

**דו"ח הועדה לבחינת הצעדים הדרושים  
להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק  
ההון בישראל**

**שבט תשס"ח, ינואר 2008**

לכבוד  
מר ידין ענתבי  
הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון  
משרד האוצר

27 בינואר 2008

### אדון נכבד,

אנו מתכבדים להגיש לך את דו"ח הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל.

הועדה נפגשה עם נציגים של גופים מוסדיים שונים וגורמים נוספים הפעילים בתחומים שונים בשוק ההון בישראל. הועדה גם פנתה לציבור בבקשה להשמיע את דברו בכל הנוגע למעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון ואף קיבלה מספר התייחסויות בכתב. הועדה פרסמה דו"ח ביניים להתייחסות הציבור בחודש אפריל 2007 וקיבלה מגוון הערות והצעות בנושאים שונים.

המלצות הועדה מתמקדות בחובת ההשתתפות של הגופים המוסדיים באסיפות בעלי מניות ומחזיקי אג"ח, התמודדות עם ניגודי עניינים העלולים לפגוע באיכות ההצבעה, עידוד הגופים המוסדיים להיעזר בגורמים מקצועיים המתמחים בגיבוש המלצות הצבעה, הגברת מעורבות המוסדיים במינוי דירקטורים, ובייחוד דירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות ועידוד המוסדיים למעורבות פעילה בתחומים אחרים של ממשל תאגידי.

אנו מבקשים להודות לכל מי שהגישו לנו חומר או נפגשו עימנו.

בכבוד רב ובשם חברי הועדה,

פרופסור אסף חמדני  
יו"ר הועדה

פרופסור יוגין קנדל  
ד"ר גיל דויטש  
גב' ענת לוין  
עו"ד מרים אילני  
מר דודו לביא  
רו"ח אריק פרץ  
רו"ח ענת פייער – מרכזת הועדה

יועץ לועדה: פרופ' לוציאן אריה בבצ'וק

**דו"ח הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים  
המוסדיים בשוק ההון בישראל**

**תוכן עניינים**

3	א. מבוא
7	ב. חובת השתתפות והצבעה
7	1. הדין הקיים
9	2. ההיקף הראוי של חובת ההשתתפות
9	א. עקרונות מנחים
11	ב. הימנעות
11	ג. ניירות ערך חוץ
12	ד. סף התמיכה
15	ג. התמודדות עם ניגודי עניינים
15	1. הנסיבות בהן קיים חשש לניגוד עניינים
16	2. הדין הקיים
18	3. הגברת השקיפות
19	4. נוהל הצבעה ביחס לצדדים קשורים
20	5. גיבוש המלצות הצבעה על ידי גופים מקצועיים
24	ד. עידוד מעורבות בתחומים נוספים
24	1. השקעה בהתאם לעקרונות ממשל תאגידי
25	2. מעורבות פעילה
27	3. שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים
29	1. דירקטורים חיצוניים
32	2. מינוי דירקטור על ידי גוף מוסדי
35	נספח א': ריכוז ההמלצות
41	נספח ב': כתב המינוי

## א. מבוא

בשנים האחרונות צמח בצורה משמעותית היקף הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים בישראל. בסוף שנת 2006 עמד היקף הנכסים המנוהלים על ידי קופות הגמל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח ביחס לפוליסות משתתפות ברווחים על כ-540 מיליארדי ש"ח, בעוד שהיקף הנכסים המנוהלים על ידי קרנות הנאמנות עמד על כ-117.3 מיליארדי ש"ח.

הגידול בהיקף הנכסים בא על רקע מספר התפתחויות בשוק הישראלי. בשנים 2001-2002 שונו כללי ההשקעה של חלק מהגופים המוסדיים, תוך הסרת חלק ניכר מן המגבלות הכמותיות על השקעה במניות ואג"ח קונצרניות. הרפורמה בקרנות הפנסיה הוותיקות והחדשות צמצמה משמעותית את המעורבות הממשלתית בחיסכון הפנסיוני על ידי הפחתת שיעור ההשקעה של קרנות הפנסיה באג"ח מיועדות. לבסוף, תהליך מכירת קרנות הנאמנות וקופות הגמל של הבנקים בעקבות ועדת בכר הביא לשינוי ניכר במבנה השוק של הגופים המוסדיים הפועלים בישראל.

תהליכים אלה הביאו לכך שחלק משמעותי מהשקעות הגופים המוסדיים מופנה כיום לשוק ההון, ובייחוד להשקעה במניות. בסוף שנת 2006, לדוגמה, עמד היקף הנכסים המושקעים במניות סחירות בישראל על ידי קופות הגמל, קרנות הפנסיה וביטוחי החיים המשתתפים ברווחים על כ-71.8 מיליארד ש"ח, בעוד שהיקף הנכסים המושקעים על ידי קרנות הנאמנות במניות אלה עמד על 15.6 מיליארד ש"ח. מגמה זו, הצפויה להתגבר בשנים הקרובות, מביאה לכך שנתח ניכר מהחיסכון הפנסיוני של הציבור בישראל מושקע כיום, דרך הגופים המוסדיים, בניירות ערך של חברות ציבוריות בישראל.<sup>1</sup>

על הגופים המוסדיים מוטלת חובה לנקוט בפעולות הנדרשות על מנת להבטיח את התשואה על כספי העמיתים.<sup>2</sup> מחובה כללית זו נובעת גם החובה להשקיע משאבים מתאימים לשם פיקוח על התאגידים בהם משקיעים הגופים המוסדיים. מעבר לכך, לאור היקף הנכסים הנמצאים תחת ניהולם והמומחיות שלהם בתחום ההשקעות, מעורבות פעילה של הגופים המוסדיים בפיקוח על החברות הציבוריות תתרום לרווחת כלל ציבור המשקיעים ותסייע בשכלול שוק ההון הישראלי.

על רקע התפתחויות אלה, מינה הממונה על אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון באוצר את הוועדה על מנת לבחון את הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים—לרבות קופות גמל, ביטוחי חיים משתתפים ברווחים, קרנות פנסיה וקרנות הנאמנות—בשוק ההון בישראל.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> ראו גם נייר עמדה, השקעות הגופים המוסדיים בחו"ל: מצב קיים, השלכות והצעות לפיתרון, אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון, משרד האוצר (31.5.06).

<sup>2</sup> סעיף 75(ב) לחוק ההשקעות המשותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 קובע כי "נאמן ומנהל קרן ינקטו את הצעדים הסבירים לשם שמירת נכסי הקרן וכל הזכויות הנובעות מנכסים אלה"; סעיף 3(ג) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), תשס"ה-2005 קובע כי "חברה מנהלת ... תנקוט את כל האמצעים הסבירים לשם שמירה על נכסי קופות הגמל שבניהולה ועל הזכויות הנובעות מנכסים אלה". עיקרון דומה קבוע גם תקנה 47(ב) לתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו), תשס"א-2001.

<sup>3</sup> הוועדה לא נתבקשה לבחון את הממשל התאגידי של הגופים המוסדיים עצמם.

חובת הפיקוח של הגופים המוסדיים משתרעת על פני כל שלבי ההשקעה. בהתאם לנסיבות, על הגופים לבחון את כדאיותן של השקעות פוטנציאליות גם על בסיס אמות מידה מקובלות של ממשל תאגידי (corporate governance), לעקוב באופן שוטף אחר ביצועי החברה, לפקח על איכות הדח"צים, להשתתף בהצבעות באסיפה הכללית ואף לשקול מעורבות אקטיבית יותר במקרים המתאימים.<sup>4</sup> כל זאת במיומנות, מקצועיות ומבלי לשקול שיקולים אחרים פרט לטובת העמיתים. עבודת הועדה התמקדה בשתי מטרות: ראשית, להבהיר את החובות המוטלות על הגופים המוסדיים תוך יצירת מסגרת לאכיפת חובות אלה; שנית, לבחון מהם הצעדים הנדרשים על מנת ליצור את התנאים שיאפשרו לגופים המוסדיים בישראל למלא אחר חובותיהם.

הועדה הונחתה על ידי העקרונות הבאים בגיבוש המלצותיה:

**גופים מוסדיים בשוק עם בעלות ריכוזית.** ההכרה בחשיבותם של הגופים המוסדיים כנדבך מרכזי בפיקוח על הנהלתן של חברות ציבוריות צמחה בעיקר על רקע המציאות בשוק ההון בארה"ב ובבריטניה, שבהן לרובן המכריע של החברות הציבוריות אין בעל שליטה. כאשר הבעלות בתאגיד הינה בידי "הציבור", גוף מוסדי המחזיק באחוזים בודדים בלבד ממניות החברה הינו בעל יכולת השפעה משמעותית. יתר על כן, במקרים רבים יכולים כלל הגופים המוסדיים המחזיקים במניותיה של חברה מסוימת, בהנחה שהם מתאמים את פעולותיהם, להשיג את הרוב הנדרש לשם קבלת החלטות באסיפה הכללית.

כידוע, מבנה הבעלות בחברות הציבוריות בישראל שונה בתכלית ממבנה הבעלות הטיפוסי בשוק ההון האמריקאי או הבריטי. לרובן המכריע של החברות הציבוריות בישראל יש בעל מניות דומיננטי, אשר לו מובטח הרוב באסיפה הכללית. ריכוזיות השליטה משליכה גם על מעמדם של הגופים המוסדיים. כאשר לבעל השליטה מובטח רוב באסיפה הכללית, יכולת ההשפעה של הגופים המוסדיים הינה לרוב מוגבלת. בנסיבות אלה, האמצעי העיקרי העומד לרשות הגוף המוסדי הינו החופש להחליט האם להשקיע ומתי למכור.

לגופים המוסדיים יש יכולת השפעה ממשית כאשר דיני החברות מגבילים את כוחו של בעל השליטה באמצעות דרישה לאישור פעולות מסוימות ברוב מיוחס באסיפה הכללית. הדוגמא הבולטת לכך בחוק הישראלי היא הדרישה הקבועה בסעיף 275 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות") לתמיכה של שליש מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור עסקת "בעלי עניין". הגבלת כוחו של בעל השליטה במקרים אלה מחזירה את הגופים המוסדיים למרכז התמונה ומחזקת משמעותית את יכולת ההשפעה שלהם גם בחברות בהן בעל השליטה מחזיק ברוב זכויות ההצבעה.

<sup>4</sup> התייחסות מפורטת לחובות הגופים המוסדיים ביחס לחברות מוחזקות ניתן למצוא בהצהרת העקרונות של ארגון הגג של המשקיעים המוסדיים בבריטניה, ה-Institutional Shareholder's Committee. ראו: THE RESPONSIBILITIES OF INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS AND AGENTS: STATEMENT OF PRINCIPLES, נגיש ב [HTTP://WWW.AIC.CO.UK/FILES/TECHNICAL/STATEMENTOFPRINCIPLESREVISEDFINALSEPTEMBER200511.PDF](http://www.aic.co.uk/files/technical/statementofprinciplesrevisedfinalseptember200511.pdf)

מכאן נובע, כי מעורבות הגופים המוסדיים הינה חיונית במיוחד במקרים בהם המחוקק מגביל את כוחו של בעל השליטה. במקביל, מן הראוי שההסדרים בחוק החברות לעניין ההגנה על זכויות המיעוט יעוצבו תוך התחשבות בגופים המוסדיים וביכולת ההשפעה המוגבלת שלהם.

**מגבלות רגולציה.** הגופים המוסדיים בישראל ובעולם כפופים לרגולציה מקיפה, אשר אחת ממטרותיה הינה הבטחת מעמדם כמשקיעים פיננסיים. שתי מגבלות מרכזיות עלולות להחליש את מעמד הגופים המוסדיים ביחס לתאגידים מוחזקים. המגבלה הראשונה נובעת מדרישת "הפיזור" החלה על הגופים המוסדיים השונים. דרישה זו קובעת שיעור מירבי של ניירות ערך אשר הגוף המוסדי רשאי להחזיק בתאגיד בודד. קופת גמל, לדוגמא, רשאית להחזיק רק עד 10% ממניות תאגיד או מאמצעי שליטה בו.<sup>5</sup> המגבלה השנייה היא האיסור החל על רוב הגופים המוסדיים לשלוט, במישרין או בעקיפין, בתאגיד שאת מניותיו הם מחזיקים.<sup>6</sup>

דרישות הפיזור והאיסור על שליטה נועדו בעיקר להבטיח את מעמדם של הגופים המוסדיים כמשקיעים פיננסיים אשר אינם עוסקים בניהול תאגידים ריאליים. אולם, תוצאת לוואי של דרישות אלה הינה החלשת כוח ההשפעה של הגוף המוסדי הבודד כמשקיע בחברה. דרישות אלה פוגעות גם בתמריצי הפיקוח של הגופים המוסדיים. מעורבות פעילה בענייני התאגיד מחייבת גופים מוסדיים להשקיע משאבים. אולם, ההגבלה על שיעור ההחזקות מגבילה גם את התועלת אותה יכול להפיק גוף מוסדי מהפעלת פיקוח. יתר על כן, בעוד שהגוף המוסדי ידרש לשאת לבדו בעלויות הפיקוח, התועלת הצפויה משיפור פעילות התאגיד תתחלק בין כלל המשקיעים בחברה, לרבות הגופים המוסדיים האחרים המשקיעים בה.

בכתב המינוי הונחתה הועדה לגבש המלצותיה בהינתן מעמדם של הגופים המוסדיים כמשקיעים פיננסיים. לאור מגבלות הרגולציה הקיימות לגבי הגוף המוסדי הבודד, מן הראוי לפעול במישורים שונים לחיזוק כוחם של הגופים המוסדיים כקבוצה. על רקע זה, הועדה ביקשה לאתר קיומם של חסמי רגולציה אמיתיים או מדומים המונעים כיום מהגופים המוסדיים לפעול במשותף ולבחון את הדרכים להסרתם של חסמים אלו.

במהלך עבודת הועדה הגישה הועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל (להלן: **"ועדת גושן"**) את הנוסח הסופי של המלצותיה לרשות ניירות ערך, אשר אימצה את ההמלצות. בין היתר, כולל דו"ח

<sup>5</sup> תקנה 1741(א) לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), תשכ"ד-1964. דרישה זו מרוככת במידה מסוימת באמצעות הקלת דרישות הפיזור ביחס לחברה המנהלת (להבדיל מקופת הגמל). ראו תקנה 1741(ב) לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), תשכ"ד-1964. מגבלות דומות חלות על קרנות נאמנות וביטוח חיים משתתף ברווחים. ראו תקנה 6(א) לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המירביים), התשנ"ה-1994 ותקנה 41(א) לתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של המבטח וניהול התחייבויותיו), התשס"א-2001.

<sup>6</sup> תקנה 41(א)2 לתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של המבטח וניהול התחייבויותיו), התשס"א-2001 אוסרת על מבטח בביטוח חיים משתתף ברווחים לשלוט בתאגיד בהסכמי הצבעה או בהחזקת ניירות ערך, במישרין או בעקיפין. תקנה 1741(א) לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), תשכ"ד-1964 אוסרת על קופת גמל להחזיק בשליטה בתאגיד. יצוין כי חוק ההשקעות המשותפות בנאמנות והתקנות שהותקנו מכוחו אינם מגבילים מפורשות את יכולתה של קרן לשלוט בתאגיד.

גושן גם המלצות בנוגע לגופים המוסדיים. הועדה לקחה בחשבון המלצות אלה, תוך בחינת היבטים נוספים הנוגעים לפעילות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל.

הועדה פנתה לציבור בבקשה לקבלת הערות וקיבלה מספר התייחסויות בכתב. כן נפגשה הועדה עם נציגים של הגופים המוסדיים וגורמים מרכזיים נוספים בשוק ההון הישראלי. הועדה פרסמה דו"ח ביניים להערות הציבור בחודש אפריל 2007 וקיבלה התייחסויות מגופים שונים להמלצות שהופיעו בדו"ח זה. הועדה מודה לכל הגורמים שהופיעו בפניה או שלחו לה התייחסויות בכתב.

