות, כרע במיעוטו.¹⁷⁷

דיני השליחות מאפשרים לאדם למנות מיופה-כוח לצורך נקיטת פעולה משפטית בשמו ובמקומו.¹⁷⁸ אכן, דיני החברות בישראל ובשיטות משפט אחרות מאמצים את הסדר השליחות ומכירים באפשרות של בעל מניה להצביע באמצעות שלוח.¹⁷⁹ השלוח עצמו אינו חייב להיות בעל מניה בחברה. כך, במקרים רבים הנהלת החברה מנסה לגייס קולות התומכים בעמדותיה, ומבקשת מבעלי המניות התומכים בה שימנו אותה לשלוחתם.

חברות רבות נוהגות לקבוע בתקנון נוסח של ייפוי-כוח להצבעה באספת בעלי המניות.¹⁸⁰ מסירת ייפוי-הכוח לחברה מהווה הצהרה של בעל המניה, השולח, כי השלוח מוסמך לייצגו ולהצביע בשמו באספה הכללית. ייפוי-הכוח יכול להיות כללי, באופן המעניק לשלוח סמכות להצביע על-פי שיקול-דעתו, או להורות לשלוח להצביע אך ורק על-פי הוראות השולח. מנגנון השליחות מאפשר לבעלי מניות שונים להפקיד ייפוי-כוח בידי אותו שלוח, ואף להורות לו להצביע באופן שונה בעבור כל אחד מהם.¹⁸¹

176 ראו ה"פ (מחוזי חי') 111/01 בלוך נ' נצבא חברה להתנחלות בע"מ (פורסם בנבו, 20.8.2002).

177 פרוקצ'יה, לעיל ה"ש 83, בעמ' 295-297. פרוקצ'יה מבחין בין זכות ההצבעה של בעל מניה, שהינה זכות רכושית של בעל המניה עצמו ולכן הוא חופשי להפעילה תוך ויתור על יתרונות ההשתתפות האישית בהצבעה, לבין כוח ההצבעה של חבר כנסת או של דירקטור בחברה, שאינם מפעילים זכות רכושית משל עצמם, אלא פועלים בנאמנות בעבור אחרים, ולכן אינם חופשיים לוותר בשם שולחיהם על יתרונות אלה.

178 ראו ס' 1 לחוק השליחות, התשכ"ה-1965.

179 ראו, לדוגמה, ס' 83 לחוק החברות הישראלי; ס' 10 לדירקטיבה האירופית, לעיל ה"ש 175; DEL. CODE ANN. tit. 8, § 212 (2002); MODEL BUS. CORP. ACT § 7.22 (2006); CANADA BUSINESS CORPORATIONS ACT, R.S.C. 1985, c C-44, §§ 147-154; DEUTSCHER CORPORATE GOVERNANCE KODEX [GERMAN CORPORATE GOVERNANCE CODE], May 5, 2015, § 2.3.3. (Ger.)

180 עם זאת, לנוכח האינטרס הציבורי בעידוד ההצבעה של בעלי מניות מקרב הציבור, נתן בית-המשפט תוקף לייפוי-כוח אף שהוא סטה מהנוסח שנקבע בתקנון. ראו ה"פ (מחוזי ת"א) 1602/95 מויאל נ' שקם בע"מ (פורסם בנבו, 11.11.1996).

181 פרוקצ'יה, לעיל ה"ש 83, בעמ' 298.

2. כתב הצבעה והודעת עמדה

דוגמה בולטת נוספת למנגנון הצבעה שאינו מחייב נוכחות פיזית באספה הכללית היא שימוש בכתב הצבעה (proxy). מנגנון זה מקובל במדינות שונות בעולם, ובראשן ארצות-הברית, שבה חל הסדר מפותח ומפורט של כללי פרוקסי.¹⁸² ההסדר הישראלי של הצבעה בכתב, שנכנס לתוקף באפריל 2006, מאפשר לבעל מניה בחברה ציבורית להצביע באספה הכללית באמצעות מסירת כתב הצבעה למזמן האספה או שליחתו בדואר רשום. קיימות דרישות צורניות קפדניות לגבי כתב ההצבעה, שתכליתן להבטיח שבעל מניה יקבל את המידע הדרוש לקבלת החלטת הצבעה מושכלת באופן תמציתי ובשפה ברורה.¹⁸³ בכתב ההצבעה בעל המניה מציין את אופן הצבעתו. כתב הצבעה שהגיע לחברה עד למועד האחרון שנקבע לכך ייחשב כנוכחות באספה לעניין קיום המניין החוקי, וייספר במניין הקולות בהצבעה.¹⁸⁴ הסדר ההצבעה בכתב מוגבל לרשימה סגורה של נושאים שעל סדר-יומן של האספות: מינויים ופיטורים של דירקטורים, עסקות עם בעלי עניין, מיזוג, אישור כהונה כפולה כיושב-ראש דירקטוריון וכמנכ"ל, תגמול נושאי-משרה ואישור של פשרה או הסדר. זאת ועוד, השימוש בכתב הצבעה מוגבל למצבים שבהם בעל השליטה בחברה אינו מחזיק מניות בשיעור המאפשר לו להעביר את ההחלטה שבה הוא חפץ גם אם כל שאר בעלי המניות משתתפים בהצבעה ומתנגדים לה.¹⁸⁵ הרציונל של ההגבלה הוא שהסדר ההצבעה בכתב כרוך בעלויות משמעותיות לחברה, ולכן יש לצמצם את היקף השימוש בו ולהפעילו רק במקרים שבהם יש לבעלי המניות מהציבור היכולת להכריע את תוצאות ההצבעה באספה הכללית. הואיל והשליטה בכתב הצבעה היא בידי הנהלת החברה, מנגנון זה עשוי לתת בידי השולטים בו יתרון ארגוני מכריע במאבקים נגד אופוזיציה אפשרית. אשר על-כן, הסדרי ההצבעה בכתב בחברות מנסים לאזן את הכוחות של הנהלה והאופוזיציה במאבק על קולם של בעלי המניות, ובכך ליצור זירת התגוששות ניטרלית ככל האפשר ולהבטיח דמוקרטיה תאגידית אמיתית. לדוגמה, על-מנת להבטיח שיקוף נאות של דעת בעלי המניות, כתב הצבעה נשלחים לכל בעלי המניות בעלי זכות הצבעה, ולא רק לאלה שהנהלה צופה כי יתמכו בעמדתה.¹⁸⁶

זאת ועוד, לצד יכולתה של הנהלה לשדל את בעלי המניות לייפות את כוחה להצביע בעד העמדה שהיא מציעה, חוק החברות מאפשר לכל בעל מניה לפנות לחברה ולבקשה לשלוח הודעת עמדה מטעמו לבעלי המניות האחרים בחברה לקראת אספה כללית שעל סדר-יומה נושא מן הנושאים שבהם ניתן לעשות שימוש בכתב הצבעה.¹⁸⁷ הודעת עמדה

182 כללי הפרוקסי נקבעו על-ידי רשות ניירות-ערך האמריקנית (SEC) מכוח הסמכות שהוקנתה לה ב־Securities Exchange Act of 1934. ראו 17 C.F.R. § 240.14a.