המלצות הועדה עוסקות בנושאים הבאים:

- היקף חובת ההשתתפות וההצבעה של הגופים המוסדיים;
- התמודדות עם החשש מניגודי עניינים על ידי עידוד פעילותם של גופים מקצועיים אשר יסייעו לגופים המוסדיים בגיבוש החלטות הצבעה;
- עידוד הגופים מוסדיים להגברת המעורבות בתחומים החורגים מן הצבעה באסיפה הכללית ולבחינת איכות הממשל התאגידי של התאגידים בהם הם משקיעים;
- הסרת חסמים בפני פעולה משותפת של גופים מוסדיים;
- שינוי מנגנון המינוי של דירקטורים חיצוניים על מנת לעודד מעורבות פעילה של הגופים המוסדיים בתחום זה.

## ב. חובת השתתפות והצבעה

### 1. הדין הקיים

זכות ההצבעה הינה אחד האמצעים העיקריים העומדים לרשות בעלי המניות ומחזיקי ניירות ערך אחרים לשם הבטחת זכויותיהם. לפיכך, חובת הזהירות של הגופים המוסדיים כלפי העמיתים או בעלי היחידות כוללת גם את החובה להשתתף ולהצביע באסיפות של בעלי המניות או מחזיקי ניירות ערך אחרים.

בהקשר זה קובעת ה-SEC כדלקמן:<sup>7</sup>

"The duty of care requires an adviser with proxy voting authority to monitor corporate events and to vote the proxies."

חובה דומה הוכרה בארה"ב לגבי קרנות פנסיה בחוזר משנת 1994 אשר פרסם משרד העבודה הפדרלי.<sup>8</sup>

חובת ההשתתפות של הגופים המוסדיים בישראל מעוגנת בחקיקה, אם כי חובות ההצבעה החלות על הגופים המוסדיים השונים אינן זהות בהיקפן. קיימים הבדלים בין החובות החלות על הגופים המוסדיים בכל הנוגע להצעות ההחלטה לגביהן יש חובת השתתפות, סוגי ניירות הערך לגביהם חלה החובה, האפשרות להימנע מהצבעה והליך קבלת ההחלטות במקרה של חשש לניגוד עניינים. להלן נסקור בקצרה את החובות החלות על הגופים המוסדיים

**קרנות נאמנות.** סעיף 77(א) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 קובע:

מנהל קרן, שבקרן שבניהולו מוחזקות מניות שהוציא תאגיד שניירות הערך שלו הוצעו לציבור, למעט ניירות ערך חוץ, ישתתף ויצביע באסיפה הכללית של התאגיד בעד או נגד הצעת ההחלטה המובאת לאישור האסיפה הכללית, אם לדעתו מתקיים אחד מאלה:

(1) יש בהצעת החלטה המובאת לאישור האסיפה הכללית משום פגיעה אפשרית בענינם של בעלי היחידות; לענין פסקה זו, פגיעה אפשרית בענינם של בעלי היחידות – לרבות עסקה עם בעל ענין;

(2) יש בהצעת ההחלטה כדי לקדם את ענינם של בעלי היחידות.

סעיף 77(א1) לחוק מאפשר למנהל קרן להימנע מהצבעה באסיפה הכללית של תאגיד, אם הצעת ההחלטה המובאת לאישור האסיפה הכללית נוגעת לבעל השליטה במנהל או אם למנהל הקרן יש

<sup>7</sup> Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers, Release No. IA-2106 (March 10, 2003).  
<sup>8</sup> DOL Interpretative Bulletin § 2509.94-2, 59 Fed. Reg. 28,860 (July 29, 1994)

עניין אישי באישור ההחלטה. סעיף 77(ב) מחיל חובה דומה גם על אסיפות כלליות של מחזיקי ניירות ערך שאינם מניות.

**קופות גמל.** תקנה 141ה(א) לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופת גמל), תשכ"ד-1964 קובעת:

קופה תשתתף ותצביע באסיפה כללית של תאגיד שהיא בעלת זכות הצבעה בו, בעד או נגד הצעת ההחלטה המובאת לאישור האסיפה הכללית שלו, אם יש בהצעה פגיעה אפשרית בעמיתיה או קידום ענינם, או אם מדובר באישור עסקה עם בעל ענין או מתן תגמול לבעל ענין.

תקנה זו שונה במספר היבטים מן ההסדר הקבוע בחוק השקעות משותפות בנאמנות. התקנה מחילה מפורשות את חובת ההשתתפות גם על תגמול בעלי ענין. כמו כן, מן התקנה משתמע כי קופה (או חברה מנהלת) אינה יכולה להימנע בהצבעה. התקנה אינה מתייחסת מפורשות לחובת ההשתתפות באסיפה של ניירות ערך שאינם מניות. תקנה 141ה(ד) מבהירה כי הוראות תקנה 141ה(א) לא יחולו לגבי זכות הצבעה הנובעת מהשקעה בניירות ערך חוץ, אם האסיפה התקיימה מחוץ לישראל.<sup>9</sup>

**ביטוח.** תקנה 46(א) לתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של המבטח וניהול התחייבויותיו), התשס"א-2001 קובעת:

מבטח אשר בתיק ההשקעות המוחזקות שלו כנגד התחייבות מסוג 20 מוחזקים ניירות ערך של תאגיד, ישתתף ויצביע באסיפה הכללית של התאגיד, אם יש בהצעת ההחלטה המובאת לאישור האסיפה הכללית פגיעה אפשרית במבוטחיו או קידום ענינם או אם מדובר באישור עסקה עם בעל ענין.

בניגוד להסדר החל על קופות גמל, התקנה אינה מתייחסת מפורשות לחובה להשתתף ולהצביע על מתן תגמול לבעל ענין. כמו כן, התקנה אינה קובעת כל הסדר בנוגע לאפשרות להימנע. בדומה למצב בקופות הגמל, התקנה אינה מתייחסת מפורשות לחובת ההשתתפות באסיפה של ניירות ערך שאינם מניות. תקנה 46(ג) מבהירה כי הוראות תקנה 46(א) לא יחולו לגבי זכות הצבעה הנובעת מהשקעה בניירות ערך חוץ, אם האסיפה התקיימה מחוץ לישראל.

מסקירת החקיקה הקיימת עולה כי המבחן המנחה לקביעת חובת ההשתתפות הוא האם יש בהצעת ההחלטה כדי לפגוע בעמיתים של הגוף המוסדי או לקדם את ענינם.<sup>10</sup> בנוסף, כל הגופים המוסדיים נדרשים להשתתף באסיפה לאישור עסקה עם בעל ענין. עם זאת, אין הסדר אחיד בדבר האפשרות להימנע וחובת ההשתתפות באסיפות של מחזיקי ניירות ערך שאינם מניות. כמו כן, קיים חוסר אחידות בעיגון הנורמטיבי של חובת ההשתתפות: בעוד שההסדרים לענין קרנות

<sup>9</sup> סעיף 31(א) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), תשס"ה-2005 קובע כי שר האוצר יקבע הוראות לענין השתתפות חברה מנהלת, בעבור קופת גמל שבניהולה, בהצבעות באסיפה הכללית של תאגיד שהחברה היא בעלת זכות הצבעה בו בשל ניהול נכסי אותה קופת גמל.

<sup>10</sup> ועדת גושן סברה כי יש לעודד גופים מוסדיים ליטול חלק בכל אסיפה כללית שתוצאותיה עלולות להשליך מהותית על החברות בהן הם מחזיקים. ההמלצות האופרטיביות שיובאו להלן עלולות בקנה אחד עם עמדה זו, תוך קביעת פטור מהשתתפות בנסיבות בהן אין לגופים המוסדיים השפעה.

נאמנות מעוגנים בחקיקה ראשית, ההסדרים לעניין שאר הגופים המוסדיים מעוגנים בחקיקת משנה.

לבסוף, קיים חוסר אחידות באשר להסדרי האכיפה הציבורית של חובת ההשתתפות. הפרת חובת ההשתתפות על ידי קופת גמל, למשל, עשויה להביא להטלת עיצום כספי או קנס אזרחי.<sup>11</sup> לעומת זאת, הפרת חובת ההשתתפות על ידי קרן נאמנות מהווה עילה להטלת אחריות פלילית.<sup>12</sup>

## 2. ההיקף הראוי של חובת ההשתתפות

### א. עקרונות מנחים

הועדה סבורה כי יש לקבוע את היקף חובת ההשתתפות בהתחשב בטובת העמיתים ובעלי היחידות (להלן: "עמיתים"), , יכולת ההשפעה של הגופים המוסדיים ושמירה על אחידות בין הגופים השונים.

**טובת העמיתים והמשקיעים.** טובת העמיתים מחייבת את הגופים המוסדיים לעשות שימוש נאות בכוח ההצבעה המופקד בידיהם. לאור הדומיננטיות של הגופים המוסדיים בקרב בעלי מניות המיעוט, סביר להניח כי השתתפות פעילה שלהם באסיפות תיטיב גם עם יתר בעלי המניות של החברות הציבוריות ותשפר את איכות ההגנה על המשקיעים בשוק ההון בישראל. יחד עם זאת, השתתפות פעילה באסיפה הכללית מחייבת השקעת משאבים, כאשר העלות הכוללת מורכבת לא רק מעלות ההשתתפות באסיפה, אלא גם מהמשאבים הנדרשים לשם בחינה ראויה של הצעות ההחלטה העומדות להצבעה.

מכאן נובע, כי בקביעת היקף חובת ההצבעה יש להביא בחשבון גם את עלות ההשתתפות הפעילה. יחד עם זאת, אין להעניק משקל מכריע בעניין זה לנקודת מבטו של הגוף המוסדי הבודד השוקל את כדאיות ההצבעה. לאור המגבלות על היקף האחזקות של הגופים המוסדיים, ייתכן שכל גוף מוסדי בנפרד ימצא כי ההצבעה אינה כדאית עבורו. יחד עם זאת, השתתפות בהצבעה על ידי כלל הגופים המוסדיים המשקיעים בחברה מסוימת עשויה להיות כדאית עבור כלל העמיתים של גופים אלה. יתר על כן, הניסיון מלמד כי הטמעת נורמה של השתתפות פעילה בקרב המוסדיים תוזיל את עלויות ההצבעה עבור הגוף המוסדי הבודד ואף עשויה למנוע מראש העלאתן להצבעה של הצעות בעייתיות.<sup>13</sup> לפיכך, היקף חובת ההצבעה צריך להיקבע בהתחשב בעלויות הצפויות בהנחה שהגופים המוסדיים ממלאים אחר חובתם ליטול חלק פעיל באסיפה.

**יכולת ההשפעה של הגופים המוסדיים.** לגופים המוסדיים יש יכולת השפעה מוגבלת ביחס לרובן המכריע של החברות הציבוריות בישראל, אשר יש להן בעל שליטה. בחברה עם בעל שליטה יש לגופים המוסדיים כקבוצה יכולת הכרעה בעיקר בהחלטות לגביהן מחזקים דיני החברות את

<sup>11</sup> סעיפים 43(ד)(6) ו-45 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), תשס"ה-2005.

<sup>12</sup> סעיף 123(4) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994.

<sup>13</sup> ש. האזר, י. רוזנברג וש. אופיר, "בחינת התועלת הנובעת מחובת ההשתתפות של קרנות נאמנות באסיפות כלליות של חברות ציבוריות" (פברואר 1999).

כוחם של בעלי מניות המיעוט באמצעות הדרישה לרוב מיוחס. הדוגמא הבולטת ביותר בחוק החברות הישראלי הינה דרישת "השליש התומך" לפי סעיף 275 לחוק החברות לצורך אישור עסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל השליטה או עסקה חריגה בה יש לבעל השליטה עניין אישי.<sup>14</sup> חוק החברות קובע דרישות דומות גם במקרים נוספים בהם קיים חשש לניגוד עניינים בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט, כגון בהצבעה על מינוי דירקטורים חיצוניים ועל איחוד תפקידי היו"ר והמנכ"ל.<sup>15</sup>

הועדה סבורה כי יש ליצור זיקה בין הנסיבות בהן תוטל חובה על הגופים המוסדיים להשתתף בהצבעה לבין ההחלטות לגביהן מעניק המחוקק מעמד מיוחד לבעלי מניות המיעוט. מחד, ספק אם יש טעם בהטלת חובת השתתפות גורפת על הגופים המוסדיים כאשר אין להם, כקבוצה, יכולת השפעה, דהיינו, כאשר ידוע כי ההחלטה תתקבל גם בהנחה כי כל הגופים המוסדיים יתנגדו. סביר להניח כי במרבית המקרים חיוב הגופים המוסדיים להשתתף בנסיבות בהן הם נטולי כל יכולת השפעה, בין במישרין ובין בעקיפין, לא יתרום משמעותית להגנת המשקיעים.<sup>16</sup>

מאידך, יש לחייב את הגופים המוסדיים לעשות שימוש בכוח העומד לרשותם בהחלטות לגביהן המחוקק מצא לנכון לחזק את יכולת ההשפעה של המיעוט. הדרישה לרוב מיוחס נועדה להעצים את כוחם של בעלי מניות המיעוט בכל הנוגע לאישור פעולות או עסקאות לגביהן קיים חשש כי בעל השליטה נגוע בניגוד עניינים. הגופים המוסדיים הינם במקרים רבים הדומיננטיים מקרב בעלי מניות המיעוט ולכן השתתפותם באסיפות אלה חיונית.

לאור העקרונות שפורטו לעיל, הועדה סבורה כי יש לחייב בחקיקה את הגופים המוסדיים להשתתף ולהצביע ברשימה סגורה של הצעות החלטה בעלות השפעה מהותית על החברה המוחזקת, ובייחוד בהצעות לגביהן נדרש רוב מיוחס לפי חוק החברות. הועדה אף סבורה כי אין לכלול ברשימה זו הצעות החלטה במקרים בהם אין לגופים המוסדיים, כקבוצה, יכולת השפעה על תוצאות ההצבעה.

ההסדרה החקיקתית של חובות ההשתתפות וההצבעה נועדה להגביר את הוודאות ולהקל על האכיפה. לצד חובות ההשתתפות וההצבעה הקבועות בחקיקה, חלות על הגופים המוסדיים חובות זהירות ואמונים כלפי העמיתים. לפיכך, מוצע להבהיר כי קביעה בחקיקה של רשימת הצעות החלטה בהן חלה חובת השתתפות והצבעה אינה פוטרת גוף מוסדי מן החובה להשתתף ולהצביע במקרים נוספים, ככל שהדבר מתחייב מחובות הגוף המוסדי כלפי עמיתיו.<sup>17</sup>

<sup>14</sup> רשימת העסקות הטעונות אישור לפי סעיף 275 מופיעה בסעיף 4(270) לחוק החברות.  
<sup>15</sup> סעיף 121(ג) לחוק החברות מתנה את הסמכת יו"ר הדירקטוריון לכהן כמנכ"ל בתמיכה של שני שלישים מקולות בעלי המניות שאינם בעלי השליטה בחברה או מי מטעמם. סעיף 239(ב) לחוק החברות מתנה מינוי דח"צ בתמיכה של לפחות שליש מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי השליטה בחברה או מי מטעמם. דרישת רוב מיוחס ניתן למצוא גם ביחס לאישור שינוי תקנון בענין פטור או שיפוי לפי סעיף 262(ב) לחוק, מיזוג לפי סעיף 320(ג) לחוק, הסדר לפי סעיף 350 לחוק החברות.  
<sup>16</sup> בנסיבות מסוימות, גוף מוסדי עשוי להיות בעל יכולת השפעה, וזאת למרות שמבחינה פורמלית לבעל השליטה או להנהלה מובטח לכאורה הרוב הנדרש באסיפה. לדוגמא, ייתכן שעצם ההתנגדות של גוף מוסדי דומיננטי תניא את החברה מהעלאת הצעת החלטה לסדר היום.

<sup>17</sup> הועדה סבורה כי אין לפטור מחובת ההשתתפות גופים מוסדיים המחזיקים בנתח קטן יחסית מחברה מסוימת, וזאת במיוחד לנוכח המלצת הועדה הנוגעת לעידוד פעולתם של גופים מקצועיים אשר יספקו, בין היתר, שירותים נלווים להצבעה.

**וודאות ואחידות.** יש לשאוף להסרת העמימות והגברת הוודאות בקרב הגופים המוסדיים בכל הנוגע לנסיבות בהן חלה החובה להשתתף באסיפה הכללית. כמו כן, יש ליצור אחידות בין הגופים המוסדיים באשר להיקף חובות ההשתתפות באסיפות כלליות של בעלי מניות ובאסיפות של מחזיקי ניירות ערך אחרים. ההבדלים בין הגופים המוסדיים אינם מצדיקים קביעת כללים שונים בכל הנוגע למעורבות הגופים המוסדיים בפיקוח על חברות מוחזקות.

מכאן נובע, כי יש להבטיח אחידות גם בעיגון החקיקתי של חובות ההצבעה. הדרישות המפורטות באשר לחובת ההצבעה של קרנות הנאמנות מעוגנות כיום בחקיקה ראשית, בעוד שהדרישות המקבילות באשר לשאר הגופים המוסדיים מעוגנות בחקיקת משנה. הועדה סבורה כי יש להחיל את מתכונת ההסדר הקיים כיום לגבי קופות גמל על כלל הגופים המוסדיים: ההסמכה לחייב את הגוף המוסדי להשתתף בהצבעה תיקבע בחקיקה הראשית הרלוונטית, בעוד שההסדרים הפרטניים יותר ייקבעו בחקיקת משנה. כמו כן, יש לקבוע סנקציות אחידות על הפרת חובת ההשתתפות.

עבודתה של הועדה התמקדה בחובות ההשתתפות וההצבעה של הגופים המוסדיים, דהיינו: קרנות נאמנות, קופות גמל קרנות פנסיה וחברות ביטוח. הועדה לא בחנה מכשירי השקעה אחרים הקיימים כיום בשוק, כגון תעודות סל. יתר על כן, התפתחות שוק ההון עשויה להביא לשוק מכשירי השקעה חדשים הדומים במהותם לגופים המוסדיים הקיימים כיום. הועדה סבורה כי יש לבחון כל מכשיר השקעה לגופו על מנת לשקול את הצורך בהחלת חובת השתתפות והצבעה על מכשירי השקעה הדומים במהותם לגופים המוסדיים.

## **ב. הימנעות**

הכרה בלתי מסויגת באפשרות של גופים מוסדיים להימנע בהצבעה עומדת בסתירה לחובות הגופים המוסדיים לנקוט באמצעים הנדרשים לשם הבטחת כספי העמיתים ועלולה לרוקן מתוכן מעשי את חובת ההשתתפות. הועדה סבורה כי אין לאסור לחלוטין על גוף מוסדי להימנע, אלא להגביל את אפשרות ההימנעות לנסיבות בהן לגוף המוסדי יש עניין אישי באישור ההחלטה (בדומה להסדר לפי סעיף 77(א1) לחוק השקעות משותפות בנאמנות). כמו כן, יש לחייב את הגוף המוסדי בדיווח מפורט אודות הסיבות בעטיין הוא סבור כי עליו להימנע בהצבעה.

## **ג. ניירות ערך חוץ**

הועדה סבורה כי אין להטיל חובה גורפת על הגופים המוסדיים להשתתף באסיפות הכלליות של מחזיקי ניירות ערך חוץ. זאת כיוון שהמחוקק הישראלי אינו יכול להעריך את מידת ההשפעה של הגופים המוסדיים הישראליים על מגוון תאגידי החוץ בהם הם משקיעים. יחד עם זאת, יש להבהיר כי ההשתתפות באסיפות אלה כפופה לעקרונות הכלליים הנגזרים מחובות הגוף המוסדי כלפי העמיתים, דהיינו: הגוף המוסדי יצטרך לשקול את כדאיות השתתפות בהתחשב בשיעור האחזקות שלו, עלויות ההצבעה (האם ניתן להצביע באינטרנט, למשל) ומהותיות ההחלטה העומדת על הפרק.

#### ד. סף התמיכה

נציגי הגופים המוסדיים הדגישו בפני הועדה את הבעייתיות הקיימת כיום בנוגע לדרישה כי עסקאות חריגות עם בעל השליטה יזכו לתמיכה של שליש בלבד מבעלי המניות להם אין עניין אישי בהצעה. מחד, הגופים המוסדיים חייבים ליטול חלק בהצבעות לאישור עסקאות חריגות כאלה. מנגד, חוק החברות לא נותן בידי המשקיעים המוסדיים את הכלים האפקטיביים למנוע אישורן של עסקאות בעייתיות, שכן עסקה יכולה לזכות באישור גם אם רוב המשקיעים המוסדיים מתנגדים לה.

ועדת גושן המליצה לאחרונה להעלות את סף התמיכה הנדרש ל-50% מקרב בעלי המניות להם אין עניין אישי. בימים אלה בוחנים משרד המשפטים ורשות ניירות ערך את המתכונת הראויה לשילוב המלצות ועדת גושן בחקיקה. הועדה סבורה כי חיוב הגופים המוסדיים להשתתף מבלי להעניק להם את הכוח האפקטיבי למנוע עסקה להם מתנגדים הינו אכן בעייתי. לפיכך, בנסיבות בהן מעניק המחוקק מעמד מיוחד לבעלי מניות המיעוט באמצעות דרישת רוב מיוחס, יש להעמיד את סף התמיכה הנדרש על 50% מקרב בעלי מניות המיעוט. העלאת הרוב הנדרש ל-50% תפחית את הסיכוי כי עסקה תזכה לברכת האסיפה הכללית גם כאשר רוב המוסדיים מתנגדים לה.

#### 3. המלצות

לאור האמור לעיל, המלצות הועדה הן:

א. הכללים בעניין חובות ההשתתפות וההצבעה יהיו זהים לכלל הגופים המוסדיים, דהיינו: קרנות נאמנות, קופות גמל (לרבות קרנות פנסיה וקרנות השתלמות) וביטוח חיים משתתף ברווחים.

ב. גוף מוסדי יהיה חייב להשתתף ולהצביע באסיפה הכללית (למעט אסיפה כללית של מחזיקי ניירות ערך חוץ) בעד או נגד בהחלטות הנמנות על רשימה סגורה של החלטות מהותיות, אשר תוגדר מראש בתקנות.<sup>18</sup> הרשימה תכלול, בין היתר, את כל החלטות לגביהן דורש החוק רוב מיוחס. הועדה ממליצה בשלב זה לכלול ברשימה את החלטות הבאות:

- אישור פעולות או עסקאות הטעונות אישור לפי סעיפים 255, 262 או 268-275 לחוק החברות (עסקאות בעלי עניין);
- מינויים ופיטורים של דירקטורים;
- החלטה לפי סעיף 121(ג) לחוק החברות על הסמכת יו"ר הדירקטוריון למלא את תפקיד המנכ"ל או להפעיל את סמכויותיו;

<sup>18</sup> רשימת ההחלטות המהותיות מבוססת בעיקרה על ההחלטות לגביהן נקבע בחוק החברות או בתקנות החברות (הצבעה בכתב והודעות עמדה), תשס"ו-2005. כי על החברה לאפשר לבעלי המניות להצביע בכתב.

- אישור שינוי מתכונת דיווח לפי סעיף 35 לחוק ניירות ערך ;
- מיזוג לפי סעיף 320 לחוק החברות ;
- הסדר לפי סעיף 350 לחוק החברות.

ג. בנסיבות בהן ברור כי ההצעה תזכה לרוב הנדרש גם בהנחה שכל בעלי המניות, למעט בעל השליטה, יתנגדו להצעה, גוף מוסדי לא יחוייב להשתתף ולהצביע רק בשל העובדה כי הצעת ההחלטה נכללת ברשימה הסגורה לעיל.<sup>19</sup>

ד. יובהר כי אין ברשימת הצעות ההחלטה לגביהן מחוייב הגוף המוסדי להשתתף כדי לפטור את הגוף המוסדי מלהשתתף ולהצביע במקרים נוספים, ככל שהדבר מתחייב מן החובות של הגוף כלפי עמיתיו.

ה. הכללים באשר לחובת ההצבעה יעודכנו, ביו היתר, בהתאם לשינויים עתידיים בחוק החברות או על פיו בכל הנוגע לסוגי ההחלטות בהן יידרש רוב מיוחד או שלגביהן תידרש החברה לאפשר הצבעה בכתב.

ו. גוף מוסדי יהיה רשאי להימנע מהצבעה אם לגוף המוסדי יש עניין אישי (כהגדרתו בחוק החברות) באישור ההחלטה. אם הגוף המוסדי נמנע בהצבעה, יהיה עליו לפרט במסגרת הדיווח בדבר אופן ההצבעה את הסיבות בעטיין הוא סבר כי לא היה באפשרותו להצביע בעד או נגד.

ז. חובת ההצבעה וההשתתפות תחול, בשינויים המחוייבים, גם לגבי אסיפות של מחזיקי ניירות ערך שאינם מניות, לרבות אסיפות מחזיקי אג"ח שעל סדר יומן שינוי תנאי שטר הנאמנות או שינוי אחר בזכויות המחזיקים.

ח. הסמכת הרשויות הרלוונטיות להטיל חובות השתתפות, הצבעה ודיווח על הגופים המוסדיים תעוגן בחקיקה הראשית הרלוונטית; ההסדרים הפרטניים באשר להיקף החובה ומתכונת הדיווח ייקבעו בתקנות.

ט. יתוקן חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 על מנת לאפשר לרשות ניירות ערך להטיל גם קנס אזרחי בגין הפרת חובת ההשתתפות, ההצבעה או הדיווח.

י. הועדה ממליצה לרשות ניירות ערך, משרד האוצר ומשרד המשפטים לבחון תקופתית את הצורך בהחלת חובת השתתפות והצבעה על מכשירי השקעה נוספים הדומים במהותם לגופים המוסדיים, וזאת בהתאם למאפיינים המיוחדים לכל מכשיר השקעה.

<sup>19</sup> בהקשר זה, ניתן לעשות שימוש במנגנון הקיים כיום תקנה 2 לתקנות החברות (הצבעה בכתב והודעות עמדה), תשס"ו-2005.

יא. הועדה ממליצה למשרד המשפטים לשקול את תיקון חוק החברות - בין במסגרת המתווה אשר יגובש לעיגון המלצות ועדת גושן<sup>20</sup> ובין במסגרת דומה אחרת - באופן שיקבע כי החלטות בהן נדרש רוב מיוחס יתקבלו ברוב של לפחות 50% מבעלי המניות שאינם בעל השליטה (או שאין להם עניין אישי בעסקה, לפי ההקשר).

---

<sup>20</sup> לפי המתכונת המתגבשת, ייקבעו בתוספת לחוק החברות אמות מידה בעניין ממשל תאגידי אשר אימוצן יהיה וולונטרי.

### ג. התמודדות עם ניגודי עניינים

קיומם של ניגודי עניינים בין טובת העמיתים כמשקיעים עקיפים בתאגיד לבין אינטרסים אחרים של הגוף המוסדי או בעל השליטה בו עלול להטות את הצבעת הגופים המוסדיים. החשש מפני ניגודי עניינים קיים במיוחד בשוק קטן כמו שוק ההון בישראל.

הועדה סבורה כי ההתמודדות עם החשש מפני ניגוד עניינים מחייבת פעולה במספר מישורים:

– יש להגביר את השקיפות באשר לשיקולים המנחים את הגופים המוסדיים בקבלת החלטות השקעה והצבעה.

– יש לעודד את פעילותם של גופים מקצועיים, אשר יספקו לגופים המוסדיים המלצות בדבר אופן ההצבעה.

– יש להחיל על כלל הגופים המוסדיים נוהל אחיד לקבלת החלטות הצבעה במקרה של הצבעה באסיפה של צד קשור.

– על רשויות האכיפה למקד את מאמצי האכיפה בבעיית ניגודי העניינים.

להלן נסקור את המצבים בהם קיים חשש מפני ניגודי עניינים, המצב המשפטי והדרכים המוצעות להתמודד עם בעיית ניגודי העניינים.

#### 1. הנסיבות בהן קיים חשש לניגוד עניינים

ניתן להבחין בין שני סוגים של מצבים המעוררים חשש לניגוד עניינים.

**קשרים עסקיים.** קיומם של קשרים עסקיים, או פוטנציאל לקיומם של קשרים כאלה, בין הגוף המוסדי או בעל השליטה בו לבין התאגיד או בעל השליטה בו עלול לערב שיקולים זרים בהצבעת הגופים המוסדיים. סיטואציה זו יכולה להתעורר, לדוגמא, כאשר קופת גמל מחזיקה במניות תאגיד, אשר הינו לקוח גדול של בעל השליטה בחברה המנהלת את קופת הגמל. בנסיבות אלה קיים חשש כי הנהלת התאגיד, המביאה הצעת החלטה לאישור האסיפה הכללית, תעשה שימוש בקשריה העסקיים עם בעל השליטה בגוף המוסדי על מנת שהאחרון ישפיע על החברה המנהלת לתמוך בהצעת ההחלטה של ההנהלה.

מחקרים שנערכו לאחרונה הראו כי קיים בסיס לחשש להטיית ההצבעה של גופים מוסדיים על רקע קיומם של קשרים עסקיים בינם לתאגידים בהם הם משקיעים.<sup>21</sup> דוגמא מפורסמת הממחישה את סכנת ניגוד העניינים בשל קיומם של קשרים עסקיים התעוררה בהצבעה על אישור המיזוג בין HP ל-Compaq. לאחר אישור המיזוג התגלה כי הנהלת HP השתמשה בקשריה העסקיים עם זרוע החיתום של Deutsche Bank על מנת להשפיע על אופן ההצבעה של זרוע ההשקעות של Deutsche Bank. לאחר שהדבר התגלה, הטילה ה-SEC קנס בסך \$750,000 על הבנק כיוון שלא גילה את היותו במצב של ניגוד עניינים.<sup>22</sup>

**השקעה בצדדים קשורים.** השקעה של הגופים המוסדיים בצדדים קשורים מעלה אף היא חשש להצבעה בניגוד עניינים. סיטואציה כזו יכולה להתעורר, לדוגמא, כאשר קרן נאמנות נדרשת להצביע באסיפה כללית לאישור עסקה חריגה בין תאגיד לבעל השליטה בו, שהינו בעל השליטה גם במנהל קרן הנאמנות. בנסיבות אלה, קיים חשש כי אופן ההצבעה לא ייקבע משיקולים של טובת העמיתים בלבד, אלא יושפע מרצונם של נושאי המשרה הרלוונטיים של מנהל הקרן לרצות את בעל השליטה בחברה בה הם מועסקים.

החשש מפני ניגודי העניינים משני הסוגים מקבל משנה תוקף בשוק ההון הישראלי. השוק הישראלי הוא קטן, ריכוזי ונשלט על ידי קבוצה קטנה יחסית של בעלי שליטה. לחלק ניכר מן הגופים המוסדיים או בעלי השליטה בהם קשרים עסקיים מסוגים שונים, כגון חיתום, ביטוח, הענקת אשראי או שירותים פיננסיים אחרים, עם חברות ציבוריות. יתר על כן, רפורמת בכר הוציאה אמנם את קופות הגמל וקרנות הנאמנות מבעלות הבנקים, אך העבירה חלק משמעותי מהם לבעלות קונצרנים אחרים, ובכך הותירה על כנה את תופעת ההשקעה בצדדים קשורים.

## 2. הדין הקיים

**חובת הגוף המוסדי כלפי העמיתים.** הדין הקיים אוסר על גופים מוסדיים להצביע משיקולים שאינם טובת העמיתים. סעיף 3(ב) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), תשס"ה-2005 קובע כי בניהול נכסי קופות הגמל ובמילוי שאר תפקידיה תפעל החברה המנהלת מבלי להעדיף כל עניין ושיקול על פני טובת העמיתים. סעיף 74 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 קובע כי נאמן ומנהל קרן ימלאו את תפקידיהם וישתמשו בסמכויותיהם לטובת בעלי היחידות בלבד. תקנה 41 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), תשכ"ד-1964 קובעת כי קופה, חברה מנהלת וכל העוסקים מטעמן בניהול כספי עמיתי הקופה יפעלו לטובת כל אחד מעמיתי הקופה בלבד ולא יעדיפו כל ענין או שיקול על פני טובת העמיתים. לבסוף, תקנה 47 לתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו), תשס"א-2001 קובעת כי במילוי התחייבויותיו בניהול נכסים של ביטוח חיים

<sup>21</sup> ראו: Gerald F. Davis & E. Han Kim, "Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds" *J. Fin. Econ.* (forthcoming 2007).