183 תק' 7 לתקנות החברות (הצבעה בכתב והודעות עמדה), התשס"ו-2005.

184 ס' 87(ג) לחוק החברות.

185 ס' 87 לחוק החברות ותק' 2(א) לתקנות החברות (הצבעה בכתב והודעות עמדה).

186 ס' 87(ב) לחוק החברות.

187 ס' 88 לחוק החברות. בדין האמריקני ראו 17 C.F.R. § 240.14a-8. בית-המשפט עיגן את זכותו של בעל מניה לקבל צו מניעה במקרה של הפרת כלל 14a-8. ראו: 'New York City Employees' Retirement System v. American Brands, Inc., 634 F. Supp. 1382 (S.D.N.Y. 1986).

מטעם ההנהלה נשלחת יחד עם כתב ההצבעה וממומנת מקופת החברה.¹⁸⁸ במטרה ליצור נקודת זינוק שווה ככל האפשר במאבק על קולם של בעלי המניות, הדין מאפשר בתנאים מסוימים לבעל מניה השולח הודעת עמדה מטעמו לקבל מהחברה שיפוי על הוצאותיו.¹⁸⁹ הודעות עמדה מדווחות לרשות ניירות-ערך ולבורסה, ומפורסמות בערוצי הדיווח המקובלים.¹⁹⁰ מנגנון הודעות העמדה אמור ליצור במה נוחה וזמינה לבעלי המניות להשמיע את קולם ולהביע את דעתם על הנושאים הקבועים לדיון באספה הכללית. אולם הגבלת השימוש בו לנושאים שבהם ניתן להפעיל את מנגנון כתב ההצבעה,¹⁹¹ וכן למצבים שבהם אין לבעל השליטה הרוב הדרוש לקבלת ההחלטה שעל סדר-יומה של האספה הכללית,¹⁹² מצמצמת מאוד את תחולתו ומונעת קיומו של שיח ער ופורה בין בעלי המניות מקרב הציבור לבין הנהלת החברה ובעל השליטה בה. 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.¹⁹³

על-פירוב בעל מניה בחברה ציבורית אינו מחזיק במישרין במניה, אלא זו מוחזקת באמצעות חבר בורסה ורשומה במרשם בעלי המניות על שם חברה לרישומים הקשורה לאותו חבר בורסה. נוהג זה מאפשר פעילות תדירה של מכירה וקנייה של מניות, ללא צורך בשינוי הבעלות הרשומה וללא צורך בהנפקת תעודות מניה חדשות, וכפועל יוצא מכך מוביל לחיסכון בעלויות הרישום ולצמצום החשיפה של המנפיק לסיכון של טעות ברישום.¹⁹⁴ הואיל ונייר-הערך רשום במרשם בעלי המניות על שם חברה לרישומים, ולא על שם בעל המניה הספציפי, בעל המניה חייב לצרף לכתב ההצבעה אישור בעלות בנייר-הערך מאת חבר הבורסה שבאמצעותו הוא מחזיק בנייר-הערך. דא עקא, הליך הקבלה של אישור בעלות בנייר-הערך מאת חבר הבורסה מסורבל, בלתי-נגיש וכרוך בעלויות, ולכן מהווה חסם משמעותי להשתתפותם של בעלי מניות מקרב הציבור בהצבעה באספה הכללית.

188 ס' 88(א) לחוק החברות.

189 ס' 88(ב) לחוק החברות.

190 תק' 6 לתקנות החברות (הצבעה בכתב והודעות עמדה).

191 ס' 88(ב) לחוק החברות.

192 תק' 2(א) לתקנות החברות (הצבעה בכתב והודעות עמדה).

193 הנתונים נאספו ממערכת המידע "מגנא" של הרשות לניירות-ערך בישראל. www.magna.isa.gov.il

194 פרקטיקה זו נוהגת בארצות-הברית החל בשנות השלושים של המאה שעברה. ראו: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, FINAL REPORT ON THE PRACTICE OF RECORDING THE OWNERSHIP OF SECURITIES IN THE RECORDS OF THE ISSUER IN OTHER THAN THE NAME OF THE BENEFICIAL OWNER OF SUCH SECURITIES (1976), available at <https://archive.org/details/fsec00unit>

3. מערכת הצבעה אלקטרונית

האינטרנט מהווה תשתית נוחה להגברת מעורבותם של בעלי המניות בהליכי קבלת החלטות בחברות.¹⁹⁵ טכנולוגיית האינטרנט מציגה דרך תקשורת חדשה לחברה הציבורית ולבעלי מניותיה, ומאפשרת ליצור סביבת עבודה מקוונת לפעילותה של אספת בעלי המניות, אשר מפחיתה את עלויות ההשתתפות של בעלי המניות באספה. הפחתת העלויות נובעת הן מהיות האינטרנט אמצעי יעיל וזול להעברת נתונים, לרבות מסמכים, והן מהכלים הייחודיים לתקשורת אישית וקבוצתית בין בעלי המניות שהאינטרנט מציע.¹⁹⁶

במטרה להגביר את מעורבותם של המשקיעים בהליכי קבלת החלטות בחברות ציבוריות, אושר לאחרונה תיקון מס' 53 לחוק ניירות-ערך, המוסיף על אפשרויות ההצבעה הקיימות ערוץ נוסף – מערכת הצבעה אלקטרונית באמצעות האינטרנט. המערכת האלקטרונית נכנסה לפעולה בחודש יוני 2015, והיא משרתת את המשקיעים בחברות הציבוריות בישראל.¹⁹⁷ היא נועדה להקל על בעלי זכות ההצבעה באספות את הגישה למידע הרלוונטי ואת מימוש זכות ההצבעה שלהם באמצעות מערכת אלקטרונית נוחה, ידירותית למשתמש וזמינה באופן רציף בכל שעות היממה.