<sup>22</sup> ראו: SEC Press Release 2003-100, SEC Brings Settled Enforcement Action Against Deutsche Bank Investment Advisory Unit in Connection with Its Voting of Client Proxies for Merger Transaction; Imposes \$750,000 Penalty (Aug. 19, 2003), available at <http://www.sec.gov/news/press.shtml>

משתתף ברווחים יפעלו מבטח ועובדיו העוסקים בניהול השקעות באמונה ובשקידה לטובת המבוטחים בלבד ולא יעדיפו על פניהם כל עניין ושקול אחר.

אך בעוד שהאיסור על הצבעה בניגוד לאינטרסים של העמיתים הינו מוחלט, קיים קושי ממש באכיפתו האפקטיבית הן על ידי רשויות האכיפה והן על ידי תובעים פרטיים וזאת בשל העדר מידע מבוסס על השיקולים אשר הנחו את הגוף המוסדי בעת גיבוש החלטת ההצבעה.

**צדדים קשורים.** החשש מניגוד עניינים בשל השקעה בצדדים קשורים מרוכך במידה מסוימת על ידי כללי ההשקעה של הגופים המוסדיים השונים, המגבילים את האפשרות להשקיע בצדדים קשורים.<sup>23</sup> כמו כן, עובדת קיומה של השקעה בצדדים קשורים הינה ידועה בדרך כלל, ואף חלות חובות דיווח מיוחדות על חלק מן הגופים המוסדיים המשקיעים בצדדים קשורים.<sup>24</sup>

ביחס לקרנות נאמנות, המחוקק הסדיר את החשש מניגוד עניינים בשל השקעה בצדדים קשורים באמצעות קביעת מנגנון מיוחד לקבלת החלטות הצבעה בנסיבות אלה. סעיף 77(ב1) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 (אשר נחקק עוד לפני רפורמת בכר) קובע כדלקמן:

מנהל קרן שתאגיד בנקאי שולט בו, ובקרן שבניהולו מוחזקות מניות של תאגיד שהתאגיד הבנקאי האמור מחזיק בו לפחות 5% מסוג כלשהו של אמצעי שליטה, ישתתף ויצביע באסיפה הכללית של התאגיד, כאמור בסעיף קטן (א), באופן שיאושר בידי הדירקטורים מקרב הציבור או בהתאם להנחיותיהם; לענין זה, "תאגיד בנקאי" ו"החזקה" – כמשמעותם בחוק הבנקאות.

**"עניין אישי" לפי חוק החברות.** מקור משפטי נוסף המשליך על סוגיית ניגודי העניינים של הגופים המוסדיים הינו סעיף 275(א)(3) לחוק החברות, אשר מתנה את אישורן של עסקאות בעלי עניין בתמיכה של לפחות שליש מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי "ענין אישי" באישור העסקה. סעיף זה אינו אוסר על גוף מוסדי להצביע כאשר יש לו "ענין אישי" באישור עסקה, אלא קובע כי לא ניתן יהיה למנות אותו במסגרת השליש "הלא נגוע". כמו כן, מחייב סעיף 276 לחוק החברות בעל מניות—ובכלל זה גוף מוסדי—להודיע לחברה אם יש לו ענין אישי באישור העסקה המובאת להצבעה.

קיים אמנם חוסר בהירות מסוים באשר לשאלה מתי קיומם של קשרים פיננסיים או קשרים עסקיים מהותיים או מתמשכים בין גוף מוסדי (או בעל שליטה בו) לחברה הציבורית (או בעל השליטה בה) אשר לגביה נדרש הגוף המוסדי להצביע יעלה כדי "ענין אישי" עבור הגוף המוסדי.<sup>25</sup> יחד עם זאת, חשוב להדגיש כי לא כל ניגוד עניינים בכוח של גוף מוסדי עולה בהכרח כדי "עניין

<sup>23</sup> ראו סעיף 18(6) לחוק השקעות משותפות בנאמנות ותקנות השקעות משותפות בנאמנות (עסקאות שעלול להיות בהן ניגוד עניינים ועסקאות מהותיות), התשנ"ה-1995; תקנה 1241 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), תשכ"ד-1964.

<sup>24</sup> חוזר גופים מוסדיים 3-9-2007, דיווח רבעוני לציבור על עסקאות והשקעות בצדדים קשורים (31 בינואר 2007).  
<sup>25</sup> ראו רשות ניירות ערך, החלטה 5-101, עניין אישי בעסקאות עם בעל שליטה (אוקטובר 2005). החלטה זו, אשר התפרסמה לפני השינויים המבניים בעקבות ועדת בכר, מסבירה כי סוגיית ייחוס עניינו האישי של בנק לקופות הגמל וקרנות הנאמנות אשר בבעלותו תיבחן לפי הנסיבות.

אישי" כהגדרתו בחוק החברות.<sup>26</sup> כמו כן, קיומו של ניגוד עניינים פוטנציאלי אינו פוטר בהכרח את הגוף המוסדי מחובתו להשתתף ולהצביע באסיפה הכללית. בנסיבות בהן קיים חשש לניגוד עניינים, על הגוף המוסדי להבטיח כי עמדתו בהצבעה תתקבל משיקולים של טובת העמיתים בלבד.

### 3. הגברת השקיפות

החקיקה הקיימת בישראל מחייבת את הגופים המוסדיים לדווח תקופתית על ההצבעות שלהם באסיפות הכלליות. אולם, פרטי ההסדרים ומתכונת הדיווח אינם אחידים לכל הגופים המוסדיים.<sup>27</sup> ועדת גושן המליצה לאחרונה להרחיב את חובות הדיווח ולהחילן גם על מדיניות ההצבעה והליכי קבלת החלטות ההצבעה, לרבות הנמקה ביחס למקרים בהם ההצבעה הייתה בסטייה מהמדיניות העקרונית.

החקיקה האמריקאית מאמצת מנגנון דומה להתמודדות עם החשש מניגודי עניינים של קרנות הנאמנות. בשנת 2003 אימצה ה-SEC תקנות המחייבות את קרנות הנאמנות לאמץ מדיניות כללית בדבר השיקולים המנחים אותן בגיבוש עמדה להצבעה באסיפה ותהליכי קבלת ההחלטות בדבר אופן ההצבעה.<sup>28</sup> כן נדרשות קרנות הנאמנות לפרסם לציבור את עקרונות המדיניות שלהן ואופן ההצבעה בפועל. הסדר ברוח דומה התקבל לאחרונה גם בקנדה.<sup>29</sup> גם ה-European Commission קבע בתכנית העבודה שלו משנת 2003 כי בכוונתו לאמץ הסדר דומה בדירקטיבה שתפורסם בעתיד.<sup>30</sup>

הועדה בחנה את האפשרות להתמודד עם החשש מפני ניגוד עניינים על ידי עידוד השימוש במנגנוני הצבעה חשאית, אשר תכליתם להכביד על בעלי השליטה המבקשים להפעיל לחצים על גופים מוסדיים. אולם, הועדה הגיעה למסקנה כי מנגנון ההצבעה החשאית אינו מתאים לשוק הישראלי.<sup>31</sup> ראשית, ספק אם ניתן יהיה להבטיח את חשאיות ההצבעה בעסקאות בעלי עניין, בהן ההצבעה של גוף מוסדי בודד יכולה לעיתים להכריע את הכף. יתר על כן, בהצבעות אלה יש חשיבות לקיומה של שקיפות באשר לזהות בעלי המניות המשתתפים בהצבעה, וזאת על מנת ליישם את דרישות החוק בדבר אופן ההצבעה של בעלי מניות להם יש "עניין אישי". בנוסף, מנגנון ההצבעה החשאית אינו מתמודד באופן יעיל עם החשש מניגודי עניינים על רקע השקעה בצדדים קשורים.

<sup>26</sup> ראו גם ע"פ 3891/04 ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל, תק על 2005 (2) 1946 (2005).

<sup>27</sup> קרנות נאמנות, לדוגמה, חייבות בדיווח לפי תקנה 27 לתקנות ההשקעות המשותפות בנאמנות (דוחות) תשנ"ה-1994.

<sup>28</sup> ראו Final Rule: Disclosure of Voting Policies and Proxy Voting Records By Registered Management Investment Companies, SEC Release NO. 33-8188 (April 14, 2003); Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers, Release No. IA-2106 (March 10, 2003).

<sup>29</sup> ראו: National Instrument 81-106 *Investment Fund Continuous Disclosure*, Part 10, (NI 81-106).  
<sup>30</sup> ראו European Commission, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union-A Plan to Move Forward*, (21.5.2003).

<sup>31</sup> מחקר שנערך לאחרונה מטיל ספק באפקטיביות של מנגנון זה גם בארה"ב. ראו Roberta Romano, "Does Confidential Proxy Voting Matter?", 32 *J. Legal Stud.* 465 (2003).

לצד נימוקים אלה, הסיבה המרכזית לדחיית מנגנון ההצבעה החשאית הינה הסתירה בינו לבין האינטרס בהגברת השקיפות. בעוד שיתרונו מוטל בספק, מנגנון ההצבעה החשאית יביא לפגיעה ודאית בשקיפות כלפי העמיתים, המהווה נדבך מרכזי לאכיפת חובות ההצבעה על הגופים המוסדיים. הגברת השקיפות תקל על הרשויות או תובעים פוטנציאליים אחרים לברר האם הצבעת הגופים המוסדיים הושפעה משיקולים זרים.

לפיכך, הועדה סבורה כי יש לאמץ את מתכונת הדיווח עליה המליצה ועדת גושן, כמפורט להלן:

א. גוף מוסדי ידרש לדווח באופן תקופתי לציבור על הנושאים הבאים:<sup>32</sup>

○ מדיניות ההצבעה שלו בסוגיות שונות, לרבות הליכי הבדיקה לצורך גיבוש עמדה ביחס להצעות אשר לא ניתן לקבוע לגביהן מראש עמדה אחידה (כגון: עסקאות מסוימות עם בעלי עניין);

○ ההליכים אותם קבע לקבלת החלטות ההצבעה בנושאים שונים, תוך התייחסות להליכי קבלת ההחלטות ביחס להצעות החלטה לגביהן קיים חשש לניגוד עניינים ואופן הטיפול בפניות מצד הנהלת חברות או בעלי השליטה שלהן במטרה להשפיע על ההצבעה;

○ דיווח מרוכז בדבר אופן ההצבעה בפועל בחברות ציבוריות בהן השקיע. הגוף יציין ביחס לכל הצעת החלטה האם ההצבעה הייתה בהתאם למדיניות ההצבעה או בסטייה ממנה וינמק את החלטתו להצביע תוך סטייה ממדיניות ההצבעה. כמו כן, הגוף המוסדי יציין ביחס לכל הצעת החלטה האם הצבעתו הייתה בנסיבות המקימות חשש לניגוד עניינים העלול להשפיע על אופן ההצבעה.<sup>33</sup>

ב. יש לאחד את הדיווחים של כל הגופים המוסדיים בדבר זכויות ההצבעה, כך שיהיו זמינים לציבור במערכת המאיה של הבורסה לניירות ערך בתל אביב. לגבי גופים החייבים בדיווח לפי חוק ניירות ערך-על הדיווחים להיות זמינים גם במערכת המגנ"א של רשות ניירות ערך.

#### 4. נוהל הצבעה ביחס לצדדים קשורים

<sup>32</sup> לאור השוני בהסדרי הדיווח החלים על הגופים המוסדיים השונים, ההמלצות אינן עוסקות בפירוט במתכונת הדיווח התקופתי.

<sup>33</sup> יובהר, כי חובת הגילוי תחול רק על עצם קיומן של נסיבות המקימות חשש לניגוד עניינים. הגופים המוסדיים לא יידרשו לפרט את מהותם של הקשרים המקימים חשש כאמור. קיים יסוד להניח כי חובת הגילוי קיימת אף לפי הדין כיום. ראו ע"א 3654/97 קרטיין נ' עתרת ניירות ערך בע"מ, פ"ד נג(3) 385.

כאמור, סעיף 77(ב1) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, אשר נחקק בתקופה בה היו מרבית קרנות הנאמנות בבעלות הבנקים, קובע נוהל מיוחד באשר לקבלת החלטות הצבעה כאשר מנהל הקרן נשלט על ידי תאגיד בנקאי, המחזיק לפחות בחמישה אחוזים ממניות התאגיד בהן מחזיקה גם הקרן. הועדה סבורה שיש להחיל הסדר במתכונת דומה ביחס לכלל הגופים המוסדיים המשקיעים בצדדים קשורים. לפיכך, החלטות הצבעה מכוח החזקה במניות חברות שהן צד קשור—במובן זה שבעל השליטה בגוף המוסדי מחזיק בהן למעלה מחמישה אחוזים—יתקבלו על ידי הנציגים החיצוניים בועדת ההשקעות או על פי הנחייתם. בקביעת שיעור ההחזקות של בעל השליטה לצורך החלת נוהל הצבעה זה לא יובאו בחשבון החזקות הגוף המוסדי במניות החברה.

על רקע זה, הועדה ממליצה כדלקמן:

א. גוף מוסדי המחזיק מניות של תאגיד, שבעל השליטה בגוף המוסדי מחזיק בו לפחות 5% מסוג כלשהו של אמצעי שליטה, יצביע באסיפה הכללית של התאגיד באופן שיאושר בידי הנציגים החיצוניים בועדת ההשקעות (או הדירקטורים מקרב הציבור במקרה של קרנות נאמנות).

ב. בקביעת שיעור ההחזקות של בעל השליטה לצורך החלת נוהל הצבעה זה לא יובאו בחשבון החזקות הגוף המוסדי במניות התאגיד.

## 5. גיבוש המלצות הצבעה על ידי גופים מקצועיים

בשווקים מפותחים רבים מחוץ לישראל נעזרים הגופים המוסדיים בשירותיהם של גופים מקצועיים המסייעים להם בתחומים הנוגעים לפיקוח על החברות הציבוריות בהן הם משקיעים.<sup>34</sup> בין השירותים אותם מספקים גורמים אלה נכלל גם שירות שעניינו בחינת הצעות ההחלטה העומדות על סדר היום של האסיפה וגיבוש המלצה כיצד להצביע (proxy advisory services).

גורמים מקצועיים אלה מוזילים עבור הגופים המוסדיים את העלויות הכרוכות בפיקוח על חברות ציבוריות ולכן מסייעים גם לשיפור איכות קבלת החלטות הצבעה. כמו כן, גופים מקצועיים בלתי תלויים המתמחים בגיבוש המלצות הצבעה בהתאם לאמות מידה ברורות עשויים לסייע בהתמודדות עם החשש מפני ניגוד עניינים. הרשות לניירות ערך בארה"ב אף קבעה במספר הזדמנויות כי פעולה של גוף מוסדי על פי המלצה של גורם מקצועי (אשר אינו נגוע בניגוד עניינים) יכולה לרפא את החשש מפני ניגוד עניינים של הגוף המוסדי.<sup>35</sup>

<sup>34</sup> מובילת השוק בארה"ב היא חברת Institutional Shareholder Services, הידועה בכינוי ISS. ראו <http://www.issproxy.com/index.jsp>.

<sup>35</sup> ראו Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers, SEC Release No. IA-2106 (2003); No-Action Letter, Investment Advisers Act of 1940-Rule 206(4)-6, Egan-Jones Proxy Services, May 27, 2004; No-Action Letter, Institutional Advisers Act of 1940-Rule 206(4)-6, Institutional Shareholder Services, Inc., September 15, 2004.