רשות ניירות-ערך, כרגולטור המופקד על הגנת ענייניו של ציבור המשקיעים בשוק ההון, היא שיזמה את מערכת ההצבעה האלקטרונית ונשאה בעלות הקמתה ותפעולה. בהינתן מבנה השוק הריכוזי בישראל, הנשלט על-ידי קבוצה מצומצמת של משפחות, אין פלא שגוף ציבורי – ולא גורם פרטי – הוא שיזם את הקמת המערכת, שאמורה לחזק את מעמדו של ציבור המשקיעים מול בעלי השליטה. מבחינת ציבור המשקיעים, וכן מבחינת הגורם שזימן את האספה, השימוש במערכת אינו כרוך בעלויות כלשהן. לנוכח החיסכון בעלויות לעומת הסדר ההצבעה בכתב, המערכת האלקטרונית מרחיבה באופן משמעותי את האפשרויות הפתוחות לפני בעלי המניות למימוש זכויות ההצבעה שלהם באספה הכללית.¹⁹⁸ בניגוד להסדר ההצבעה בכתב, שהוגבל למספר מצומצם של נושאים, המערכת האלקטרונית מאפשרת להצביע באספות בכל הנושאים שעל סדר-היום.¹⁹⁹ זאת ועוד, ציבור המשקיעים

195 George Ponds Kobler, *Shareholder Voting Over the Internet: A Proposal for Increasing Shareholder Participation in Corporate Governance*, 49 ALA. L. REV. 673 (1998)

196 להרחבה ראו עמנואל וסרמן **אסיפת בעלי מניות: שיקולים בעיצוב מודל חדש בעידן המידע** (עבודת מחקר לשם קבלת התואר "דוקטור למשפטים", אוניברסיטת תל אביב – הפקולטה למשפטים, 2005).

197 מידע מפורט על מערכת ההצבעה האלקטרונית מצוי באתר הרשות לניירות-ערך. ראו www.isa.gov.il/About/About%20voting%20system/Pages/default.aspx

198 נוסף על בעלי מניות, מערכת ההצבעה האלקטרונית מאפשרת גם למחזיקי תעודות החייבות וכתבי אופציה לממש את זכויות ההצבעה שלהם באספות השונות שהם זכאים להצביע בהן.

199 במסגרת תיקון מס' 53 לחוק ניירות-ערך נכלל תיקון עקיף לחוק החברות (תיקון מס' 21). תיקון זה מוסיף לס' 87 לחוק החברות את ס"ק (ה), המרחיב את אפשרות ההצבעה באספות, באמצעות מערכת ההצבעה האלקטרונית, לכל הנושאים שעל סדר-היום.

רשאי להצביע באמצעות המערכת האלקטרונית גם במקרים שבהם בעל השליטה בחברה מחזיק במניות בשיעור המקנה לו את הרוב הדרוש לקבלת ההחלטה באספה הכללית.²⁰⁰ יתרון בולט של מערכת ההצבעה האלקטרונית על ערוצי ההצבעה המסורתיים הוא שאין היא מצריכה קבלת אישור בעלות בנייר-ערך מאת חבר הבורסה, וכך היא מסירה חלק מהסרבול הכרוך בהצבעה. חברי הבורסה נדרשים להמציא למערכת ההצבעה פרטים על-אודות מצביעים פוטנציאליים המחזיקים בניירות-ערך באמצעותם. מצביע פוטנציאלי הוא לקוח של חבר בורסה אשר במועד הקובע, כפי שפורסם ברוח זימון האספה, מחזיק במניות באמצעות חשבון ניירות-ערך אצל חבר הבורסה, ולפיכך יש לו זכות הצבעה. המצאת הנתונים על מצביעים פוטנציאליים מאת חבר הבורסה נחשבת מתן אישור בעלות מצידו ביחס לאותה הצבעה. חברי הבורסה נדרשים גם למסור למצביעים הפוטנציאליים פרטים על-אודות האספה הרלוונטית, כתב הצבעה וקוד גישה ייחודי המאפשר השתתפות בהצבעה אלקטרונית באותה אספה. מערכת ההצבעה האלקטרונית ננעלת סמוך למועד כינוסה של האספה הכללית,²⁰¹ ומייצרת קובץ של נתוני ההצבעה שנעשתה דרכה, אשר מועבר אל מזמין האספה.²⁰² ההצבעה האלקטרונית נחשבת כנוכחות באספה לצורך קביעת המניין החוקי, ככל שזה נדרש לקיום האספה, ונספרת במניין הקולות שהשתתפו בהצבעה.²⁰³ כלל נתוני ההצבעה – הן האלקטרונית והן הפיזית – משוקללים על-ידי מזמין האספה לכלל תוצאה מספרית אחת, שמדווחת לרשות לניירות-ערך ולציבור.

עם התפתחות הטכנולוגיה בעידן הדיגיטלי, החלו חברות ציבוריות בארצות-הברית ובאירופה לאמץ, באופן וולונטרי, מערכות המאפשרות לבעלי המניות להצביע באספה הכללית באמצעות האינטרנט.²⁰⁴ בשנת 2007 הנחה האיחוד האירופי את המדינות החברות

200 תק' 2(א) לתקנות החברות (הצבעה בכתב והודעות עמדה) (תיקון), התשע"ד-2014.

201 תק' 5 לתקנות החברות (הצבעה בכתב והודעות עמדה) (תיקון) מאפשרת להצביע עד ארבע שעות לפני מועד כינוסה של האספה הכללית או עד מועד מוקדם יותר שייקבע על-ידי רשות ניירות-ערך, ובלבד שלא יעלה על 12 שעות לפני כינוס האספה הכללית. הסדר זה מחליף את ההסדר הקודם שנקבע בתקנות, שלפיו כתב ההצבעה היה צריך להגיע למשרדה הרשום של החברה לא יאוחר מ-72 שעות לפני מועד כינוסה של האספה הכללית. ההסדר החדש מיטיב אם כן עם בעלי המניות משום שהוא מאפשר להם פרק-זמן ארוך יותר שבמסגרתו הם יכולים לשקול את הצבעתם, להשתתף בהצבעה ואף לשנות את הצבעתם. ראו תנ"ג (מחוזי ת"א) 15-05-31402 אולטרה אקוויטי השקעות בע"מ נ' ייני, פס' 66 לפסק-דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 20.7.2015). ("אני סבורה כי בהצעות הללו, להארכת פרק הזמן במסגרתו יוכל בעל מניות להגיש את כתב ההצבעה שלו, אכן יש כדי לשפר את מצבם של בעלי-המניות. בדרך זאת יוטב מנגנון קבלת ההחלטות בחברות ציבוריות, תוך שיתכן שיותר בעלי-מניות יהיו חלק מתהליך קבלת ההחלטה").

202 ס' 5א44 לחוק ניירות-ערך.

203 ס' 6א44 לחוק ניירות-ערך.

204 ראו, לדוגמה, מערכת eBallot, המוגדרת על-ידי יצרניתה כמערכת ההצבעה האלקטרונית המובילה בעולם. ראו eballot.votenet.com.