הועדה סבורה כי יש לעודד את פעילותם של גורמים אלה (ואף תחרות ביניהם) בישראל, וזאת במיוחד על רקע החשש מניגודי עניינים לאור ריכוזיות השוק.<sup>36</sup> התבססותם בשוק של גורמים מסוג זה עשויה להתגבר על הקשיים בפעולה מתואמת של גופים מוסדיים המשקיעים בחברה ספציפית ובכך גם לאפשר למוסדיים להביא לידי ביטוי מלא את יכולת ההשפעה שלהם כקבוצה. הועדה אף סבורה כי יש לתמרץ גופים מוסדיים לפעול על פי המלצות גורמים מקצועיים כאלה בנסיבות בהן קיים חשש כי הצבעתו של הגוף המוסדי תושפע מניגודי עניינים.

בשלב זה, הועדה סבורה כי ראוי לפעול בשני מישורים לעידוד פעילותם של גורמים מקצועיים אלה:

- יש להבהיר כי הצבעה על פי המלצה של גורם מקצועי תהווה, בתנאים שיפורטו להלן, אמצעי ראוי להתמודדות גוף מוסדי עם החשש מהצבעה בניגוד עניינים המהווה הפרה של חובות הגוף המוסדי כלפי עמיתיו;
- יש להקל על גוף מוסדי המתקשר מראש עם גורם מקצועי לצורך קבלת המלצות הצבעה באמצעות הענקת פטור חלקי מחובות הדיווח, כמו גם מהדרישות בדבר נוהל קבלת ההחלטות במקרה של ניגודי עניינים.

במקביל לעידוד פעילות גורמים העוסקים בגיבוש המלצות הצבעה, יש להבטיח כי גורמים אלה יקבלו החלטות ענייניות ואיכותיות לאחר הליך ראוי לבחינת הצעות ההחלטה בהתאם לאמות מידה כלכליות מקובלות ותוך השקעת משאבים מתאימים. כן יש לוודא כי הגורם המקצועי עצמו לא יהיה מצוי בניגוד עניינים ביחס להצעת החלטה אשר לגביה הוא מגבש המלצות.

פעולה לפי לפי המלצות הצבעה של גורם מקצועי אינה פוטרת את הגוף המוסדי מאחריותו כלפי העמיתים ואינה מהווה, כשלעצמה, "נמל מבטחים" מפני אחריות בגין הצבעה מתוך ניגוד עניינים (יש לבחון כל מקרה לפי נסיבותיו).<sup>37</sup> הועדה סבורה כי יש להשאיר עיקרון זה על כנו, תוך הבהרה כי חובות הגוף המוסדי כלפי עמיתיו במקרה של פעולה לפי המלצה של גורם מקצועי באות לידי ביטוי, בין היתר, במספר דרכים מרכזיות. ראשית, גוף מוסדי המתקשר עם גורם מקצועי לצורך גיבוש המלצות הצבעה צריך לשמור לעצמו את היכולת לסטות מהמלצות ההצבעה בנסיבות המתאימות. שנית, הגוף המוסדי נדרש לוודא כי הגורם עימו הוא מתקשר הינו מקצועי דיו. שלישית, על הגוף המוסדי לקבל את ההתחייבויות המתאימות על מנת להבטיח שגורם זה לא יהיה נתון לניגוד עניינים.

הועדה סבורה כי אין מקום בשלב זה להסדרה חקיקתית של פעילות גורמים מקצועיים העוסקים בגיבוש המלצות הצבעה. האחריות לפיקוח על גורמים מקצועיים אלה מוטלת על הגופים המוסדיים מכוח חובתם כלפי העמיתים. בעתיד, באם השוק לשירותיהם של גורמים אלה יתפתח

<sup>36</sup> הועדה מודעת לקיומו בישראל של גוף אחד לפחות, חברת פועלים סהר בע"מ, המספק שירותים מסוג זה לגופים המוסדיים.  
<sup>37</sup> ההבחנה בין ההיתר להסתייע בגורמים מקצועיים לבין פטור מאחריות מקובלת בהקשרים דומים אחרים. ראו לדוגמא סעיף 10(ד) לחוק הנאמנות, התשל"ט-1979.

ויצטבר ניסיון באשר לאופן פעולתם, ייתכן שיהיה מקום לעריכת בחינה מחודשת של הצורך בהסדרה חקיקתית נוספת.

#### **הועדה ממליצה כדלקמן:**

א. גוף מוסדי יוכל לקבוע סוגי הצעות החלטה לגביהן יתקשר עם גורם מקצועי לצורך גיבוש המלצות הצבעה. ההתקשרות עם גורם מקצועי לצורך גיבוש המלצות הצבעה תאושר בהתקיים התנאים הבאים:

- הגוף המוסדי השתכנע כי הגורם פועל לגיבוש המלצות הצבעה תוך השקעת המשאבים הנדרשים לבחינה איכותית של הצעות ההחלטה בהתאם לאמות מידה מקצועיות מקובלות.

- הגוף המוסדי השתכנע כי הגורם פועל לפי מדיניות כתובה המספקת מענה נאות לחשש מפני גיבוש המלצות בנסיבות בהן נתון הגורם הממליץ בניגוד עניינים.

ב. גוף מוסדי יקבע מדיניות בדבר ההליך לבחינת המלצות הצבעה של גורם מקצועי כאמור והנסיבות בהן יסטה הגוף המוסדי מהמלצות אלה.

ג. גוף מוסדי המתקשר עם גורם מקצועי לצורך גיבוש המלצות הצבעה יוכל לצאת ידי חובת הדיווח בדבר מדיניות הצבעה שלו על ידי הפנייה למדיניות הצבעה של הגורם המקצועי האמור. הגוף המוסדי יצטרך לדווח על זהות הגורם המקצועי שעל סמך המלצותיו הוא מתכוון לפעול והמדיניות לעניין סטייה מההמלצות של גורם זה.

ד. הדרישה לנוהל מיוחד לקבלת החלטות הצבעה ביחס לצדדים קשורים לא תחול כאשר הגוף המוסדי פועל לפי המלצת גורם מקצועי עימו התקשר מראש לשם גיבוש המלצות הצבעה, ובלבד שהגוף המוסדי נקט צעדים כאמור לעיל כדי להבטיח שהגורם המקצועי אינו נגוע בניגוד עניינים ביחס להמלצות הצבעה שלו. ניתן לקבוע הסדר דומה גם ביחס לחובת הדיווח עליה ממליץ דו"ח זה (ולא מכל מקור אחר) בדבר קיומו של חשש לניגוד עניינים.

ה. יובהר כי הצבעה לפי המלצה של גורם מקצועי אשר הגוף המוסדי התקשר עימו מראש (דהיינו: לפני שהצעת ההחלטה הספציפית הועלתה לסדר היום) לשם גיבוש המלצות הצבעה, ואשר הגוף המוסדי נקט צעדים כאמור על מנת להבטיח כי אינו נגוע בניגוד עניינים, הינה דרך פעולה נאותה עבור גוף מוסדי המבקש למלא אחר חובותיו כלפי עמיתיו בנסיבות בהן קיים חשש כי הוא מצוי בניגוד עניינים. למען הסר ספק, המלצה זו אינה מתייחסת לסיווגו של גוף מוסדי כבעל עניין אישי לפי חוק החברות.



#### ד. עידוד מעורבות בתחומים נוספים

##### 1. השקעה בהתאם לעקרונות ממשל תאגידי

עקרונות ממשל תאגידי תופסים כיום מקום מרכזי בשוקי ההון במדינות רבות. תכליתם של עקרונות אלה הינה להגביר את השקיפות ולחזק את מנגנוני הבקרה והפיקוח על חברות ציבוריות, ההנהלה ובעלי השליטה. עקרונות אלה נקבעים בחקיקה או בקודים שאימוצם וולנטרי והם משלימים את מנגנוני הפיקוח והבקרה הנדרשים על פי חוק. לאחרונה, החליטה רשות ניירות ערך לקבל את המלצותיה של ועדת גושן, אשר עסקה בהרחבה בסוגיית הממשל התאגידי בישראל.

יישום נאות של עקרונות אפקטיביים של ממשל תאגידי הינו חיוני להגנת המשקיעים בחברה. מכאן נובעת גם חשיבות ההתייחסות לעקרונות אלה במסגרת הערכת הגופים המוסדיים את ההשקעות שלהם. ואכן, הגופים המוסדיים המובילים בעולם נוהגים להעריך חברות המועמדות להשקעה באמצעות אמות מידה של ממשל תאגידי.<sup>38</sup> בנוסף, בשוקים רבים פועלות חברות המציעות לגופים המוסדיים שירותים של דירוג חברות ציבוריות בהתאם לאיכות הממשל תאגידי שלהן. הניסיון מלמד כי בגופים המוסדיים טמון הפוטנציאל להוות גורם מוביל בהטמעת עקרונות של ממשל תאגידי בשוק ההון. קביעת מדיניות ברורה על ידי הגופים המוסדיים של השקעות בהתאם לאמות מידה של ממשל תאגידי עשויה להניע חברות לעמוד בעקרונות אלה על מנת למשוך משקיעים.

לאור חשיבות עקרונות הממשל התאגידי בהגנה על המשקיעים, הועדה סבורה כי על הגופים המוסדיים להעניק לשיקולים של ממשל תאגידי מקום מרכזי במסגרת אמות המידה לבחינת כדאיות השקעות.<sup>39</sup> יחד עם זאת, אין להכתיב לגופים המוסדיים את משקלם היחסי של שיקולים אלה בהערכת כדאיותן של השקעות פוטנציאליות, וזאת בין היתר לאור העובדה כי משקלם של שיקולי הממשל התאגידי משתנה בהתאם לסוג נייר הערך בו משקיע הגוף המוסדי, היקף ההשקעה, אופק ההשקעה ואסטרטגיית ההשקעה הכוללת.

ועדת גושן המליצה לעשות שימוש בכללי ההשקעה החלים על הגופים המוסדיים על מנת לעודד את הגופים המוסדיים להשקיע בחברות עם דירוג גבוה של איכות ממשל תאגידי.<sup>40</sup> אולם, השוק בישראל טרם פיתח דירוג נאות של חברות בהתאם לאיכות הממשל התאגידי שלהן. הועדה סבורה כי יש לעודד את פעילותם של גופים אשר יפעלו להערכת החברות הציבוריות בישראל בהתאם לעמידתם בעקרונות של ממשל תאגידי. כפי שיוסבר בהמשך, הועדה גם סבורה שיש לעודד שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים במטרה לקדם נושא חשוב זה.

<sup>38</sup> דוגמאות מובילות כוללות את קרן Calpers האמריקאית ו-Hermes הבריטית. ראו: [www.calpers-governance.org](http://www.calpers-governance.org) ו-[http://www.hermes.co.uk/publications/publications\\_corporate\\_governance.htm](http://www.hermes.co.uk/publications/publications_corporate_governance.htm)

<sup>39</sup> גם ועדת גושן המליצה כי הגופים המוסדיים יעריכו את אופן ניהול החברות בהן הם מושקעים בהיבט איכות הממשל התאגידי שלהן, תוך הקצאת המשאבים המתאימים לכך.

<sup>40</sup> מודל דומה קיים כיום בכללי ההשקעה של מקצת הגופים המוסדיים בהתבסס על דירוג האשראי של התאגידי. תקנה 41ג לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964 מתנה את היקף ההשקעה של קופת גמל (כאחוז משווי הנכסים של הקופה) בניירות ערך של תאגידי בדירוג האשראי שלו.

בשלב זה, הועדה סבורה כי על כל גוף מוסדי לקבוע מדיניות בכל הנוגע לאמות המידה המנחות אותו בתחום הממשל התאגידי ולמשקלן של אמות מידה אלה במסגרת ההחלטה להשקיע. לדוגמא, גוף מוסדי יוכל לקבוע רשימת תנאי סף להשקעה ביחס להרכב הדירקטוריון, התנאים הכלולים בתקנון החברה ואמות מידה נוספות של ממשל תאגידי. בנוסף, אם תתגבש בעתיד מתכונת מוסכמת של הסדרי ממשל תאגידי מומלצים—בין כתוצאה מקביעת אמות מומלצות של ממשל תאגידי בחקיקה או במסגרת אחרת—יהיה על גוף מוסדי לקבוע מדיניות תוך התייחסות להסדרי ממשל תאגידי אלה.

לאור האמור לעיל, הועדה ממליצה כדלקמן:

א. גוף מוסדי יקבע מדיניות להערכת השקעות בהתאם לאמות מידה של ממשל תאגידי. עקרונות אלה יכללו פירוט של אמות המידה המנחות ומשקלם היחסי של עקרונות אלה בהערכת כדאיות ההשקעה.

ב. גוף מוסדי יידרש לפרסם את מדיניותו להערכת ההשקעות בהתאם לאמות מידה של ממשל תאגידי.

## 2. מעורבות פעילה

בעוד החקיקה בעניין מעורבות הגופים המוסדיים מתמקדת בחובות ההשתתפות וההצבעה באסיפה, חובות הגוף המוסדי באות לידי ביטוי גם במישורים נוספים. גוף מוסדי אמור לעקוב באופן שוטף אחר ביצועי החברה ולשקול את כדאיות המשך ההשקעה כמו גם את הצורך בנקיטת פעולות פיקוח אקטיביות.

דוגמא לעקרונות מנחים בדבר פיקוח משקיעים מוסדיים על חברות מוחזקות ניתן למצוא בהצהרת העקרונות של ארגון הגג של המשקיעים המוסדיים בבריטניה, ה-Institutional Shareholder's Committee.<sup>41</sup> מסמך זה, מחייב כל גוף מוסדי לאמץ מדיניות בדבר אופן המעורבות שלו בחברות בהן הוא משקיע. בין היתר, גופים מוסדיים נדרשים להתייחס למדיניות שלהם בנוגע לאופן הפיקוח על החברות בהן הם מחזיקים, לרבות התייחסות לנסיבות בהן נציגי הגוף המוסדי ייפגשו עם נציגי הדירקטוריון וההנהלה. כמו כן, המסמך קובע עקרונות מנחים באשר לאופי הפיקוח הנדרש מגופים מוסדיים, לרבות התייחסות לבקרה על תפקוד הדירקטוריון ושיתוף פעולה עם גופים מוסדיים נוספים.

הועדה סבורה כי יש לעודד גופים מוסדיים לנקוט מעורבות פעילה גם בעניינים החורגים מהשתתפות באסיפות. החקיקה אמנם אינה יכולה להכתיב את דרך הפעולה של הגופים

<sup>41</sup> ראו <http://www.aic.co.uk/files/technical/StatementofPrinciplesRevisedFinalSeptember200511.pdf>.

המוסדיים בהקשר זה, אך ראוי שכל גוף מוסדי יקבע עקרונות מנחים בדבר מידת המעורבות שלו, כאשר אופי הפיקוח וכמות המשאבים המושקעים בו ייקבעו, כמובן, בהתאם להיקף ההשקעה, עלות הפיקוח ואמות מידה אחרות.

בין היתר, גופים מוסדיים בישראל יכולים לנקוט את הפעולות הבאות:

- דרישה מחברות ציבוריות לפרסום נתונים מפורטים נוספים (מעבר לקבוע בחוק ובתקנות) על עסקאות בעלי עניין המובאות לאישור האסיפה הכללית;
- דרישה מחברות ציבוריות לאימוץ כללים ברורים לניהול אסיפות של מחזיקי אג"ת, לרבות מסירה מוקדמת של הנתונים הרלוונטיים לצורך קבלת החלטה;
- דרישה כי החברה תפרסם מידע מפורט (מעבר לקבוע בחוק ובתקנות) אודות הרקע של מועמדים לכהונת דח"צ, התאמתם לכהונה בחברה הספציפית וקשריהם עם בעל השליטה;<sup>42</sup>
- מעקב שוטף אחר תפקוד הדח"צים ושאר חברי הדירקטוריון והתאמתם לתפקידם;
- שימוש בהודעות עמדה והמצאתן לדירקטוריון לצורך צירוף לכתבי ההצבעה.