בו לעודד שימוש במערכת הצבעה אלקטרונית בחברות ציבוריות, כדי להגדיל את שיעור ההשתתפות וההצבעה של ציבור המשקיעים באספה הכללית.²⁰⁵

המדינה הראשונה שאימצה מודל מחייב של הצבעה אלקטרונית היא טורקיה.²⁰⁶ בשנת 2012 אושרה שם רגולציה המחייבת את כל החברות שרשומות למסחר בבורסה באיסטנבול לאפשר לבעלי המניות להצביע באספה הכללית באמצעות מערכת הצבעה אלקטרונית.²⁰⁷ הרגולציה נוצרה במסגרת מאמציה של ממשלת טורקיה להפוך את איסטנבול למרכז פיננסי אזורי. היכולת להצביע באספה הכללית של חברות הנסחרות בבורסה באיסטנבול מכל מקום ברחבי הגלובוס, באמצעות חיבור פשוט לאינטרנט, מסירה חסמי כניסה של משקיעי חוץ לשוק ההון הטורקי. גם הרשות לניירות-ערך בהודו פעלה לאימוץ מודל מחייב של הצבעה אלקטרונית בחברות ציבוריות. החל בחודש אוקטובר 2012, 500 החברות הציבוריות הגדולות, שמניותיהן נסחרות בבורסה של מומביי ובבורסה הלאומית ההודית, מחויבות לאפשר לציבור המשקיעים לממש את זכות ההצבעה באמצעות מערכת הצבעה אלקטרונית.²⁰⁸

טענה אפשרית נגד הפעלתה של מערכת ההצבעה האלקטרונית מקורה בחשש ליצירת הפליה לא-הוגנת בין בעלי מניות שיש להם גישה למחשב ביתי ולאינטרנט לבין בעלי מניות שאינם נהנים מגישה כזו. טענה זו מבוססת על תפיסת "הפער הדיגיטלי" (digital divide), שלפיה פער חברתי וכלכלי נוצר בין ציבור בעל גישה לטכנולוגיה דיגיטלית לבין אוכלוסייה שאין לה גישה לכלי המידע החדשים ואשר נותרת לכן מאחור.²⁰⁹ אולם החשש להפליה לא-הוגנת בין בעלי המניות אינו ממש, לדעתי, מהטעמים הבאים: ראשית, בעלי מניות נעדרי גישה למחשב ולאינטרנט יכולים לממש את זכות ההצבעה באספה הכללית בדרכים האחרות שחוק החברות מציע: נוכחות פיזית באספה, הצבעה באמצעות שלוח, מסירת כתב הצבעה למזמן האספה או שליחתו בדואר רשום.²¹⁰ מערכת ההצבעה האלקטרונית לא נועדה להחליף את אפשרויות ההצבעה הקיימות כיום, אלא מהווה ערוץ נוסף שיעמוד למחזיקים בניירות-ערך לשם מימוש זכויותיהם.²¹¹ שנית, שיעורי החדירה של המחשב הביתי ותשתית

205 ראו ס' 8 לדירקטיבה האירופית, לעיל ה"ש 175.

206 Ellen Kelleher, *Turkey Moves First on e-Voting*, FIN. TIMES, Oct. 7, 2012, available at <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2a13afde-0e2e-11e2-8d92-00144feabdc0.html>

207 Melsa Ararat & Muzaffer Eroglu, *Istanbul Stock Exchange Moves First on Mandatory Electronic Voting at General Meetings of Shareholders* (2012), <http://ssrn.com/abstract=2172964>

208 *Shareholders Get Online Control*, BUS. TODAY, Aug. 2012, <http://www.businesstoday.in/moneytoday/perspective/sebis-e-voting-rule-allows-more-say-to-shareholders/.story/186668.html>

209 **ההרחבה ראו:** THE DIGITAL DIVIDE: THE INTERNET AND SOCIAL INEQUALITY IN INTERNATIONAL PERSPECTIVE (Massimo Ragnedda & Glenn W. Muschert eds., 2013).

210 ראו ס' 83 לחוק החברות.

211 אין להכחיש, עם זאת, כי האוכלוסייה הנהנית מהצבעה נוחה באמצעות האינטרנט וזכה ביתרון מסוים על אוכלוסייה שאינה נהנית מגישה למחשב ולאינטרנט, אשר תיאלץ לממש את זכות ההצבעה באספה הכללית באמצעים מסורבלים יותר.

האינטרנט למשקי-הבית בישראל הם גבוהים מאוד, ועולים בהתמדה.²¹² יתר על כן, סביר להניח כי בסביבה העסקית של משקיעים בחברות ציבוריות שיעורי החדירה של המחשב הביתי ותשתית האינטרנט גבוהים מהנתונים באוכלוסייה הכללית. שלישית, טענת ההפליה בין אוכלוסיות שונות של בעלי מניות מקרב הציבור משמעותית רק אם קיים ניגוד עניינים בין אוכלוסיית המשקיעים הנהנית מגישה למחשב ולאינטרנט לבין אוכלוסיית המשקיעים שאינה נהנית מגישה כזו. הדיון ברשימה זו הבהיר כי פרדיגמת ניגוד העניינים שמאפיינת את מבנה השליטה הריכוזי בחברות הישראליות היא בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט, ולא בין קבוצות שונות של בעלי מניות מקרב הציבור. אדרבה, לכלל המשקיעים מן הציבור יש אינטרס משותף לחזק את קולם באספה הכללית מול כוחם המוגבר של בעלי השליטה בישראל. מערכת ההצבעה האלקטרונית מנגישה לכלל המשקיעים את המידע על האספות שהם זכאים להצביע בהן ועל אפשרויות המימוש של זכויות ההצבעה שלהם. בכך היא מסייעת לצמצום הנחיתות המובנית של ציבור המשקיעים בכללותו אל מול בעל השליטה בכל הנוגע במנגנון ההצבעה באספה הכללית. לנוכח היתרונות הברורים של המערכת האלקטרונית על החלופות האחרות להצבעה באספה הכללית, היא צפויה להגביר את מעורבותם של המשקיעים בהליך קבלת ההחלטות בחברות ולחזק את כוחם מול בעלי השליטה.

1. מאדישות למעורבות של בעלי מניות המיעוט

רשימה זו דנה ברפורמות שונות שתכליתן לעורר את ציבור המשקיעים מתרדמתו ולעודד מעורבות של בעלי מניות המיעוט בענייני החברה שהם משקיעים בה. בפרק ג לעיל עמדתי על החשיבות שיש לזכות ההצבעה של בעלי מניות המיעוט הן במישור הדאונטולוגי, המתמקד בערך האינטרינזי של שיתוף המשקיעים בהליך קבלת ההחלטות בחברות, והן במישור התועלתני, הבוחן את השפעת שיתופם על איכות ההחלטות המתקבלות באספת בעלי המניות. בפרק זה אצביע על שתי השלכות צפויות של הגברת מעורבותם של בעלי מניות המיעוט באספה הכללית בעקבות יישומן של הרפורמות האמורות: הראשונה היא צמצום ממדיה של תופעת המיעוט הסחטן; והשנייה היא ריכוך עוצמתה של הביקורת השיפוטית על עסקות של החברה עם בעל השליטה בה.

1. תופעת המיעוט הסחטן

הרפורמות שנועדו להגדיל את שיעור ההשתתפות של בעלי המניות מן הציבור באספות שהם זכאים להצביע בהן צפויות לצמצם את ממדיה של תופעת המיעוט הסחטן. תופעה זו ייחודית לחברות שקיים בהן בעל שליטה שמולו ניצב מיעוט קטן שמנסה לנצל לרעה את הכוח המוגבר שדיני החברות מעניקים לו.

212 על-פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה בישראל לשנת 2013, ב-78.2% ממשקי הבית בישראל יש מחשב ביתי, וב-70.3% ממשקי-הבית יש מנוי לאינטרנט. ראו הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה שנתון סטטיסטי לישראל 2013 לוח 5.33 (2013) www.cbs.gov.il/reader/shnaton/templ_shnaton.html?num_tab=st05_33x&CYear=2013.

חוק החברות מחזק את כוחם של בעלי מניות המיעוט באמצעות דרישה לרוב מיוחס באספה הכללית בהחלטות שלגביהן קיים חשש שבעל השליטה ינצל את כוחו לא לטובת החברה.²¹³ דא עקא, העברת כוח ההכרעה לידי המיעוט פותחת פתח לתופעה של סחטנות, בפרט כאשר פלח זניח בלבד מציבור המשקיעים מממש את זכות ההצבעה באספות, בעוד השאר מפגינים אדישות רציונלית. תופעת הסחטנות של טובות-הנאה (rent seeking) אופיינית להליך קבלת החלטות מרובה משתתפים, שבו הצבעתה של קבוצה מסוימת נדרשת לצורך אישור ההחלטה. החשש הוא שתתגבש קבוצת מיעוט אינטרסנטית אשר תנצל את כוח ההכרעה שניתן לה כדי לסחוט את בעל השליטה או לנקום בו בשל סכסוך אישי, ותגזור על החברה קיפאון בקבלת החלטות.²¹⁴ דוגמה לכך היא בעל מניות מיעוט המתנגד באופן קטגורי לכל הצעת החלטה העומדת להצבעה באספה הכללית, מתוך מטרה לאלץ את החברה ובעל השליטה בה להעסיק אותו ואת קרוביו או לרכוש ממנו את מניותיו במחיר העולה על שוויין.

הצעדים השונים שנבחנו לאורך הרשימה, שתכליתם לעודד את בעלי המניות מקרב הציבור ליטול חלק בהליך קבלת ההחלטות בחברה, אמורים לצמצם את הסיכון לסחטנות. ככל שנעודד את ציבור המשקיעים להרים את הנטל הכרוך בהצבעה באספת בעלי המניות, כן נחליש את כוח ההשפעה הפוטנציאלי של קבוצת מיעוט אינטרסנטית הפועלת משיקולים שאינם טובת החברה, ונמגר את תופעת המיעוט הסחטן. לדוגמה, נניח שבעלת מניות מיעוט המחזיקה ב-4% מכלל זכויות ההצבעה בחברה מצויה בסכסוך אישי עם בעל השליטה, ולכן מתכוונת להצביע נגד עסקה עם בעל השליטה שמובאת לאישור האספה הכללית, אף שהעסקה טובה לחברה. לנוכח התנגדותה של בעלת המניות לאישור העסקה, סך קולות המתנגדים עולה על שיעור של 2% מכלל זכויות ההצבעה בחברה, ולכן חריג המיעוט הזניח אינו מתקיים ויש לאשר את העסקה ברוב מיוחס, דהיינו, ברוב קולות של בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה.²¹⁵ הואיל וציבור המשקיעים מדיר את עצמו מהשתתפות בהצבעה באספה הכללית, כוחה היחסי של בעלת המניות בהצבעה גדול, והסיכוי להתגבר על התנגדותה ולגייס את הרוב המיוחס הדרוש לאישור העסקה הוא קטן. למעשה, אם שיעור המשתתפים באספה הכללית מקרב בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה, להוציא את בעלת מניות המיעוט, אינו עולה על 4% מכלל זכויות ההצבעה בחברה, אי-אפשר לאשר את העסקה. כדי לצמצם את כוח הסחיטה של בעלת מניות המיעוט, אשר מונעת משיקולים זרים, יש להגדיל את שיעור ההשתתפות של ציבור המשקיעים בהצבעה באספה הכללית. הסיכוי להתגבר על התנגדותה של בעלת מניות המיעוט ולהשיג את הרוב המיוחס הדרוש לאישור העסקה קיים רק אם משתתפים באספה הכללית בעלי מניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה ואשר מחזיקים יותר מ-4%

213 ראו את הדיון לעיל ליד ה"ש 61-66.

214 על-מנת להפחית את סכנת הסחטנות, הגדיל תיקון מס' 16 לחוק החברות את שיעורו של חריג המיעוט הזניח המתנגד בהצבעה באספה הכללית – אשר בהתקיימו ההחלטה עוברת גם ללא אישור ברוב קולות של בעלי המניות הבלתי-נגועים – מאחוז אחד לשניים. כל עוד אחוז המתנגדים בהצבעה אינו עולה על שני אחוזים מכלל בעלי המניות, אין צורך באישור ברוב מיוחס. ראו ס' 121(ג)(2), 239(ב)(2), 267א(ב)(2) ו-275א(3)(ב) לחוק החברות.

215 ס' 275א(3) לחוק החברות.

מכלל זכויות ההצבעה בחברה. הנה כי כן, יישום הרפורמות השונות שנדונו ברשימה זו, שתכליתן להגדיל את שיעור ההשתתפות של ציבור המשקיעים בהצבעה באספה הכללית, צפוי לצמצם את ממדיה של תופעת המיעוט הסחטן.