בתגובות לדו"ח הביניים הובעה הדעה כי פעולות מסוג זה הינן מתפקידן של הרשויות בלבד, ובייחוד רשות ניירות ערך. הועדה סבורה שגישה זו מתעלמת מחובות הגופים המוסדיים כלפי עמיתיהם. לרשויות יש אמנם תפקיד חשוב בפיקוח על חברות ציבוריות, אך חוק החברות מקנה גם לבעלי מניות המיעוט—ובכלל זה הגופים המוסדיים—כלים לפיקוח על החברות הציבוריות. חובות הגופים המוסדיים כלפי עמיתיהם מחייבות אותם לעשות שימוש ראוי בכלים אלה, תוך התחשבות, כמובן, בהיקף ההשקעה, העלויות וגורמים נוספים.

תחום נוסף בו קיימת חשיבות למעורבות הגופים המוסדיים הינו הגשת תובענות ייצוגיות ונגזרות. במקרים המתאימים, חובתו של הגוף המוסדי להבטיח את השקעת עמיתיו תבוא לידי ביטוי גם בפניה לבתי המשפט לשם הגנה על זכויות אלה. הועדה בחנה מספר מנגנונים אשר תכליתם להניע את הגופים המוסדיים ליטול חלק פעיל יותר בהגשת תובענות. הועדה הגיעה למסקנה כי לא ניתן להתמקד במעמד הגופים המוסדיים בהקשר זה ללא בחינה מקיפה של המצב הקיים בישראל בכל הנוגע לשימוש בתובענות ייצוגיות ונגזרות לשם הגנת המשקיעים בחברות ציבוריות בישראל. במסגרת בחינה שכזו, ניתן יהיה לשקול קביעת מנגנונים אשר יעודדו את הגופים המוסדיים ליטול חלק פעיל יותר גם בתחום זה.

על רקע זה, הועדה ממליצה כדלקמן:

<sup>42</sup> סעיף 241 לחוק החברות מחייב מועמד לכהונת דח"צ למלא הצהרה השמורה במשרדי החברה. בנוסף, החברה חייבת לפרסום נתונים מסוימים אודות המועמד לפי תקנה 36ב(א)(10) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970.

א. גוף מוסדי יידרש לקבוע מדיניות בנוגע לאופן הפיקוח שלו על החברות בהן הוא משקיע, תוך התייחסות לעניינים בהם מתמקד הגוף המוסדי והמשאבים המושקעים בפעילות זו.

ב. גוף מוסדי יחוייב בדיווח אודות מדיניות הפיקוח שלו על החברות הציבוריות בהן הוא משקיע.

### 3. שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים

כללי ההשקעה מגבילים משמעותית את יכולת ההשפעה של הגוף המוסדי הבודד ופוגעים בתמריץ שלו להשקיע משאבים בפיקוח על ענייני התאגיד. בהינתן המגבלות הנובעות מכללי ההשקעה, הועדה סבורה שיש לעודד תיאום בין גופים מוסדיים שונים המשקיעים בחברה מסוימת ואף שיתוף פעולה בין הגופים המוסדיים בסוגיות עקרוניות של ממשל תאגיד.

שיתוף פעולה בין הגופים המוסדיים המשקיעים בחברה מסוימת (ואף עם שאר בעלי מניות המיעוט) יחזק את מעמדם היחסי של הגופים המוסדיים מול בעל השליטה. גם כאשר לגוף מוסדי בודד אין עמדת השפעה, תיאום עמדות עם גופים מוסדיים אחרים המשקיעים בחברה עשוי לחייב את ההנהלה או בעלי השליטה להביא בחשבון את עמדת הגופים המוסדיים כקבוצה.

חשיבות תיאום העמדות בין גופים מוסדיים שונים המשקיעים באותה חברה הוכרה עוד בשנות התשעים של המאה הקודמת על ידי ה-SEC. בשנת 1992 אימצה ה-SEC רפורמה בכללי ה-proxy, אשר נועדה, בין היתר, להקל על תיאום עמדות בין הגופים המוסדיים השונים.<sup>43</sup> גם העקרונות המנחים של ועדת המשקיעים המוסדיים בבריטניה קובעים כי על הגופים המוסדיים לשקול שיתוף פעולה ביניהם בנסיבות מסוימות לשם השפעה אפקטיבית על ההנהלה.

הועדה רואה חשיבות גם בשיתוף פעולה בין הגופים המוסדיים גם בהקשרים החורגים מעניינה של חברה ספציפית. במדינות שונות מקובל שיתוף פעולה בין הגופים המוסדיים בכל הקשור לסוגיות עקרוניות של מעורבות הגופים המוסדיים מול ההנהלה ובעלי השליטה בחברות ציבוריות. דוגמאות בולטות הן ה-Council of Institutional Investors, המאגד בתוכו את קרנות הפנסיה השונות בארה"ב וארגון הגג של המשקיעים המוסדיים בבריטניה, ה-Institutional Shareholder's Committee. שיתוף הפעולה בא לידי ביטוי בקביעת עקרונות מנחים למעורבות הגופים המוסדיים או עיצוב אמות מידה של ממשל תאגיד.

<sup>43</sup> ראו: Norma M. Sharara & Anne E. Hoke-Witherspoon, "The Evolution of the 1992 Shareholder Communication Proxy Rules and Their Impact on Corporate Governance", 49 *Bus. Law.* 327 (1993).

הועדה סבורה כי שיתוף פעולה מסוג זה הינו חיוני במיוחד בישראל, אשר השוק בה קטן יחסית. שיתוף פעולה בין הגופים המוסדיים הינו בעל חשיבות אף לצורך גיבוש אמות מידה של ממשל תאגידי אשר יתאימו למאפייני השוק בישראל והטמעתן של אמות מידה אלה בשוק ההון.

מפגישות עם נציגי הגופים המוסדיים עולה כי מכשול מרכזי לשיתוף פעולה אפשרי הינו החשש כי תיאום בין הגופים המוסדיים—בין במישור החברה הבודדת ובין בסוגיות עקרוניות—יביא להפרה של דיני ההגבלים העסקיים.

על רקע זה, פנה לאחרונה משרד המשפטים לממונה על ההגבלים העסקיים במטרה לבחון את האפשרות לקביעת עקרונות מנחים מוסכמים לתיאום בין הגופים המוסדיים בענייני ממשל תאגידי באופן אשר יבטיח העדר פגיעה בתחרות בין הגופים המוסדיים. רשות ההגבלים העסקיים בוחנת בימים אלה גיבוש כללים ותנאים שיאפשרו שיתוף הפעולה בין גופים מוסדיים ללא פגיעה בתחרות. על רקע זה, הועדה ממליצה כדלקמן:

א. רשות ההגבלים העסקיים תקבע כללים אשר יאפשרו תיאום בין גופים מוסדיים בכל הנוגע להצבעות באסיפה הכללית וענייני ממשל תאגידי נוספים, תוך מניעת הפגיעה בתחרות בין גופים אלה בתחומים אחרים.

#### ה. ייצוג בדירקטוריון

ההצבעה באסיפה הכללית הינה חשובה, אך בעלת אפקטיביות מוגבלת בהגנה על המשקיעים. זאת כיוון שדיני החברות מסמיכים את האסיפה הכללית להכריע במספר מועט יחסית של עניינים, אשר המרכזי שבהם הינו מינוי דירקטורים. הדירקטוריון-ולא האסיפה הכללית-מהווה את מנגנון הפיקוח המרכזי על הנהלת החברה. הדירקטוריון וועדותיו מוסמכים לקבל החלטות מהותיות עבור החברה, לרבות אישור עסקאות בעלי עניין מסוימות. מתוקף תפקידו, הדירקטוריון גם חשוף למידע רב הנוגע לענייני החברה.

על רקע זה, הגופים המוסדיים בשווקים זרים נוטים לרכז מאמץ בניסיון להשפיע על זהות החברים בדירקטוריון, או אף ליזום מועמדות של דירקטורים מטעמם.<sup>44</sup> למותר לציין, כי גם משקיעים אחרים בעלי שיעור החזקות משמעותי מבטיחים לעצמם במקרים רבים ייצוג בדירקטוריון כתנאי להשקעה בחברה.

הועדה סבורה כי מעורבות הגופים המוסדיים במינוי דירקטורים מהווה איזון נאות בין האיסור החל על גופים מוסדיים ליטול חלק פעיל בניהול החברה לבין הצורך לספק להם כלים לשם הגנה על השקעתם בחברה. לפיכך, יש לעודד את הגופים המוסדיים לנקוט מעורבות פעילה בכל הנוגע להרכב הדירקטוריון.

<sup>44</sup> לדוגמא לפעילות בתחום זה בבריטניה, ראו: Marco Becht et.al, "Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund", (December 2006), at [http://www.ecgi.org/wp/wp\\_id.php?id=213](http://www.ecgi.org/wp/wp_id.php?id=213)

יחד עם זאת, הועדה התרשמה כי שתי מגבלות מרכזיות מונעות כיום מהגופים המוסדיים לנקוט מעורבות פעילה יותר בניסיון להשפיע על הרכב הדירקטוריון. ראשית, הרוב המובטח במקרים רבים לבעל השליטה באסיפה הכללית שולל מהגופים המוסדיים כקבוצה את היכולת להשפיע על הרכב הדירקטוריון. שנית, כללי ההשקעה אוסרים על רוב הגופים המוסדיים להגיע לעמדה של "שליטה". להלן נדון בשתי מגבלות אלה.

## 1. דירקטורים חיצוניים

העיקרון כי יש להקנות לבעלי מניות המיעוט בחברה עם בעל שליטה כוח להשפיע על הרכב הדירקטוריון מהווה נדבך מקובל בהערכת ממשל תאגידי של חברות ברחבי העולם,<sup>45</sup> זוכה לתמיכה אקדמית רחבה,<sup>46</sup> ואף אומץ במספר מדינות בהן קיימת שליטה ריכוזית בחברות ציבוריות.<sup>47</sup> דרך אפשרית להשגת תוצאה זו הינה קביעת מנגנון של הצבעה מצטברת (cumulative voting) לבחירת דירקטורים. דרך אפשרית נוספת הינה הענקת הכוח לבעלי מניות המיעוט למנות מספר מוגבל של נציגים לדירקטוריון. החקיקה באיטליה, למשל, קבעה לאחרונה חובה על חברות ציבוריות לאפשר לבעלי מניות המיעוט ייצוג בדירקטוריון.<sup>48</sup>

**המצב כיום.** גם חוק החברות בישראל מכיר עקרונית בצורך להתערב בהליכי המינוי של הדירקטורים על מנת להגן על עניינם של בעלי מניות המיעוט. החוק מחייב כל חברה ציבורית למנות לפחות שני דירקטורים חיצוניים. בנוסף, החוק מאמץ מנגנון כפול להבטחת אי תלותם של הדירקטורים החיצוניים בבעל השליטה. ראשית, החוק קובע תנאי כשירות שנועדו להבטיח כי לא ימונה כדירקטור חיצוני מי שיש לו זיקה לחברה או לבעל השליטה.<sup>49</sup> שנית, החוק מעניק מעמד מיוחד למיעוט בהצבעה על מינוי דירקטורים חיצוניים: סעיף 239(ב) לחוק קובע כי הדירקטורים החיצוניים ימונו על ידי האסיפה הכללית, ובלבד שבמניין הקולות באסיפה הכללית יכללו לפחות

<sup>45</sup> בין הקריטריונים להערכת ממשל תאגידי של ISS, החברה המובילה בתחום, נכלל גם קיומה של הצבעה מצטברת למינוי דירקטורים. ראו <http://www.issproxy.com/esg/globalcgqcriteria.html>.

<sup>46</sup> Jeffrey N. Gordon, "Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting", 94 Colum. L. Rev. 124 (1994). בדו"ח על רפורמות ממשל תאגידי, אשר הוכן על ידי ועדת מומחים עבור ממשלת קוריאה הומלץ על מעבר לשליטה של הצבעה מצטברת כאמצעי להקנות כוח למיעוט. ראו Bernard S. Black et al., "Introduction to Corporate Governance in Korea at the Millennium: Enhancing International Competitiveness: Final Report and Legal Reform Recommendations to the Ministry of Justice of the Republic of Korea", 26 J. Corp. L. 546, 588-590 (2001).

<sup>47</sup> קוד הממשל התאגידי הסיני משנת 2002 חייב חברות ציבוריות בהן החזיק בעל השליטה למעלה מ-30% לאמץ מנגנון של הצבעה מצטברת (cumulative voting) לצורך מינוי דירקטורים. ראו: Chao Xi, "Institutional Shareholder Activism in China: Law and Practice (Part 2)", 17 International Company Law and Commercial Law Review 287, 292 (2006). הסדרים דומים קיימים גם במדינות ארגנטינה, מקסיקו ופורטוגל. בארה"ב, אשר שוק ההון שלה מתאפיין בבעלות מבוזרת, קיימת אמנם נטייה להקל על חברות עם בעלי שליטה בכל הנוגע לדרישות למינוי דירקטורים בלתי תלויים. מנגד, בתי המשפט של מדינת דלאוור מאמצים מבחנים מחמירים יחסית בכל הנוגע לעצמאות הדירקטורים המאשרים עסקאות עם בעלי השליטה.

<sup>48</sup> Carrado Malberti & Emiliano Sironi, "The Mandatory Representation of Minority Shareholders on the Board of Directors of Italian Listed Corporations: An Empirical Analysis", at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). חקיקה זו באה בעקבות חקיקה משנת 1998, אשר אפשרה למיעוט לבחור נציגים ל-board of auditors. ראו Marcelllo Bianchi & Luca Enriques, "Corporate Governance in Italy After the 1998 Reform: What Role for Institutional Investors?" CONSOB 43 (2001).

<sup>49</sup> ראו סעיף 240(ב) לחוק החברות.

שליש מכלל קולות בעלי המניות בחברה שאינם בעלי השליטה או מי מטעמם, המשתתפים בהצבעה.

הדרישה לרוב מיוחס נועדה להבטיח תמיכה מזערית של בעלי מניות מקרב המיעוט במועמדות של הדח"צ. אולם, בדיוני הועדה עלה כי במקרים רבים הגופים המוסדיים אינם נוטלים חלק פעיל בהצבעה על אישור המינוי של דח"צים. זאת, על אף שהם רואים חשיבות במינוי דירקטורים חיצוניים מקצועיים, שאינם תלויים בחברה או בבעל השליטה.

לאור בחירת המחוקק הישראלי לקבוע הליך מינוי מיוחד לדח"צים, הועדה סבורה כי מעורבות פעילה בהליכי מינוי דירקטורים אלה מהווה אפיק הולם לפעילות הגופים המוסדיים כקבוצה בהינתן המגבלות החלות על הגוף המוסדי הבודד מכוח כללי ההשקעה. יתר על כן, מעורבות פעילה של הגופים המוסדיים בתחום זה עשויה לתרום לפיתוחו של שוק דח"צים ובכך לתרום לפיתוחו של שוק ההון בישראל. על מנת להגביר את מעורבות הגופים המוסדיים, יש לפעול בשני מישורים: ראשית, חיוב הגופים המוסדיים להשתתף בהצבעות למינוי דח"צים; שנית, שינוי מנגנון המינוי על מנת להקנות לבעלי מניות המיעוט—ובכלל זה לגופים המוסדיים—יכולת השפעה אשר תתמרץ אותם להשקיע משאבים בנושא.<sup>50</sup>

**חיוב המוסדיים בהשתתפות.** הועדה סבורה כי יש לחייב את הגופים המוסדיים ליטול חלק פעיל בהצבעות על מינוי מועמדים לכהונת דח"צ. כן יש לעודד את הגופים המוסדיים לבחון את מידת אי התלות של המועמדים לכהונת דח"צ, לוודא את כישוריהם והתאמתם לתפקיד ולהעריך את איכות תפקודם של הדח"צים המכהנים. נושאים אלה באו לידי ביטוי בהמלצות הקודמות.

**הבטחת יכולת השפעה.** הועדה סבורה כי לא ניתן להסתפק בחיוב המוסדיים להשתתף בהצבעה, מבלי להגביר את יכולת ההשפעה שלהם בהליכי המינוי. המנגנון הקיים למינוי דח"צים לפי חוק החברות מגביל משמעותית את כוח ההשפעה של המוסדיים, ובכך מחליש את התמרץ של גופים אלה ליטול חלק פעיל בהליכי מינוי הדח"צים. ההסדר כיום לוקה במספר היבטים מרכזיים:

– **תלות אינהרנטית.** לאור ההליך הקבוע בסעיף 239(ב) לחוק החברות, מועמד לכהונת דח"צ חייב כיום לקבל את תמיכת בעל השליטה על מנת לזכות במינוי. המועמד חייב למלא אמנם אחר התנאים הקבועים בחוק לעניין אי תלות, אך התניית המינוי בתמיכת בעל השליטה יוצרת תלות מבנית של הדח"צ בבעל השליטה, שכן כל דח"צ המעוניין בחידוש הכהונה יודע כי עליו להבטיח את תמיכתו של בעל השליטה.

– **הצעת מועמדים על ידי המוסדיים.** לבעלי מניות מיעוט יש כיום אפשרות חוקית להציע מועמדים לדירקטוריון. חוק החברות מקנה כיום לבעל מניות אחד או יותר המחזיק באחוז אחד לפחות מזכויות ההצבעה להעלות הצעה לסדר היום.<sup>51</sup> אולם כיוון שתמיכת

---

<sup>51</sup> סעיף 66(ב) לחוק החברות.

בעל השליטה הינה תנאי הכרחי למינוי דח"צ, כל ניסיון להציע מועמד שאינו מקובל על בעל השליטה יהיה חסר תכלית.

– סף התמיכה. החוק מסתפק בתמיכה של שליש בלבד מקרב בעלי מניות המיעוט. לפיכך, מועמד יכול להתמנות לדח"צ גם כאשר רוב בעלי מניות המיעוט מתנגדים לכך.

ההסדר הקיים יוצר תלות של הדח"צ בבעל השליטה ופוגע בזכות העמיתים - כמשקיעים עקיפים בחברה - לייצוג הולם בדירקטוריון. בעוד שקבוצת הגופים המוסדיים מחזיקה לעיתים באחוז משמעותי מהמניות בחברות ציבוריות, כללי ההשקעה מונעים מהגופים המוסדיים לתת ביטוי להיקף ההחזקות שלהם על ידי ייצוג הולם בדירקטוריון. התוצאה הינה כי מעמדם של הגופים המוסדיים כקבוצה—וההגנה הנובעת מכך לעמיתים—הינו נחות במקרים רבים ממעמדם של בעלי מניות מיעוט אחרים, אשר אינם כפופים להגבלות בעניין שיעור ההחזקות בתאגיד בודד או הפעלת שליטה.

לפיכך, הועדה סבורה כי יש לשנות את המנגנון הקיים למינוי דח"צים ולהקנות לבעלי מניות המיעוט – ולכן גם לגופים המוסדיים כקבוצה – יכולת של ממש להציע מועמדים מטעמם לכהונת דח"צ. כאמור לעיל, מנגנון המינוי הקבוע בסעיף 239(ב) לחוק החברות מאפשר כיום לבעל השליטה להטיל וטו על מינוי מועמד לכהונת דח"צ. לפיכך, הועדה סבורה כי מן הראוי להקנות את הסמכות לאישור המינוי לבעלי מניות המיעוט בלבד. דהיינו: רק בעלי המניות שאינם בעלי השליטה או מטעמו יוכלו לאשר את המועמדות של אדם לכהונת דח"צ. במקביל, יש לתת את הדעת על הסדרים נאותים, אשר יבטיחו כי לא ייעשה שימוש בכוח המינוי של בעלי מניות המיעוט ממניעים לא ראויים, כגון סחטנות או מאבקי שליטה (בהקשר זה, ניתן לדוגמא לשקול את החלטתו של המנגנון המוצע בהתאם לשיעור ההחזקות של בעל השליטה).

דו"ח הביניים ביקש התייחסות הציבור לשאלה האם מן הראוי לקבוע הסדר מנדטורי בעניין זה או שמא מוטב לעודד חברות ליישום מנגנונים אלה באמצעים אחרים. על פי הצעה לתיקון חוק החברות, המתגבשת בימים אלה במשרד המשפטים בשיתוף רשות ניירות ערך, חלק מהמלצות ועדת גושן יעוגנו כתוספת לחוק החברות (להלן: "**התוספת לחוק החברות**"). התוספת לחוק החברות תכלול אמות מידה מומלצות בנושא ממשל תאגידי, אשר תאגידיים יוכלו לאמץ באופן וולנטרי. בשלב זה, הועדה סבורה כי ניתן ליישם את מקצת השינויים המומלצים במנגנון מינוי הדח"צים במתכונת דומה לזו המוצעת לגבי חלק מהמלצות ועדת גושן. בעתיד, ניתן יהיה לבחון את הצורך בשינויי חקיקה נוספים בעניין זה.

המלצות הועדה הן כדלקמן:

א. גופים מוסדיים יחויבו להשתתף ולהצביע באסיפות כלליות לאישור מינוי דירקטוריים חיצוניים.

ב. יש לשנות את מנגנון המינוי של הדח"צים על מנת להגביר את מעורבות הגופים המוסדיים בהליכי המינוי ולהקנות להם אפשרות אפקטיבית להציע מועמדים מטעמם לדירקטוריון. בשלב זה, הועדה סבורה כי יש לערוך את השינויים הבאים:

1. יתוקן חוק החברות כך שמינוי דירקטורים חיצוניים יהיה טעון אישור של לפחות 50% מקרב בעלי המניות שאינם בעלי השליטה בחברה או מי מטעמם.

2. יתוקן חוק החברות כך שההחלטה על הארכת כהונתו של דח"צ לפי סעיף 245 לחוק החברות לא תדרוש את תמיכת בעל השליטה.

3. משרד המשפטים יכלול במסגרת התוספת לחוק החברות מנגנונים אשר יקנו לבעלי מניות המיעוט—ולפיכך גם לגופים המוסדיים—יכולת אפקטיבית להצעת מועמדים מטעמם לכהונת דח"צ. המנגנון עליו ממליצה הועדה הוא קביעה כי אישור המינוי של דח"צ יהיה בהצבעה של בעלי מניות המיעוט בלבד, דהיינו: בעל השליטה או מי מטעמו לא יוכלו להצביע בדבר אישור מועמדות של אדם לכהונת דח"צ. מנגנון אפשרי נוסף לייצוג המיעוט הוא כלל של הצבעה מצטברת לדירקטוריון.<sup>52</sup>

משרד המשפטים יבחן מהן החברות בהן ראוי להחיל מגנון זה ואת ההסדרים החיוניים להבטחת שימוש נאות בכוח המינוי של בעלי מניות המיעוט.

ג. לאחר יישום המלצות דו"ח גושן ודו"ח זה, ייבחן הצורך בשינויים נוספים במנגנון המינוי של הדירקטורים החיצוניים.

## 2. מינוי דירקטור על ידי גוף מוסדי

לגופים המוסדיים יש לעיתים אפשרות להגיע עם בעל השליטה להסכם הצבעה המבטיח לגוף המוסדי את האפשרות למנות נציג מטעמו לדירקטוריון. אולם, מדיוני הועדה עלה כי הגופים המוסדיים נוהגים שלא לעשות שימוש באפשרות זו, וזאת בעיקר מחשש בדבר קיומה של מניעה משפטית למינוי נציג לדירקטוריון על ידי גוף מוסדי.

הועדה סבורה כי מינוי דירקטור מטעם הגוף המוסדי עשוי להוות אמצעי ראוי, בנסיבות המתאימות, לפיקוח על התנהלות החברות המוחזקות בהתחשב במעמד הגוף המוסדי כמשקיע פיננסי. עם זאת, על הגוף המוסדי לוודא כי מינוי הנציג לדירקטוריון לא יפגע בגוף המוסדי במישור המשפטי או בכל מישור אחר.

<sup>52</sup> הועדה לא דנה בהסדר זה לאור הצורך ביצירת התאמה בין מוסד הדח"צ במתכונתו הנוכחית לפי חוק החברות לבין מנגנון אפשרי של הצבעה מצטברת.

הועדה התרשמה כי חשש רווח בהקשר זה הינו שקביעת האפשרות למנות דירקטור בהסכם הצבעה תהפוך את הגוף המוסדי לחלק מגרעין השליטה, וזאת בניגוד לאיסור על חלק מהגופים המוסדיים להחזיק "שליטה" בחברה.

מבדיקת הועדה עולה כי אין כיום איסור על מינוי נציג לדירקטוריון על ידי גוף מוסדי. החשש כי כל הסכם עם בעל השליטה יהפוך **בהכרח** את הגוף המוסדי למחזיק "שליטה" אינו מבוסס ואף אינו תואם את עמדת רשות ניירות ערך, לפיה הסכם שבו מתחייב בעל השליטה **חד צדדית** לתמוך במינוי לדירקטוריון של מועמד מטעם בעל מניות מיעוט, מבלי שבעל מניות המיעוט נוטל על עצמו התחייבות מקבילה לתמוך במועמדים מטעם בעל השליטה או להצביע עימו בכל עניין אחר, אינו הופך את בעל מניות המיעוט לבעל שליטה בתאגיד.

יתר על כן, תקנה 8ה41 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964. מכירה מפורשות באפשרות של קופת גמל למנות נציג מטעמה לדירקטוריון, תוך קביעת מספר הסדרים במטרה ליישב בין מעמדה הפסיבי של קופת גמל לבין האפשרות למנות דירקטור.<sup>53</sup> התקנה קובעת כדלקמן:

(א) מינוי דירקטור מכוח אמצעי שליטה שבהחזקת קופה (בתקנה זו - דירקטור מטעם קופה), ייעשה בידי ועדת ההשקעות, ובקופה או בחברה מנהלת המצויים בשליטה של בנק - בידי הנציגים החיצוניים שבועדת ההשקעות.

(ב) דירקטור מטעם קופה, לא יכהן כנושא משרה או כעובד בתאגיד השולט בקופה או בחברה המנהלת אותה, ויהיה בלתי תלוי בתאגיד השולט בקופה או בחברה המנהלת.

(ג) שכר וכל טובת הנאה אחרת אשר דירקטור מטעם קופה זכאי לקבל, יועברו לקופה וייתוספו לנכסיה; קופה או חברה מנהלת רשאית לתגמל דירקטור מטעם קופה באופן ישיר מאמצעיה.

(ד) חברה מנהלת רשאית לשמש דירקטור מטעם קופה.

על רקע האמור לעיל, הועדה סבורה כי אין מניעה משפטית למינוי נציג לדירקטוריון מטעם גוף מוסדי, וזאת בהתקיים התנאים הבאים:

א. הסכם הצבעה בו מוקנית לגוף המוסדי הזכות למינוי דירקטור אינו מקנה לגוף המוסדי "שליטה בתאגיד" בהקשר זה, הועדה ממליצה להבהיר בחקיקה כי הסכם הצבעה

<sup>53</sup> התייחסות נוספת ניתן למצוא גם בסעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה, החל על קופות גמל. למעשה, סעיף זה מאפשר לקופת גמל למנות נציג לדירקטוריון ללא פגיעה במעמד הקופה לצורך מס רק אם הדירקטוריון כולל לפחות עשרה חברים.

המוגבל להתחייבות חד צדדית של בעל השליטה לתמוך במועמד מטעם הגוף המוסדי אינו הופך כשלעצמו את הגוף המוסדי לבעל שליטה בתאגיד.<sup>54</sup>

ב. הגוף המוסדי עומד בעקרונות הקבועים בתקנה 8ה41 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964, דהיינו: המינוי מתבצע על ידי ועדת ההשקעות, אשר תבחן את כשירותו של הדירקטור ותוודא כי מינויו עולה בקנה אחד עם טובת העמיתים.

יחד עם זאת, הועדה סבורה כי האיסור על מינוי נציג לדירקטוריון שהוא עובד או נושא משרה בגוף המוסדי או בחברה המנהלת עלול להכביד על מינוי נציגים לדירקטוריון מטעם גוף מוסדי. לפיכך, מוצע לקבוע כי לא ניתן יהיה למנות נציג לדירקטוריון רק אם הוא חבר בוועדת ההשקעות הממנה את הדירקטור מטעם הגוף המוסדי.

לפיכך, הועדה ממליצה כדלקמן:

א. ביחס לגופים מוסדיים אשר כפופים לאיסור מפורש בדבר החזקת "שליטה" בתאגיד, תובהר בחקיקה העמדה כי הסכם הצבעה להגנת זכויות המיעוט גרידא, דהיינו התחייבות בעל השליטה בלבד לתמוך במועמד לדירקטוריון מטעם הגוף המוסדי ללא כל התחייבות מקבילה מצד הגוף המוסדי, לא ייחשב כשלעצמו כיוצר שליטה של הגוף המוסדי בתאגיד.

ב. תקנה 8ה41 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964 תוחל גם על גופים מוסדיים אחרים אשר כפופים לאיסור מפורש בדבר החזקת "שליטה" בתאגיד, תוך התאמתה לשינויים המבניים בעקבות רפורמת בכר.

ג. התקנה תבהיר כי באחריות ועדת ההשקעות לוודא כי המינוי מתיישב עם כללי ההשקעה ודיני המס הרלוונטיים.

ד. תקנה 8ה41(ב) תתוקן כך שהגבלת הכהונה כדירקטור תחול רק על מי שהוא חבר בוועדת ההשקעות של הגוף המוסדי הממנה את הדירקטור.

---

<sup>54</sup> למותר לציין, כי ההכרעה בדבר קיומה של "שליטה" תלויה בנסיבות העניין ובמכלול ההסכמות שבין הגוף המוסדי לבעל השליטה.

## נספח א': ריכוז ההמלצות

### חובות השתתפות והצבעה

א. הכללים בעניין חובות השתתפות וההצבעה יהיו זהים לכלל הגופים המוסדיים, דהיינו: קרנות נאמנות, קופות גמל (לרבות קרנות פנסיה וקרנות השתלמות) וביטוח חיים משתתף ברווחים.

ב. גוף מוסדי יהיה חייב להשתתף ולהצביע באסיפה הכללית (למעט אסיפה כללית של מחזיקי ניירות ערך חוץ) בעד או נגד בהחלטות הנמנות על רשימה סגורה של החלטות מהותיות, אשר תוגדר מראש בתקנות. הרשימה תכלול, בין היתר, את כל החלטות לגביהן דורש החוק רוב מיוחס. הועדה ממליצה בשלב זה לכלול ברשימה את החלטות הבאות:

- אישור פעולות או עסקאות הטעונות אישור לפי סעיפים 255, 262 או 268-275 לחוק החברות (עסקאות בעלי עניין);
- מינויים ופיטורים של דירקטורים;
- החלטה לפי סעיף 121(ג) לחוק החברות על הסמכת יו"ר הדירקטוריון למלא את תפקיד המנכ"ל או להפעיל את סמכויותיו;
- אישור שינוי מתכונת דיווח לפי סעיף 335 לחוק ניירות ערך;
- מיזוג לפי סעיף 320 לחוק החברות;
- הסדר לפי סעיף 350 לחוק החברות.

ג. בנסיבות בהן ברור כי הצעה תזכה לרוב הנדרש גם בהנחה שכל בעלי המניות, למעט בעל השליטה, יתנגדו להצעה, גוף מוסדי לא יחוייב להשתתף ולהצביע רק בשל העובדה כי הצעת ההחלטה נכללת ברשימה הסגורה לעיל.

ד. יובהר כי אין ברשימת הצעות ההחלטה לגביהן מחויב הגוף המוסדי להשתתף כדי לפטור את הגוף המוסדי מלהשתתף ולהצביע במקרים נוספים, ככל שהדבר מתחייב מן החובות של הגוף כלפי עמיתיו.

ה. הכללים באשר לחובות ההצבעה יעודכנו, ביו היתר, בהתאם לשינויים עתידיים בחוק החברות או על פיו בכל הנוגע לסוגי החלטות בהן יידרש רוב מיוחד או שלגביהן תידרש החברה לאפשר הצבעה בכתב.

ו. גוף מוסדי יהיה רשאי להימנע מהצבעה אם לגוף המוסדי יש עניין אישי (כהגדרתו בחוק החברות) באישור ההחלטה. אם הגוף המוסדי נמנע בהצבעה, יהיה עליו לפרט במסגרת

הדיווח התקופתי בדבר אופן ההצבעה את הסיבות בעטיין הוא סבר כי לא היה באפשרותו הצביע בעד או נגד.