אומנם, דיני החברות מספקים דרכי התמודדות נוספות עם תופעת המיעוט הסחטן: ראשית, קיימות עילות תביעה בגין הפרה של חובת תום-הלב של בעל מניה וחובת ההגנות של בעל כוח הכרעה, דהיינו, של בעל מניה היודע כי אופן הצבעתו יכריע בעניין המובא להחלטתה של האספה הכללית;²¹⁶ שנית, ניתן לסווג את קולותיו של בעל מניה המתנגד לאישור עסקה עם בעל שליטה ממניעים של סחטנות או נקמנות אישית כנגועים בעניין אישי "שלילי", כך שהם לא יובאו בחשבון במניין הקולות הבלתי-נגועים. ודוק, בעל השליטה אינו רשאי לסווג בעצמו את בעל מניות המיעוט כבעל עניין אישי שלילי, אלא הדרך הפתוחה לפניו היא לפנות לבית-המשפט ולטעון לקיומו של עניין אישי שלילי.²¹⁷ אם כן, דרכי ההתמודדות עם תופעת המיעוט הסחטן שמפורטות בפסקה זו מחייבות פנייה בריעבד לבית-המשפט לאחר האספה, ולכן מהוות פתרונות ex post. לעומתן, הצעדים הנבחנים ברשימה זו, המיועדים להגביר את שיעור ההשתתפות של ציבור המשקיעים באספות שהם זכאים להצביע בהן, מהווים פתרונות ex ante, האמורים לצמצם מלכתחילה את ממדי התופעה.

2. ביקורת שיפוטית על עסקות עם בעל שליטה

הערכאות השיפוטיות בישראל ובארצות-הברית גילו לאחרונה נכונות להקל בסטנדרט הביקורת השיפוטית על עסקה של חברה עם בעל השליטה בה אם הן התרשמו כי המנגנונים הפנימיים לאישור העסקה פועלים באופן אפקטיבי להגנה על המיעוט. בחלק זה של הרשימה אטען כי הרפורמות שנועדו להגביר את מעורבותו של ציבור המשקיעים בהצבעה באספה הכללית מחזקות את האפקטיביות של ההגנה על בעלי מניות המיעוט, ולכן יישומן אמור להוביל לריכוך עוצמתה של הביקורת השיפוטית על עסקות עם בעל שליטה.

הפרק החמישי בחלק השישי של חוק החברות מסדיר את הטיפול בעסקות עם בעלי עניין. חוק החברות אינו אוסר קיומן של עסקות הנגועות בעניין אישי, אלא קובע מנגנון אישורים קוגנטי שתכליתו לזקק את העסקות מהחשש שהן אינן מיטיבות עם החברה. העסקה שבה באה לידי ביטוי באופן המובהק ביותר בעיית הנציג מושא רשימה זו – בעיית הנציג שבין הרוב לבין המיעוט בקבוצת המשקיעים – היא עסקה של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה. בעסקה בין חברה ציבורית לבין בעל השליטה בה קיים ניגוד עניינים מובנה, המעלה

216 ס' 193-192 לחוק החברות.

217 ה"פ (מחוזי י-ם) 7236-05-11 גולדפון בע"מ נ' ב. יאיר חברה קבלנית לעבודות בניה 1988 בע"מ (פורסם בנבו, 11.8.2011); ה"פ (מחוזי ת"א) 44660-12-11 א"י אל ישראל אקוויטי בע"מ נ' תדביק בע"מ (פורסם בנבו, 10.1.2012); ה"פ (מחוזי ת"א) 646-12-12 נפקו סטאר בע"מ נ' קרל גאוס בע"מ (פורסם בנבו, 31.1.2013); ת"א (מחוזי ת"א) 18327-12-11 כמיפל בע"מ נ' ניאופרם השקעות 1966 בע"מ (פורסם בנבו, 30.4.2013); ה"פ (מחוזי ת"א) 18198-05-12 מלם – תים בע"מ נ' ליפסס (פורסם בנבו, 1.7.2013). ראו גם ברק ירקוני ואיתי פינגנבאום "על עניין אישי שלילי, גלוי ונסתר" תאגידים (4) 51 (2011); ברק ירקוני ואיתי פינגנבאום "חזקות ל'עניין אישי' גלוי" תאגידים (3) 224 (2013).

חשש שתנאי העסקה אינם לטובת החברה או שהיו נקבעים תנאים טובים מהם בעסקה בין החברה לבין צד בלתי-קשור. לפיכך סעיף 275 לחוק החברות קובע כי אישור עסקה חריגה בין חברה ציבורית לבין בעל השליטה בה מחייב מנגנון אישור משולש – של ועדת הביקורת, של הדירקטוריון ושל האספה הכללית ברוב מיוחס, דהיינו, ברוב קולות של בעלי מניות המיעוט שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה.²¹⁸

אף אם העסקה עם בעל השליטה אושרה על-פי המנגנון המשולש שחוק החברות קובע, היא חשופה לביקורת שיפוטית על תנאי העסקה והגינותה. בית-המשפט אינו מהסס להתערב בעסקות עם בעלי שליטה ולהפעיל עליהן ביקורת שיפוטית מחמירה על-ידי יישום כלל הגינות המלאה (Entire Fairness).²¹⁹ מטרת הביקורת השיפוטית היא להבטיח כי למרות ניגוד העניינים תהא ההחלטה על אישור העסקה קרובה ככל האפשר לזו שהייתה מתקבלת אלמלא ניגוד העניינים. כאשר בית-המשפט מיישם את כלל הגינות המלאה, הוא מטיל על בעל השליטה את הנטל להראות כי העסקה שגובשה היא העסקה הטובה ביותר שהמיעוט היה יכול לקוות לה בנסיבות העניין.

אולם בפסק-דין חשוב שניתן לאחרונה על-ידי בית-המשפט העליון של דלוור בעניין *MFW* נקבע כי ניהול משא-ומתן עם בעל השליטה על תנאי העסקה באמצעות ועדת דירקטורים בלתי-תלויה ואישור מיוחד של העסקה על-ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט מחסנים את העסקה כמעט לחלוטין מביקורת שיפוטית.²²⁰ במקרים שבהם נקטה החברה את שני המנגנונים הפנימיים האמורים, שנועדו להגן על בעלי מניות המיעוט, יחיל בית-המשפט על העסקה סטנדרט נמוך של ביקורת שיפוטית: הוא יפעיל את כלל שיקול-הדעת העסקי (Business Judgment Rule), ולא את כלל הגינות המלאה.²²¹ לשון אחר, אם החברה נקטה מיוזמתה צעדים אפקטיביים לזיקוק העסקה מהחשש שהיא אינה מיטיבה עם החברה, יפחית בית-המשפט את עוצמת הביקורת השיפוטית ויגביל אותה לבחינת נאותות ההליך של אישור העסקה בלבד, ולא יתערב בתנאי העסקה.²²² הלכת *MFW* מגלמת את התפיסה כי ככל שהמנגנונים לאישור העסקה מראש (ex ante) יהיו אפקטיביים יותר בהגנה על המיעוט כן יפחת הצורך להזיקק למנגנונים של ביקורת שיפוטית מחמירה בדיעבד (ex post).

פסקי-הדין שהוציאו מתחת ידם שופטי המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל-אביב ביטאו אף הם את התפיסה כי שימוש מראש במנגנונים אפקטיביים להגנה על המיעוט יוביל לריכוך סטנדרט הביקורת השיפוטית בדיעבד. בעניין כמצ'יינה הבהירה השופטת דניה קרת-מאיר כי בית-המשפט ימתן את ביקורתו אם יתברר כי החברה נקטה מיוזמתה מהלכים

218 למעט אם מתקיים חריג המיעוט הזניח. ראו ס' 275(א)(3)(ב) לחוק החברות.

219 ראו אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית" **משפט ועסקים** ט 75 (2008). כלל הגינות המלאה אומץ על-ידי בית-המשפט העליון בעניין אלסינט, לעיל ה"ש 118.

220 Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014) (להלן: עניין *MFW*).

221 על כלל שיקול-הדעת העסקי ראו שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" **עיוני משפט** לא 313 (2009).

222 בניגוד לחוק החברות הישראלי, חוק החברות בדלוור אינו מחייב להעביר עסקת בעלי שליטה במנגנון אישור מיוחד, אלא מותר לחברה את שיקול-הדעת אם לאשר את העסקה ברוב קולות של בעלי מניות המיעוט.

מסוימים אשר יש בהם כדי לצמצם את האפשרות לפגיעה באינטרסים של המיעוט.²²³ בפרט מדובר בהקמת ועדה מיוחדת, המורכבת מדירקטורים בלתי-תלויים, אשר מטרתה לבחון את העסקה העומדת על הפרק, לגבש את מתכונתה ולנהל משא-ומתן אפקטיבי על תנאיה. הוועדה תמנה מומחים עצמאיים, פיננסיים ומשפטיים, שיסייעו בבחינת חלופות לעסקה ובהשגת התנאים הטובים ביותר שהמיעוט היה יכול לצפות להם אילו התנהל משא-ומתן עם צד בלתי-קשור. זאת ועוד, בשתי החלטות שניתנו לאחרונה על-ידי השופט חאלד כבוב, בעניין כלל תעשיות²²⁴ ובעניין הוט מערכות תקשורת,²²⁵ נקבע כי אם החברה הקימה ועדת דירקטורים בלתי-תלויה לניהול משא-ומתן עם בעל השליטה על תנאי העסקה, ובית-המשפט מתרשם לחיוב מעבודת הוועדה, הוא ימתן את עוצמת הביקורת השיפוטית וייטה להימנע מבחינת תנאי העסקה לגופם, למעט במקרים חריגים ויוצאי-דופן.

הלכת *MFW* ופסקי-הדין האמורים של המחלקה הכלכלית של בית-המשפט המחוזי בתל-אביב מעודדים חברות ציבוריות להפעיל מראש מנגנונים לזיקוק עסקה עם בעל שליטה שבכוחם לייתר ביקורת שיפוטית מחמירה בדיעבד. ככל שמנגנוני האישור הפנימיים של עסקה עם בעל השליטה אפקטיביים יותר בהגנה על המיעוט, ניתן לרכך את סטנדרט הביקורת השיפוטית על העסקה ולמנוע מעורבות יתרה של בית-המשפט בבחינת תנאיה הכלכליים. על-פי רציונל זה, ככל שנחזק את האפקטיביות של מנגנון האישור ברוב קולות של בעלי מניות המיעוט, כן ייטה בית-המשפט להגביל את עוצמת הביקורת השיפוטית על עסקה עם בעל שליטה.

הואיל וציבור המשקיעים מדיר את עצמו מהצבעה באספת בעלי המניות, האפקטיביות של מנגנון האישור ברוב מיוחס כאמצעי להגנה על בעלי מניות המיעוט נפגעת. כאשר ציבור המשקיעים נמנע מלהשמיע את קולו בעניין עסקה של חברה עם בעל השליטה בה, היכולת לזקק מראש עסקות שאינן מיטיבות עם החברה נפגמת, וחשיבותה של הביקורת השיפוטית בדיעבד גוברת. המעורבות הדלה של ציבור המשקיעים הניעה את המחוקק ובתי-המשפט לחפש מנגנונים נוספים להגנה על בעלי מניות המיעוט מפני עסקה עם בעל השליטה שאינה לטובת החברה. כך, בתיקון מס' 22 לחוק החברות קבע המחוקק כי ועדת הביקורת תהיה מופקדת על קביעת הליך תחרותי, שבמסגרתו ייבחנו חלופות לעסקה עם בעל השליטה, או הליך אחר, כגון ניהול משא-ומתן עם בעל השליטה על תנאי העסקה על-ידי ועדת דירקטורים בלתי-תלויה, שיבטיח כי העסקה משרתת את טובת החברה באופן המיטבי.²²⁶ זאת ועוד, בתי-המשפט, החל בפסקי-הדין בעניין *כמצ'ינה*,²²⁷ עודדו חברות ציבוריות למנות ועדת דירקטורים בלתי-תלויה לצורך ניהול משא-ומתן אפקטיבי עם בעל השליטה על תנאי העסקה, תוך יצירת תמריץ דיוני ברמות הפחתת סטנדרט הביקורת השיפוטית בדיעבד על העסקה. צעדים אלה של המחוקק ובתי-המשפט משקפים הן את התפיסה כי מנגנון האישור ברוב

223 ת"צ (מחוזי ת"א) 11-11-26809-01-11 כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ (פורסם בנבו, 15.5.2011) (להלן: עניין *כמצ'ינה*).

224 ת"צ (מחוזי ת"א) 13-09-47490-09-13 תועלת לציבור נ' כלל תעשיות בע"מ (פורסם בנבו, 6.8.2015).

225 ת"צ (מחוזי ת"א) 12-11-37908-11-12 פרילוק נ' קול החזקה בע"מ (פורסם בנבו, 8.12.2015).

226 ראו ס' 117(ב) לחוק החברות.

227 עניין *כמצ'ינה*, לעיל ה"ש 223.

מיוחס באספה הכללית אינו אפקטיבי דיו בהגנה על המיעוט בהינתן האדישות הרציונלית של בעלי המניות, והן את ההכרה העקרונית ביתרונות השימוש מראש במנגנוני אישור פנימיים בחברה על ביקורת שיפוטית מחמירה על העסקה כדיעבד.²²⁸

לדעת, יישום הרפורמות שנדונו ברשימה זו, שתכליתן לעודד מעורבות של ציבור המשקיעים בהצבעה באספה הכללית, אמור לחזק את האפקטיביות של ההגנה על המיעוט, וכפועל יוצא מכך לרכך את עוצמת הביקורת השיפוטית על עסקות עם בעל שליטה שעברו את הליכי האישור המיודע של בעלי מניות המיעוט. אם בית-המשפט יתרשם כי ציבור המשקיעים גילה מעורבות רבה בהליך האישור של העסקה באספה הכללית, באופן המבטיח שהעסקה משרתת את טובת החברה ושומרת על האינטרסים של בעלי מניות המיעוט, הוא יימנע ממעורבות יתרה בבחינת התנאים הכלכליים של העסקה. לבית-המשפט אין יתרון יחסי על מנגנון השוק – קרי, על עמדת רוב בעלי מניות המיעוט המשתתפים בהצבעה באספה הכללית – בכל הנוגע בסוגיות כלכליות במהותן.²²⁹ אם יוכח שמנגנון השוק יפעל באופן אפקטיבי באמצעות השתתפות פעילה של ציבור המשקיעים בהצבעה באספה הכללית, לאחר שהועמד לרשותם מלוא המידע הרלוונטי, יוכל בית-המשפט לפעול במרחב שבו יש לו יתרונות מובהקים – בירור מעמיק של קיום הליך תקין לאישור העסקה – ולא במחוזות שבהם לשוק יש עדיפות עליו.

סוף-דבר

הרשימה דנה בסוגיה המצויה בלב-ליבם של דיני התאגידים – יצירת מנגנונים שיתמרוצו את ציבור המשקיעים ליטול חלק פעיל בהליך קבלת ההחלטות בחברות הציבוריות, וזאת במטרה לחזק את ההגנה על זכויות המשקיעים, להגביר את האמון בשוקים הפיננסיים ולקדם את האינטרס הציבורי בשכלול שוק ההון ובפיתוחו. מסקנות הדיון ברשימה רחבות יותר מהנגלה במבט ראשוני, וחורגות אף מעבר לד' האמות של הצבעת בעלי מניות באספות כלליות. הקריאה לשיתוף הציבור בסדר-היום של החברות אינה מוגבלת לבעלי המניות,

228 לעדיפותם של ההליכים הפנימיים בחברה לאישור מראש של עסקת בעל שליטה על ביקורת שיפוטית כדיעבד על העסקה, ראו גם מיכל אגמון-גונן "הטוב (בעלי מניות המיעוט)?! הרע (בעלי מניות השליטה)?! ובית המשפט – התערבות בתי המשפט בעסקאות בעלי עניין שעברו את הליכי האישור בחברה" ספר גרוס – מחקרים דיניי חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס 47 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015). אולם השוו: Ronald J. Gilson & Alan Schwartz, *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review*, 169 J. INST. & THEORETICAL ECON. (2013) 160 (המצביעים על היתרונות הגלומים בביקורת שיפוטית על עסקות של חברה עם בעל השליטה).

229 כאשר בית-המשפט בוחר את השווי ההוגן של העסקה, הוא נאלץ להכריע בין הערכות שווי כלכליות של מומחי הצדדים, שגם הם נחותים מהשוק בקביעת תמחורה של העסקה, ואף לוקים בהטיה לטובת הצד השוכר את שירותיהם. ראו אסף חמדני ושרון חנס "חסינות מביקורת שיפוטית" אתר הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל-אביב (24.2.2016) www7.tau.ac.il/ (24.2.2016) blogs/law/2016/02/24/1786

אלא נוגעת גם במחזיקי תעודות התחייבות סחירות.²³⁰ במציאות המורכבת של שוק החוב הישראלי בשנים האחרונות יש לכך חשיבות יתרה בכל הנוגע במעורבותם של בעלי חוב במשא-ומתן מול חברה שהנפיקה אגרות-חוב בעניין שינוי תנאי הפירעון של האגרות. אם המשא-ומתן מבשיל לכלל הסכמות על הסדר חוב, ההסדר מובא לאישורם של כלל המחזיקים בתעודות ההתחייבות של החברה. התהליכים שהובילו לגיבוש הסדר הנושים בקונצרן אי.די.בי., הקבוצה העסקית הגדולה במשק הישראלי, צועדים בתלם המותווה ברשימה זו – שיתוף של ציבור המחזיקים בניירות-ערך בכלל, ושל הגופים המוסדיים בפרט, בהליך קבלת ההחלטות בחברות.²³¹

בקיץ של שנת 2011 נפל דבר בישראל. הציבור הישראלי יצא לרחובות ודרש "צדק חברתי". קיימת חשיבות רבה לכך שהציבור נוטל אחריות למצבו, ומהבחינה הזו שוק ההון אינו שונה מיתר השווקים. הציבור בישראל מושקע בשוק ההון, במישרין או בעקיפין, במגוון אמצעים. יש המנהלים את השקעותיהם בעצמם, ויש המסתייעים בשירותיו של מנהל תיקים מקצועי. אלה ואלה מושפעים מהחלטות המתקבלות באספות של החברות שהם משקיעים בהן. הדי המחאה החברתית של קיץ 2011 מוסיפים לתת את אותותיהם ולהשפיע על רפורמות חקיקתיות ורגולטוריות שתכליתן להפוך את הציבור לשותף פעיל בסדר-היום של החברות הציבוריות. ההתבוננות לאורך הרשימה על הרפורמות השונות כחלק ממערך כולל של צעדים שנועדו לחזק את קולם של בעלי המניות מקרב הציבור יוצרת מסגרת מובנית וקוהרנטית לבחינתן. היא מאפשרת לבחון באופן ביקורתי אם הרפורמות אכן מגשימות את תכליתן ולהצביע על דרכים לשיפורן.

230 תעודות התחייבות מוגדרות בס' 35א לחוק ניירות-ערך כ"תעודות המונפקות בסדרה על ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר והמקנות זכות לתבוע מתאגיד כאמור כסף, בתאריך קבוע או בהתקיים תנאי מסויים, ואינן מקנות זכות חברות או השתתפות באותו תאגיד, וכן תעודות כאמור הניתנות להמרה במניות או ניירות ערך המקנים זכות לרכישת תעודות כאמור, אך למעט תעודות שמנפיקה המדינה או המונפקות על פי חוק מיוחד וניירות ערך מסחריים".

231 ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 11478-06-13 אי.די.בי. חברה לאחזקות בע"מ נ' רזניק פז נאמנויות בע"מ, תק-מח 2013(4) 23724 (אישור הסדר הנושים של אי.די.בי. חברה לאחזקות בע"מ).