ז. חובת ההצבעה וההשתתפות תחול, בשינויים המחויבים, גם לגבי אסיפות של מחזיקי ניירות ערך שאינם מניות, לרבות אסיפות מחזיקי אג"ח שעל סדר יומן שינוי תנאי שטר הנאמנות או שינוי אחר בזכויות המחזיקים

ח. הסמכת הרשויות הרלוונטיות להטיל חובות השתתפות, הצבעה ודיווח על הגופים המוסדיים תעוגן בחקיקה הראשית הרלוונטית; ההסדרים הפרטניים באשר להיקף החובה ומתכונת הדיווח ייקבעו בתקנות.

ט. יתוקן חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 על מנת לאפשר לרשות ניירות ערך להטיל גם קנס אזרחי בגין הפרת חובת ההשתתפות, ההצבעה או הדיווח.

י. הועדה ממליצה לרשות ניירות ערך, משרד האוצר ומשרד המשפטים לבחון תקופתית את הצורך בהחלת חובת השתתפות והצבעה על מכשירי השקעה נוספים דומים במהותם לגופים המוסדיים, וזאת בהתאם למאפיינים המיוחדים לכל מכשיר השקעה.

יא. הועדה ממליצה למשרד המשפטים לשקול את תיקון חוק החברות – בין במסגרת המתווה אשר יגובש לעיגון המלצות ועדת גושן ובין במסגרת דומה אחרת - באופן שיקבע כי החלטות בהן נדרש רוב מיוחס יתקבלו ברוב של לפחות 50% מבעלי המניות שאינם בעל השליטה (או שאין להם עניין אישי בעסקה, לפי ההקשר).

### **התמודדות עם ניגודי עניינים**

#### הגברת השקיפות

א. גוף מוסדי יצטרך לדווח באופן תקופתי על הנושאים הבאים:

○ מה מדיניות ההצבעה שלו בסוגיות שונות, לרבות הליכי הבדיקה לצורך גיבוש עמדה ביחס להצעות אשר לא ניתן לקבוע לגביהן מראש עמדה אחידה (כגון: עסקאות מסוימות עם בעלי עניין);

○ מהם הליכי קבלת החלטות ההצבעה בנושאים שונים, תוך התייחסות להליכי קבלת ההחלטות ביחס להצעות החלטה לגביהן קיים חשש לניגוד עניינים ולאופן הטיפול בפניות מצד הנהלת חברות או בעלי השליטה שלהן במטרה להשפיע על ההצבעה;

○ דיווח מרוכז בדבר אופן ההצבעה בפועל בחברות ציבוריות בהן השקיע. הגוף יציין ביחס לכל הצעת החלטה האם ההצבעה הייתה בהתאם למדיניות ההצבעה או בסטייה ממנה וינמק את החלטתו להצביע תוך סטייה ממדיניות ההצבעה. כמו כן, הגוף המוסדי יציין ביחס לכל הצעת החלטה האם הצבעתו הייתה בנסיבות המקימות חשש לניגוד עניינים העלול להשפיע על אופן ההצבעה.<sup>55</sup>

ב. יש לאחד את הדיווחים של כל הגופים המוסדיים בדבר זכויות ההצבעה, כך שיהיו זמינים לציבור במערכת המאיה של הבורסה לניירות ערך בתל אביב. לגבי גופים החייבים בדיווח לפי חוק ניירות ערך-על הדיווחים להיות זמינים גם במערכת המגנ"א של רשות ניירות ערך.

#### נוהל הצבעה ביחס לצדדים קשורים

א. גוף מוסדי המחזיק מניות של תאגיד, שבעל השליטה בגוף המוסדי מחזיק בו לפחות 5% מסוג כלשהו של אמצעי שליטה, יצביע באסיפה הכללית של התאגיד באופן שיאפשר בידי הנציגים החיצוניים בועדת ההשקעות (או הדירקטורים מקרב הציבור במקרה של קרנות נאמנות).

ב. בקביעת שיעור ההחזקות של בעל השליטה לצורך החלת נוהל הצבעה זה לא יובאו בחשבון החזקות הגוף המוסדי במניות התאגיד.

#### גיבוש המלצות הצבעה על ידי גופים מקצועיים

א. גוף מוסדי יוכל לקבוע סוגי הצעות החלטה לגביהן יתקשר עם גורם מקצועי לצורך גיבוש המלצות הצבעה. ההתקשרות עם גורם מקצועי לצורך גיבוש המלצות הצבעה תאושר בהתקיים התנאים הבאים:

- הגוף המוסדי השתכנע כי הגורם פועל לגיבוש המלצות הצבעה תוך השקעת המשאבים הנדרשים לבחינה איכותית של הצעות החלטה בהתאם לאמות מידה מקצועיות מקובלות.

- הגוף המוסדי השתכנע כי הגורם פועל לפי מדיניות כתובה המספקת מענה נאות לחשש מפני גיבוש המלצות בנסיבות בהן נתון הגוף בניגוד עניינים.

ב. גוף מוסדי יקבע מדיניות בדבר ההליך לבחינת המלצות ההצבעה של גורם מקצועי כאמור והנסיבות בהן יסטה הגוף המוסדי מהמלצות אלה.

---

<sup>55</sup> יובהר, כי חובת הגילוי תחול רק על עצם קיומן של נסיבות המקימות חשש לניגוד עניינים. הגופים המוסדיים לא יידרשו לפרט את מהותם של הקשרים המקימים חשש כאמור. קיים יסוד להניח כי חובת הגילוי קיימת אף לפי הדין כיום. ראו ע"א 3654/97 קרשין נ' עתרת ניירות ערך בע"מ, פ"ד נג(3) 385.

ג. גוף מוסדי המתקשר עם גורם מקצועי לצורך גיבוש המלצות הצבעה יוכל לצאת ידי חובת הדיווח בדבר מדיניות ההצבעה שלו על ידי הפנייה למדיניות ההצבעה של הגורם המקצועי האמור. הגוף מוסדי יצטרך לדווח על זהות הגורם המקצועי שעל סמך המלצותיו הוא מתכוון לפעול והמדיניות לעניין סטייה מההמלצות של גורם זה.

ד. הדרישה לנוהל מיוחד לקבלת החלטות הצבעה ביחס לצדדים קשורים לא תחול כאשר הגוף המוסדי פועל לפי המלצת גורם מקצועי עימו התקשר מראש לשם גיבוש המלצות הצבעה, ובלבד שהגוף המוסדי נקט צעדים כאמור לעיל כדי להבטיח שהגורם המקצועי אינו נגוע בניגוד עניינים ביחס להמלצות ההצבעה שלו. ניתן לקבוע הסדר דומה גם ביחס לחובת הדיווח עליה ממליץ דו"ח זה (ולא מכל מקור אחר) בדבר קיומו של חשש לניגוד עניינים.

ה. יובהר כי הצבעה לפי המלצה של גורם מקצועי אשר הגוף מוסדי התקשר עימו מראש (דהיינו: לפני שהצעת ההחלטה הספציפית הועלתה לסדר היום) לשם גיבוש המלצות הצבעה, ואשר הגוף המוסדי נקט צעדים כאמור על מנת להבטיח כי אינו נגוע בניגוד עניינים, הינה דרך פעולה נאותה עבור גוף מוסדי המבקש למלא אחר חובותיו כלפי עמיתיו בנסיבות בהן קיים חשש כי הוא מצוי בניגוד עניינים. למען הסר ספק, המלצה זו אינה מתייחסת לסיווגו של גוף מוסדי כבעל עניין אישי לפי חוק החברות.

#### **עידוד מעורבות בתחומים נוספים**

##### ממשל תאגידי

א. גוף מוסדי יקבע מדיניות להערכת השקעות בהתאם לאמות מידה של ממשל תאגידי. עקרונות אלה יכללו פירוט של אמות המידה המנחות ומשקלם היחסי של עקרונות אלה בהערכת כדאיות ההשקעה.

ב. גוף מוסדי יידרש לפרסם את מדיניות הערכת ההשקעות בהתאם לאמות מידה של ממשל תאגידי.

##### מעורבות פעילה

א. גוף מוסדי יידרש לקבוע מדיניות בנוגע לאופן הפיקוח שלו על החברות בהן הוא משקיע, תוך התייחסות לעניינים בהם מתמקד הגוף המוסדי והמשאבים המושקעים בפעילות זו.

ב. גוף מוסדי יחוייב בדיווח אודות מדיניות הפיקוח שלו על החברות הציבוריות בהן הוא משקיע.

#### **שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים**

א. רשות ההגבלים העסקיים תקבע כללים אשר יאפשרו תיאום בין גופים מוסדיים בכל הנוגע להצבעות באסיפה הכללית וענייני ממשל תאגידי נוספים, תוך מניעת הפגיעה בתחרות בין גופים אלה בתחומים אחרים.

### ייצוג בדירקטוריון

#### דירקטורים חיצוניים

א. גופים מוסדיים יחויבו להשתתף ולהצביע באסיפות כלליות לאישור מינוי דירקטורים חיצוניים.

ב. יש לשנות את מנגנון המינוי של הדח"צים על מנת להגביר את מעורבות הגופים המוסדיים בהליכי המינוי ולהקנות להם אפשרות של ממש להציע מועמדים מטעמם לדירקטוריון. בשלב זה, הועדה סבורה כי יש לערוך את השינויים הבאים:

1. יתוקן חוק החברות כך שמינוי דירקטורים חיצוניים יהיה טעון אישור של לפחות 50% מקרב בעלי המניות שאינם בעלי השליטה בחברה או מי מטעמם.

2. יתוקן חוק החברות כך שהחלטה על הארכת כהונתו של דח"צ לפי סעיף 245 לחוק החברות לא תדרוש את תמיכת בעל השליטה.

3. משרד המשפטים יכלול במסגרת התוספת לחוק החברות מנגנונים אשר יקנו לבעלי מניות המיעוט—ולפיכך גם לגופים המוסדיים—יכולת אפקטיבית להצעת מועמדים מטעמם לכהונת דח"צ. המנגנון עליו ממליצה הועדה הוא קביעה כי אישור המינוי של דח"צ יהיה בהצבעה של בעלי מניות המיעוט בלבד, דהיינו: בעל השליטה או מי מטעמו לא יוכלו להצביע בדבר אישור מועמדות של אדם לכהונת דח"צ. מנגנון אפשרי נוסף לייצוג המיעוט הוא כלל של הצבעה מצטברת לדירקטוריון.

משרד המשפטים יבחן מהם סוגי החברות בהן ראוי להחיל מנגנון זה ואת ההסדרים החיוניים להבטחת שימוש נאות בכוח המינוי של בעלי מניות המיעוט.

ג. לאחר יישום המלצות דו"ח גושן ודו"ח זה, ייבחן הצורך בשינויים נוספים במנגנון המינוי של הדירקטורים החיצוניים.

#### מינוי דירקטור על ידי גוף מוסדי

- א. ביחס לגופים מוסדיים אשר כפופים לאיסור מפורש בדבר החזקת "שליטה" בתאגיד, תובהר בחקיקה העמדה כי הסכם הצבעה להגנת זכויות המיעוט גרידא, דהיינו התחייבות בעל השליטה בלבד לתמוך במועמד לדירקטוריון מטעם הגוף המוסדי ללא כל התחייבות מקבילה מצד הגוף המוסדי, לא ייחשב כשלעצמו כיוצר שליטה של הגוף המוסדי בתאגיד.
- ב. תקנה 8ה41 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964 תוחל גם על גופים מוסדיים אחרים אשר כפופים לאיסור מפורש בדבר החזקת "שליטה" בתאגיד, תוך התאמתה לשינויים המבניים בעקבות רפורמת בכר.
- ג. התקנה תבהיר כי באחריות ועדת ההשקעות לוודא כי המינוי מתיישב עם כללי ההשקעה ודיני המס הרלוונטיים.
- ד. תקנה 8ה41(ב) תתוקן כך שהגבלת הכהונה כדירקטור תחול רק על מי שהוא חבר בוועדת ההשקעות של הגוף המוסדי הממנה את הדירקטור.

## נספח ב': כתב המינוי

כ' בתמוז התשס"ו  
16 ביולי 2006  
שה. 2006-10653

לכבוד,  
ד"ר אסף חמדני – יו"ר  
פרופ' יוג'ין קנדל - חבר  
ד"ר גיל דויטש - חבר  
גב' ענת לוי - חברה  
עו"ד מרים אילני - חברה  
מר דודו לביא - חבר  
רו"ח אריק פרץ – חבר  
פרופ' לוציאן אריה בבצ'וק – יועץ  
רו"ח ענת פייער – מרכזת הועדה  
א.ג.נ.;

### הנדון: ועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל

הנכם מתמנים לכהן כחברים בוועדה שתפקידה לבחון ולהמליץ על צעדים להסדרת מעורבותם של הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל וזאת במסגרת מילוי חובת הנאמנות המוטלת על גופים אלה כלפי החוסכים באמצעותם.

בשנים האחרונות, הולך וגדל היקף הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים: בחודש אפריל 2006, הסתכם היקף זה ב-640 מיליארדי ש"ח, וזאת בהשוואה ל-388 מיליארדי ש"ח בסוף שנת 2002. כפועל יוצא מכך, מתחזק מרחב פעילותם של הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל. מגמה זו הושפעה ממספר התפתחויות עיקריות: בשנים 2001-2002 בוצעו שינויים בכללי ההשקעה של הגופים המוסדיים, אשר בטאו את התפיסה לפיה קבלת ההחלטות על ההשקעות מסורה במלואה להנהלת הגוף המוסדי. במסגרת זו, בוטלו מרבית המגבלות הכמותיות על השקעה בנכסים מסוימים, כדוגמת מניות ואג"ח קונצרניות. צעד זה אפשר גידול בהיקפי ההשקעה של הגופים המוסדיים בשוק ההון הישראלי.

במהלך שנת 2003 בוצעה רפורמה בקרנות הפנסיה הוותיקות והחדשות. אחד השינויים הבולטים שנקבעו ברפורמה היה הפחתה הדרגתית בשיעור ההשקעה של קרנות אלה באג"ח מיועדות, כך שיתרת ההשקעות תזרום עם השנים לשוק ההון. בשנת 2005 נחקקה הרפורמה בשוק ההון שנועדה לבסס מבנה תחרותי בשוק ואשר תוביל לשינוי במפת הגופים הפועלים בשוק ההון הישראלי.

שינויים אלו מקנים משנה חשיבות לחובת הנאמנות של הגופים המוסדיים כלפי ציבור החוסכים ומדגישים את הצורך במעורבות פעילה של גופים אלה בפיקוח על החברות בהן הם משקיעים את כספם של החוסכים. כל זאת, תוך הקפדה על אופיו של הגוף המוסדי כמשקיע פיננסי ולא ריאלי.

השינויים העוברים על שוק ההון בשנים האחרונות מחייבים לפיכך בחינה מחודשת של הדרכים אשר יבטיחו כי הגופים המוסדיים שיש להם היכולת המקצועית, המשאבים וכמובן החובה המשפטית, ימצו את אחריותם כשומרי הסף של שוק ההון.

לאור האמור, הנכם מתבקשים להציע צעדים לחיזוק מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל, תוך בחינת המודלים השונים המקובלים בעולם, ותוך בחינת רלוונטיות המגבלות השונות שחלות ביחס להחזקות הגופים המוסדיים בתאגידים השונים, כל זאת כדי להבטיח מיצוי מלא של זכויות ציבור החוסכים.

ד"ר אסף חמדני ישמש כיו"ר הועדה.

פרופ' לוציאן אריה בבצ'וק מאוניברסיטת הרווארד ישמש כיועץ לועדה.

רו"ח ענת פייער תשמש כמרכזת הועדה

אגף שוק ההון יעמיד לרשות הועדה את האמצעים המנהליים שיהיו דרושים לעבודתה.

את המלצותיכם הנכם מתבקשים להשלים עד ליום 1 בפברואר 2007.

אני מודה לכם על כי הסכמתם ליטול על עצמכם את ההשתתפות בועדה ומאחל לכם בהצלחה.

בכבוד רב,

ידין ענתבי

הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון