



צילומים: סשה אידלמן

בפתחו של עידן חדש: האם המוסדיים ינהלו את החברות הציבוריות?!

בעקבות גילוי דעת שפרסמה רשות התחרות וטיטות תקנות שפרסמה רשות שוק ההון, יזם מגזין "אחד העם" רב-שיח על שיתופי פעולה ותיאום הצבעות בין משקיעים מוסדיים, באסיפות כלליות של חברות ציבוריות שהם מחזיקים במניותיהן. האם המצב בו המוסדיים מנהלים בפועל את החברות הנסחרות בבורסה יזכה לגיטימציה מהרגולטורים? | יואל צפירי

בשנים האחרונות אנו עדים למעורבות גוברת והולכת של גופים מוסדיים בניהול חברות ציבוריות, תופעה המכונה "אקטיביזם מוסדי", ובלוטת במיוחד בחברות ללא גרעין שליטה. מורכבות התופעה בישראל טמונה בשינוי לוב שבין חובת ההצבעה של גופים מוסדיים באסיפות כלליות והעובדה שאין להם אפשרות לחמוק ממנה, ובין כלל ההצבעה של "רוב מן המיעוט" המנטרל מהצבעה את מניותיו של בעל השליטה, ומותיר את ההכרעה בידי הגופים המוסדיים המחזיקים ביתרת המניות. שילוב זה מרכז עוצמה ניכרת בידי הגופים המוסדיים, אליה נלווה עתה כוח משמעותי חדש-היכולת לשתף ביניהם פעולה בתיאום הצבעות באסיפות כלליות, אשר הוענקה להם על ידי רשות התחרות בגילוי דעת שפורסם לאחרונה. בנוסף, פורסמה גם טיטות תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), על ידי רשות שוק ההון, ולפייה תובטל יכולתם של הגופים המוסדיים לבצע מיקרו-חוק לשם גיבוש המלצות הצבעה באסיפות כלליות של תאגיד, שהגוף המוסדי מחזיק בניירות הערך שלו. טיטה זו למעשה סותמת את הגולל על גופי הייעוץ לגופים מוסדיים ובראשם אנטרופי, לפחות בכובעם היעקרי עד היום, ומייצבת את הגוף המוסדי לבצע את האגליוזות בע-

שנים האחרונות אנו עדים למעורבות גוברת והולכת של גופים מוסדיים בניהול חברות ציבוריות, תופעה המכונה "אקטיביזם מוסדי", ובלוטת במיוחד בחברות ללא גרעין שליטה. מורכבות התופעה בישראל טמונה בשינוי לוב שבין חובת ההצבעה של גופים מוסדיים באסיפות כלליות והעובדה שאין להם אפשרות לחמוק ממנה, ובין כלל ההצבעה של "רוב מן המיעוט" המנטרל מהצבעה את מניותיו של בעל השליטה, ומותיר את ההכרעה בידי הגופים המוסדיים המחזיקים ביתרת המניות. שילוב זה מרכז עוצמה ניכרת בידי הגופים המוסדיים, אליה נלווה עתה כוח משמעותי חדש-היכולת לשתף ביניהם פעולה בתיאום הצבעות באסיפות כלליות, אשר הוענקה להם על ידי רשות התחרות בגילוי דעת שפורסם לאחרונה. בנוסף, פורסמה גם טיטות תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), על ידי רשות שוק ההון, ולפייה תובטל יכולתם של הגופים המוסדיים לבצע מיקרו-חוק לשם גיבוש המלצות הצבעה באסיפות כלליות של תאגיד, שהגוף המוסדי מחזיק בניירות הערך שלו. טיטה זו למעשה סותמת את הגולל על גופי הייעוץ לגופים מוסדיים ובראשם אנטרופי, לפחות בכובעם היעקרי עד היום, ומייצבת את הגוף המוסדי לבצע את האגליוזות בע-

שנים האחרונות אנו עדים למעורבות גוברת והולכת של גופים מוסדיים בניהול חברות ציבוריות, תופעה המכונה "אקטיביזם מוסדי", ובלוטת במיוחד בחברות ללא גרעין שליטה. מורכבות התופעה בישראל טמונה בשינוי לוב שבין חובת ההצבעה של גופים מוסדיים באסיפות כלליות והעובדה שאין להם אפשרות לחמוק ממנה, ובין כלל ההצבעה של "רוב מן המיעוט" המנטרל מהצבעה את מניותיו של בעל השליטה, ומותיר את ההכרעה בידי הגופים המוסדיים המחזיקים ביתרת המניות. שילוב זה מרכז עוצמה ניכרת בידי הגופים המוסדיים, אליה נלווה עתה כוח משמעותי חדש-היכולת לשתף ביניהם פעולה בתיאום הצבעות באסיפות כלליות, אשר הוענקה להם על ידי רשות התחרות בגילוי דעת שפורסם לאחרונה. בנוסף, פורסמה גם טיטות תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), על ידי רשות שוק ההון, ולפייה תובטל יכולתם של הגופים המוסדיים לבצע מיקרו-חוק לשם גיבוש המלצות הצבעה באסיפות כלליות של תאגיד, שהגוף המוסדי מחזיק בניירות הערך שלו. טיטה זו למעשה סותמת את הגולל על גופי הייעוץ לגופים מוסדיים ובראשם אנטרופי, לפחות בכובעם היעקרי עד היום, ומייצבת את הגוף המוסדי לבצע את האגליוזות בע-

שנים האחרונות אנו עדים למעורבות גוברת והולכת של גופים מוסדיים בניהול חברות ציבוריות, תופעה המכונה "אקטיביזם מוסדי", ובלוטת במיוחד בחברות ללא גרעין שליטה. מורכבות התופעה בישראל טמונה בשינוי לוב שבין חובת ההצבעה של גופים מוסדיים באסיפות כלליות והעובדה שאין להם אפשרות לחמוק ממנה, ובין כלל ההצבעה של "רוב מן המיעוט" המנטרל מהצבעה את מניותיו של בעל השליטה, ומותיר את ההכרעה בידי הגופים המוסדיים המחזיקים ביתרת המניות. שילוב זה מרכז עוצמה ניכרת בידי הגופים המוסדיים, אליה נלווה עתה כוח משמעותי חדש-היכולת לשתף ביניהם פעולה בתיאום הצבעות באסיפות כלליות, אשר הוענקה להם על ידי רשות התחרות בגילוי דעת שפורסם לאחרונה. בנוסף, פורסמה גם טיטות תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), על ידי רשות שוק ההון, ולפייה תובטל יכולתם של הגופים המוסדיים לבצע מיקרו-חוק לשם גיבוש המלצות הצבעה באסיפות כלליות של תאגיד, שהגוף המוסדי מחזיק בניירות הערך שלו. טיטה זו למעשה סותמת את הגולל על גופי הייעוץ לגופים מוסדיים ובראשם אנטרופי, לפחות בכובעם היעקרי עד היום, ומייצבת את הגוף המוסדי לבצע את האגליוזות בע-

מראש לכל שיתוף פעולה כזה, כך גם כשמדובר בין גופים מוסדיים".
עו"ד ענת פילצר-סומך: "הייתי שמחה לשמוע את עמדת רשות ניירות ערך והאופן שבו היא רואה את הדברים".
עו"ד אופיר אייל (רשות ני"ע): "קודם כל אני מסכים לחלק גדול ממה שנאמר. זה מהלך שגם רשות ני"ע הייתה שותפה לו וגם רשות שוק ההון, אני חושב, שכאשר מסתכלים על מה שקורה בענף, המצב הוא הפוך - הדיון הוא בכלל לא אם יש להתייר, או לא להתיר. כשמסתכלים על רגולטורים מובילים בעולם, רואים שרוב האמירות הן אמירות פוזיטיביות שמעודדות מעורבות של מוסדיים וגם שיתוף פעולה בין מוסדיים, והדיון - ככל שמתקיים - הוא מהם הגבולות של שיתוף פעולה כזה. מתי שיתוף הפעולה - ובאיוז רמה של אדיקות ושל חזרתיות - יהווה 'החזקה ביחד' ויכניס את כל האירוע הזה גם לדינים אחרים.
"אם הם משלבים כוחות על מנת להניע איזשהו מהלך, או לעצור איזשהו מהלך, אני חושב שזה רק לחיוב במגבלות שיוטלו במסגרת דיני התחרות - גם במגבלות שכבר קיימות במסגרת החקיקה האחרת. אני חושב שזה מהלך חשוב ומתבקש ודרך אגב, גם לא חדשני. העמדה של רשות התחרות פחות או יותר מפרמלת עמדות ספציפיות שניתנו במקרים מסוימים בעבר. משקפת עמדה קיימת כדי שכל השחקנים במגרש יוכלו ליצור להם ודאות ושיוכלו לפעול לפיה. אני חושב שהחשש שמגיע מהכיוון של איגוד החברות בהן שר הזה הוא לא מוצדק. גם התפיסה שרואים את החברה והמוסדיים משני עברי המתרחס, שצריך מאבק כוחות, היא תפיסה שגויה. במקומות אחרים בעולם המוסדיים הם שותפים של הנהלות ושל הדירקטוריונים ולא מתגוששים איתם. אפשר להפיק ערך רב מדיאלוג כזה. כבריטניה שיתוף פעולה כזה נחשב להתנהלות ראויה של משקיעים מוסדיים".



עו"ד אלעד מקדסי: "אנחנו מדברים בגילוי הדעת הזה על שיתופי פעולה נקודתיים, וכמו שלגבי בעלי מניות פרטיים

אנחנו לא חושבים שיהיה נכון לבקש אישור מראש לכל שיתופי פעולה כזה, כך גם כשמדובר בין גופים מוסדיים"



עו"ד אופיר אייל: "הדיון הוא מהם הגבולות של שיתוף פעולה כזה. מתי שיתוף הפעולה - ובאיוז רמה של אדיקות ושל חזרתיות - יהווה 'החזקה ביחד' ויכניס את כל האירוע הזה גם לדינים אחרים"

עו"ד אלעד מקדסי: "אנחנו מדברים בגילוי הדעת הזה על שיתופי פעולה נקודתיים, וכמו שלגבי בעלי מניות פרטיים



עו"ד אלעד מקדסי: "אנחנו מדברים בגילוי הדעת הזה על שיתופי פעולה נקודתיים, וכמו שלגבי בעלי מניות פרטיים

אנחנו לא חושבים שיהיה נכון לבקש אישור מראש לכל שיתופי פעולה כזה, כך גם כשמדובר בין גופים מוסדיים"

עו"ד אלעד מקדסי: "אנחנו מדברים בגילוי הדעת הזה על שיתופי פעולה נקודתיים, וכמו שלגבי בעלי מניות פרטיים



עו"ד אלעד מקדסי: "אנחנו מדברים בגילוי הדעת הזה על שיתופי פעולה נקודתיים, וכמו שלגבי בעלי מניות פרטיים

אנחנו לא חושבים שיהיה נכון לבקש אישור מראש לכל שיתופי פעולה כזה, כך גם כשמדובר בין גופים מוסדיים"

עו"ד אלעד מקדסי: "אנחנו מדברים בגילוי הדעת הזה על שיתופי פעולה נקודתיים, וכמו שלגבי בעלי מניות פרטיים

»

מציגה אותו, ששיתופי פעולה שנעשו לפני גילוי הדעת של רשות ההגבלים על בסיס פרטני, יהפכו להיות משהו יותר אינטנסיבי. החשש הזה מובן. אנתוני המלצנו לרשות שוק ההון ולרשות ניירות ערך ליצור גם חובת שקיפות בדיעבד – כמו שמג"לים את אופן ההצבעה, לגלות גם את שיתופי הפעולה שנעשים".

עו"ד ענת פילצור-סומך: "יש לך רעיונות?"

עו"ד רוני טלמור: "למשל, אחד הדברים שעו"ד אופיר אייל הזכיר זה הנושא של הסטיאראט קוד – רעיון שרשות ניירות ערך מגלגלת כבר כמה זמן. אנחנו המלצנו לרשות שוק ההון ולרשות ניירות ערך ליצור גם חובת שקיפות בדיעבד – כמו שמג"לים את אופן ההצבעה, לגלות גם את שיתופי הפעולה שנעשים".

עו"ד ענת פילצור-סומך: "גם לשקף מדיניות מראש וגם לחייב גילוי בדיעבד הן שתי חובות שונות".

עו"ד דוד חודק: "אני חושב שפעם, כשיתכנו את ההיסטוריה של שוק ההון הפיננסי, אפשר היה לומר שהדבר שלאחר שוק הריכוזיות, רשות התחרות העבירה את הריכוזיות מ-20 משפחות שונות, שהחזיקו בשליטה בשוק ההון, לריכוזיות של שלושה גורפים מוסדיים באופן אפקטיבי. כי הרי מה יקרה בסוף? שלושה גופים מוסדיים גדולים יובילו את העניין. אז זה יעבור מ-20 משפחות שונות לשלושה גופים דומים. אז היכן התועלת שבזה? לא נראה לי העניין הזה. זה יכול להוביל אפילו לינבולות ברשות התורה". זה יכול להגיע לשם, וחבל – לא צריך את זה. מה התיאום הזה כל כך חשוב? אם שני גופים מוסדיים חושבים שצריך להתנגד, שיתנגדו, למה צריך לתאם את ההתנגדות? הרי בסופו של דבר ברור שתהיה כאן תופעה של עדר, ושניים-שלושה גופים יובילו את כל העדר. אני לא חושב שזה דבר טוב. כל שוק צריך להיות חופשי ככל שאפשר, כולל שוק ההצבעות, ופה פוגעים בחופש של שוק ההצבעות כשנותנים את האפשרות לתאם עמדות.

"ההתנגדות שלי לא תסותר את החשיבות של מוסדיים ששיתור השוק, בהשכחת ממשל תא"ג, גידי, בשימת לב לדברים ועסקאות שהם יכולים להיות עם פוטנציאל שלילי. אני לא מתנגד. אני לא חושב שההתנגדות לגילוי הדעת היא התנגדות לעצם תפקידם של המוסדיים. המוסדיים יכולים לתפקד בשוק ההון, ולהשגיה על דברים, כחלק מחובת הנאמנות שלהם, וגם לעזור בזה לשיפור שוק ההון. אבל למה צריך לתאם עמדות? מאיפה הדבר הזה הגיע? לא הצלחתי להבין. זה יכול ליצור הסדר כובל ואפילו מנופוליציה של כוח ההצבעה בשוק ההון. עכשיו, עם מה מדובר בשוק ההון? אפשר לחשוב ששוק ההון זה 200 אלף חברות. מדובר בעצם ב-130-120 חברות שיש להן איוור שיהי פוטנציאל, כמו שוק הרישאל, אל מול שניים-שלושה מובילים בקרב המוסדיים ואם יתאמו הבעות ילכו אחריהם. אני חושב שזה דבר רע. בארה"ב יש 4,000 חברות נסחרות בבורסות השונות ו-20 אלף שחקנים מוסדיים, מעבר לרייטינג סטיל מרקטש, ישראל יש שניים-שלושה שחקנים על 120 חברות. אפשר להבין מהפרופורציות למה זה דבר רע בישראל.

"יש ניגוד עניינים מובנה, שאם משהו יוכל לחסום את השוק הוא יוכל להשתמש בזה גם

לטובת עצמו כמוסדי. אקטיביזם של בעלי המניות? יש שחושבים שיש בזה תועלת לזימור, לחופש, לכלכלה. אני עוד לא שמעתי על חברה שהתפתחה כתוצאה מזה שהיו לה בעלי מניות מוסדיים טובים ומעורבים, או אפילו דירקטורים טובים. הרי תמיד מדובר ביום – סטיב ג'ובס, צ'ר קרברג – יום אחד שלוקח את כל העגלה על הכתפיים שלו. אז לתת כל כך הרבה קרדיט לתועלת שבמעורבות של המוסדיים? אני מסופק".

האם המוסדיים הם ה"טובים" והשאר הם ה"רעים"?

עו"ד ענת פילצור-סומך: "אני עוברת לפרספקטיבה האקדמית עם פרופ' אהוד קמר. אני רוצה לשאול אותך: האם הראיה הדיכוטומית הזו – לפיה המוסדיים הם ה'טובים' ובעלי השליטה הם ה'רעים' – היא לא קצת שטוחה ורדודה? האם אין למוסדיים אינטרסים עצמיים ושונים מאלו של החברה ושל בעלי השליטה?"

פרופ' אהוד קמר: "שאלה טובה מאד. אני אתחיל ואומר שיש לנו בחירות כלליות במדינת ישראל, כך יז דמוקרטיה. אפשר היה לומר שהדמוקרטיה היא דבר חשוב מדי כדי להשאיר אותו למצביעים – מה הם מבינים בניהול המדינה? בוא נשאיר את הניהול למומחים, למי שזה עיסוקם ביום-יום. לפוליטיקאים, למדינאים ולמנהיגים.

אבל בכל זאת השיטה שלנו אומרת – לא המנהיגים צריכים לקבל את האמון שלהם מהעם, ואת העדפות העם ואתם להמשיך הלאה. גם בדיני החברות אפשר היה לומר אותו דבר. הרי ברה היא עניין מאד מורכב, מאד מקצועי, בוא נשאיר אותו למנהלים, לדירקטורים. ניתן להם לעשות את כל העבודה. הכל טוב ויפה וזה מה שהם עושים, אבל הם צריכים לקבל את האמון של הבעלים של החברה, שבסופו של דבר עבורם הם עובדים. וגם בעלי השליטה – ויש הרבה כבוד לעובדה שהם עצמם מושקעים בצורה משמעותית מאד בחברה – הם עדיין לא הבעלים של כל החברה. לכן הם צריכים לקבל את האישור של מי שממנו הם גייסו את הכסף ואמרו לו: 'בוא תצטרף איתנו לדרך'. לכן, אני חושב שנקודת המוצא של נוצריה להיות לא של יריבות, אלא של שיתוף. כאשר שיתוף מלווה גם בביקורת. אין מה לעשות, מה שחוק החברות שלנו עושה והוא לא היחיד בעולם שעושה את זה – הכוונה היא שבסופו של דבר הם ישתמשו בזכות הזו ולא רק כדי לשבח ולהלל, או לשבת פאסיביים ולהתכונן במעשים של ההנהלה או הדירקטוריון.

"שאלתי האם למוסדיים יש את ההבנה העסקית הנדרשת. אני לא יודע אם יש להם את ההבנה העסקית הנדרשת, אבל יש להם את האניטרס העסקי המתבקש להצביע, מפני שבסופו של דבר הכסף שלהם, הכסף שהם מנהלים עבור חוסים פנסיוניים, מונח על הכף. לכן, לומר שהם לא מספיק ראוים, או לא מספיק מבינים, אני חושב שזה מרחיק לכת. עכשיו, כאשר המוסדיים חושבים שהם צריכים לשתף פעולה כדי להגיע לזה שפעו, אני לא חושב שזה כשלעצמו סיבה למנוע מהם את שיתוף הפעולה, מפני שבסופו של דבר לבעל מניות זכות הצבעה הוא צריך להיות מסור לגל ההשתמש בזכות הזאת. זה אומר לשכנע בעלי מניות אחרים, לשאול אותם מה הם חושבים על הנושא. אני לא רואה בזה פסול, כל עוד זה במסג-

רת המגבלות של רשות התחרות.

"עוד דבר אני רוצה לומר וזה אולי יקשר את שני המסמכים השונים. צריך לזכור מהיכן התחלנו. לפני כמה שנים ישבה ועדת חמדני, שאמרה: 'יש באמת פוטנציאל ליגודי עניינים אצל מוסדיים, אבל אנחנו בכל זאת רוצים לגייס את האינטרס הכספי שלהם ולמקסם את שווי החברה, ור"צ צים לגייס את המוטיבציה שלהם כדי להשפיע'. אז איך אוכלים את העוגה הזאת ומשאירים אותה שלמה? אולי נאפשר להם להשתמש ביועצים חיצוניים שיהיו מרוחקים יותר מהאינטרס הזה. וזה מה שההמלצות של ועדת חמדני קבעו. אפי"ן להשתמש ביועצי הצבעה כדי שהם יהיו חוצץ בין האינטרס הכספי של הגופים המוסדיים לבין השאלה העניינית שעומדת לפנייהם להכרעה. עכ"ש, כרגע שהדבר הזה התחיל, וראו שהעניין הזה עובד ושבאמת יש כוח להמלצות של יועצי הצבעה, מיד נזקקו מנהלי החברות, היועצים שלהם ומי שמייצג אותם ואמרו: 'לא יכול להיות שיצ'רו את עצדנו עד כדי כך' ובאו עם טענות, חלקן מוצדקות:אמרו למה לא משקיעים מספיק זמן באנליזה, למה כך זמן אנליטיים יושבים ולא נוהגים לנו מספיק זמן לטענע. אבל אי-אפשר להימנע לחלוטין מניגודי העניינים מצד אחד ומ"צד שני לא לאפשר לגופים האלה להצביע".

עו"ד מוטי מיין: "לדעתי נקודת מוצא נכון לראות בבעלי מניות שמסכמים ביניהם על אופן או זהות המועמדים לדירקטוריון כמי שחזקה שיש חשבו כמחזיקים ביחד. יחד עם זאת, צריך להבין את הסיטואציה שבה מתקבלת ההחלטה הזאת. יש הבדל בין חברות שבהן השליטה מרוכזת, לבין חברות שבהן השליטה מפוזרת. אם ניזקקו מניות שייסיימו ביניהם על זהות דירקטור חיצוני בחברה ציבורית, שיש בה בעל שליטה, בעיני ההתמודדות תהיה שונה מאשר בעלי מניות ש"כמו ביניהם על אופן בחירת הדירקטורים בחברה שיש לה בעלות מפוזרת, תחת ההתנה שכותבים המשותף של בעלי המניות, גם אם הוא נעשה אד-הוק, בהצבעה חד-פעמית, מאפשר להם להכריע מי יכהן בדירקטוריון של אותה חברה ציבורית. לכן, בעיני קשה יהיה לחלץ כלל הכרעה אחד, שיהיה תקף לכל המקרים".

להטיל חובות גילוי ומגבלות על עסקאות עם בעלי שליטה

עו"ד ענת פילצור-סומך: "האם בחברות ללא גרעין שליטה, שזה עולם שאנחנו צועדים אליו כתוצאה מחוק הריכוזיות וממגמות אחרות בשוק, ראוי לבטל את כלל הרוב המן מיעוט? אולי להצר את גבולותיו? כי אם אין בעל שליטה – שנתפס בעבר כרעה חולה' בעיני משרד המשפטים ורשות ניירות ערך – אז בפני מי מתגוננים? למה צריך רוב מן המיעוט אם אין בכלל מיעוט במובנו הקלאסי והחזקות מבוזרות?"

עו"ד ניר דאש: "אני חושב שהמקום שאנחנו רואים את זה בצורה הכי מובהקת זה דווקא החברות שנסחרות מחוץ לישראל, או נסחרות במסחר דואלי. בחברות האלה, בעיקר בחברות היי-טק וחברות צמיחה, אנחנו רואים את הקושי של החללים האלה מעוררים. אני אתן דוגמה הכי פשוטית שיש. חברה ישראלית שנסחרת רק בארה"ב, חברה היי-טק, מעוניינת לגייס כוכב-על מגוגל. הכוכב לא מעוניין בכשר שהוא 80% קבוע ו-20% משתנה, אלא הוא רוצה בחילת תגמול

שונה לחלוטין, חבילה שלא מתאימה בכלל למדיניות התגמול של החברה. האם יש הגיון שבחברה מסוג זה צריך להביא את ההצבעה הזו להכרעה של רוב מהמיעוט? השתובה היא כנראה לא. בעיני, במקומות האלה של החברות שאין בהן גרעין שליטה – ואנחנו רואים את זה בעיקר בחברות שנסחרות בחו"ל, חברות היי-טק שנסחרות בחו"ל – יש הצדקה להקלה ממשעתית, והדבר הזה יכול להיעשות בכל מיני דרכים.

"אני ודאי חושב שכאשר מדברים על מוסדיים, אין להם תמריץ גדול לשלוט בחברות. הם לא מקבלים על זה דמי ניהול, זה רק עולה להם כסף. זה מכניס אותם לעיתונות במקומות שהם לא ר"צ. הם בעיקר רוצים לעשות תשואות טובות, כי ככה הם מגייסים כסף. אנחנו נראה את הגופים המוסדיים בעיקר במקומות שהם סבורים, ואולי במידה של צדק, שיש בעיה".

עו"ד רוד ארון: "לנו יש ניסיון חיובי עם מוסדיים. אני לא חושבת שאנחנו צריכים לצאת נגד התיאום והדיון צריך להיות איך מפעילים עליהם אמצעי בקרה ושקיפות. התיאום הוא משהו שהשוק דורש. אני חושבת שחברות יכולות מאד להיות מונות, אבל צריך למנוע זאת לגצל את הכח שלהם לרעה. אין ספק שיוכלים להיות להם עוד אינטרסים. למשל, צריך לדרוש מהם להבהיר את הם מתכוונים לשתף פעולה. זה גם גילוי האם הם ישתפו פעולה במקרה הקונקרטי. אני חושבת שגם צריך לשקול דיווח של נימוקי ההחלטה. בר"גע שגוף מוסדי יידרש לנמק את ההחלטה שלו זה יטיל עליהם חובת זהירות מוגברת. השאלה היא באמת היכן שמים את הגבול בין שיתוף פעולה נקודתי, שאנחנו רוצים לעודד אותו, לבין מקום שזה הופך לשליטה. בסוף צריך להבחין בין חב"רות עם שליטה לחברות בלי שליטה. אנחנו ר"צ צים לעודד חברות בלי שליטה, אבל אנחנו לא רוצים שהן יהפכו להיות חברות בשליטת הגופים המוסדיים".

עו"ד וקסלר (כלל ביטוח): "מצד אחד הטילו חובה מאד חמורה על גופים מוסדיים להשפיע, כשבעצם אין להם את היכולת להשפיע. כי בא"חזוי חזקה נמוכים שיש להם, הגופים המוסדיים אף פעם לא יכולים להשקיע בסקה אלא השקעה פיננסית. אז אין להם יכולת אמיתית להשפיע. אז אמורים: 'נעשה הרבה מאד עבודה, אל תעזרו ותשקיעו את כל העבודה האת על 'פריילוף' כי אין לכם בעצם יכולת אמיתית להשפיע'. אם כבר יש שנגמדים על התשואות שלהם, ויש להם ארייה ארוכת טווח. בקונספט זה הדבר הנכון. אלה הגורפים שבצעם מנהלים את הכסף שלך, אתה סומך עליהם, היית רוצה שהם יצביעו והם אלה שישפיעו. עו. עכשיו, האם יש מנגנוני הגנה? יש מנגנוני הגנה, החוק יצר מנגנוני הגנה. יכול להיות שאפשר לעשות עוד, יכול להיות שאפשר לשפר, עוד גילוי פחות גילוי".

עו"ד ענת פילצור-סומך: "איזה מנגנוני הגנה?"

עו"ד הדר ברין-וייס: למשל, אסור לך לשתף פעולה בין מתחרים. אסור לך להציע דירקטור בין מתחיים. מי שמקבל אצלק את ההחלטות הר"בה פעמים הם חברי ועדת השקעות, שמלכתחילה הם אנשים שהם בלתי תלויים כך. ברדול, זו ויז-

מה שצריך לברך עליה והיא מגמה חיובית. אך לא צריך לחייב את המוסדיים להצביע בכל כך הרבה אירועים ויש מקום לכזו ולהגיד: 'תהיו מעורבים רק בהחלטות מסוג מסוים".

"סכנה למניות קטנות"

עו"ד איתן שמואלי: "אני לא כל כך שותף לנבואות הזעם לגבי שיתוף הפעולה של המוסדיים. אני חושב שהתפקיד של המוסדיים הוא בעיקר למנוע החלטות שיש בהם כדי להוציא רכוש מהחברה, להעביר משאבים לבעל השליטה, בעיקר בחברות שיש בהם בעל שליטה, והתפקיד הזה מוטל על המוסדיים והוא נכון שיהיה. לגבי התיאום, אני חושב שהמוסדיים יחששו מתיאום. כתוצאה מהמגבלות שמוטלות עליהם מכוח פקודת מס הכנסה ואחזקות של מעל 20%, בעיקר בנושא של מינוי דירקטורים, הם יחששו לתאם הצבעות, כאשר מדובר במינוי דירקטורים, משום שזה יכול לשלול להם את הטבות המס לפי פקודת מס הכנסה, לפי סעיף 9.2.

"הבעיה בכל המהלך הזה שהוא מהלך משולב של הורדה של אנטרופי. הייתה לנו ועדת חמדני, כמו שנאמר, בשנת 2008. היו לה המלצות מאד מאד ברורות. היא המליצה על גוף מייצג, היא השתמשה בניסיון של האמריקאים, והיא אמרה שכדי לפתור את בעיית ניגודי העניינים אנחנו צוקקים לגוף מייצג. זו השיטה וזה יוצר חזקה של היעדר ניגוד עניינים. זה מגן על הגוף המור"סדי. עכשיו, במקום ללכת ולפתח את הגופים המייצעים ולאפשר עוד גופים מייצעים במשק, הלכו וביטלו את אנטרופי, שפכו את התינוק עם המים וכרגע אנחנו נמצאים במצב שהמשקיעים המוסדיים צריכים להקים ועדת השקעות ולבצע אנליזות. כל אחד צריך לעשות אנליזות. זה לא מכדייל בין גוף מוסדי שמחזיק 100-50 מיליארד שקל, לבין גוף מוסדי שמחזיק מיליארד שקל. אין הוא ינהל אנליזות? אז לפחות תנו איזה תקנות ביניים, תנו איזה הפרש בין מגדל, שמחזיקה 50 מיליארד שקל, שהיא תעשה אנליזות, לבין גוף קטן ש"ן או את היכולת לעשות אנליזות. לדעתי יצטרך פה בעיה. הגופים המוסדיים קטנים יעשו שיקולי עלות-ונעולת ויגידו: 'אנחנו רוצאים מכל מיני מניות קטנות, אנחנו לא משקיעים אחוים קטנים של מניות. אנחנו מרכיזים את השקעות להתקשר למשקיע המוסדי הגדול, שעשה את האנליזה, ולהתייעץ ולהיעזר באנליזה שלו".

עו"ד אייל גבע: "קודם כל ברור שמאחורי הדיון הזה במצבץ הראש של הדיון האחר – כמה כוח נתנו למיעוט – ואני חושב שזו תקלה גדולה, ולכן חלק מהזעם הוא באמת הכוח שיש למיעוט. הנקודה השנייה שמאד מדאיגה אותי היא שהמורסדיים עצמם אומרים שאין להם אינטרס אמיתי, אין להם אינטרס כלכלי, ולכן הם רוצים להיוועץ. לאנטרופי הייתה את היכולת, לפחות בעיני, לרכז גם עמדות של מוסדיים ויכולת לנהל מ"מ מרוכז מול גוף אחד. לטוב ולרע זה דבר שתיפקד ושמא"חוריו עמדה תזה אקדמית רחבה, תכליתית וע"ר לה לחברות בכל מיני מובנים. חוות הדעת הש"נייה שאסור להסתמך היא מורה ומנוגדת לאופן שבו פועל שוק ההון. לא ברור מהיכן היא מגיעה. "בעיני חייבת להיות עמדה ברורה של הרשות, או של משרד המשפטים, מתי הסכמות אד-הוקיות הופכות להיות החזקה ביחד, אחרת בלתי

אפשרי לייצג, וזה מאד-מאד מתחדד אצל הגופים המוסדיים שכנראה הדפוס של הייעוץ והתייעצות יחזור על עצמו פעם אחר פעם. גם בית משפט הכלכלי אמר שיש בעיה ויש שאלה של אחזקה ביחד גם בהסכמה אד-הוקית. הבעיה חמורה הרבה יותר כשהולכים לחברות קטנות שאין בהם גושי שליטה ובאמת מדובר בכמות מאד גדולה של חברות. אני לא חושב שאפשר להתחבא מא"חורי איזושהי אמירה שיכחשו כל מקרה לגופו, זה לא מספיק טוב. זה בעצם החשש המשפטי פה, הייעוץ, אבל גם התועלתני. כי בסופו של דבר, ופה התחלנו, הגופים האלה הם בעלי עניין אחר לגמרי. פתחנו בה, מבחינת זה אפילו אבסורד לשמוע את רשות התחרות אומרת: 'אנחנו בוחנים על מה הם מתחרים'. אומרים לנו שהנימוק שבגללו לא פסלו את האחזקה ביחד הוא זה שלא איכפת להם בכ"ל מה יקרה באסיפה. אז למה להעביר להם את הסמכות להעביר יחד? אתה אומר לא איכפת להם לכן הם יכולים לשתף פעולה? אם לא איכפת להם אז למה הם צריכים לשתף פעולה בשביל להכריע מה יקרה בחברה?".

דרך קיצונית ולא מידתית

עו"ד אילן גרזי: "יש הסכמה בין כולם שצריך להגביר את המעורבות של הגורמים המוסדיים בחברות הציבוריות. זה גורם חכם, הוא מנהל כסף של אחרים, יש לו יכולות פיננסיות שמאפשרות לו לבצע אנליזה, וצריך לחשוב מבין החלופות כיצד אנחנו גורמים לגופים המוסדיים האלה להיות מעורבים יותר במסגרת קבלת ההחלטות בחברות הציבוריות (ואני מתעלם לרגע מההבחנה בין חב"רות עם בעלי שליטה לבין חברות ללא בעלי שלי"טה). הדרך שלדעתי נבחרה פה היא דרך קיצונית ולא מידתית, וגם כך צריך לצמצם אותה למקרה קיצון שיש כשל חמור בממשל התאגידי, או מצב של חדלות פירעון והסדרי אג"ח. במקרים אחרים אני חושב שהדרך הנכונה היא המודל שמוש"ם באירופה ובהרבה מאד חברות וגורמים מוסדיים בארה"ב ולפיו הגורם המוסדי מחוייב לקבוע איזושהי תוכנית מבחינתו, והוא נותן גילוי איך הוא אוכף את הממשל התאגידי, מתי הוא פונה לחברות, מתי הוא ממליץ בעד ומתי הוא ממליץ נגד, ואיזה מדרג יש לו של פעולות. הוא פונה ליו"ר החברה ומבקש לקבל פרטים, הוא כותב נייר עמדה, או שהוא מגיש תביעה ייצוגית או נגזרת שיקבעו הקריטריונים האלה מלכתחילה, כך שהם יהיו שקופים, וכמוכן בסוף התהליך הוא ידווח מהן הפעולות שהוא נקט. כרגע שהם יצטרכו לפ"רסם את המדיניות שלהם זה משהו שיהיה יותר קל להשגיה ולעקוב ולראות בסוף השנה האם הם נקטו מדיניות אכיפה. הדרך הזאת שמצביעים פה, האפשרות לתאם ביניהם, יכול ליצור מצב של בלוקים מול החברה הציבורית ולא דווקא בצדק. גם הגורמים המוסדיים בסוף היום משח"קים בכסף של אחרים. אנשים מקבלים החלטות ביחס לכסף שהוא לא שלהם, והם מנהלים כסף של גורם אחר. בהחלט נכון שתהיה מעורבות של גורמים מוסדיים וזו מנגה מבורכת שתלך ותגבר, אבל הם יכולים להשיג את אותו אפקט גם בלי להאם ביניהם".

אילן פלטו: אני חייב להעיר – לכאורה יש הסכמה מסביב לשולחן שהמעורבות של הגופים



עו"ד רוני טלמור: "יש חשש ששיתופי פעולה שנעשו לפני גילוי הדעת של רשות ההגבלים על בסיס פרטני, יהפכו להיות משהו יותר אינטנסיבי"



עו"ד איתן שמואלי: "אני חושב שהמוסדיים יחששו מתיאום. כתוצאה מהמגבלות שמוטלות עליהם מכוח פקודת מס הכנסה ואחזקות של מעל 20%, בעיקר בנושא של מינוי דירקטורים, הם יחששו לתאם הצבעות, משום שזה יכול לשלול להם את הטבות המס לפי פקודת מס הכנסה, לפי סעיף 9.2"



עו"ד גיא כשר: "לאורך השנים האחרונות אפשר היה בקלות רבה לזהות, בוודאי בתקשורת, איזושהי לעומתיות בין עם חברות בעלי שליטה לבין גופים מוסדיים, ואני חושב שחלק מהעניין זה איך להיראות בעיני אחרים"



עו"ד רוד ארון: "אני לא חושבת שאנחנו צריכים לצאת נגד התיאום והדיון צריך להיות איך מפעילים עליהם אמצעי בקרה ושקיפות"

עו"ד אופיר אייל (רשות ני"ע): "להבנתי בגלל האדישות של המוסדיים הגענו לחובת ההצבעה. כלומר, בגלל שהשוק כבר לא עבד. עכשיו אנחנו כבר בשלב שהניסוי לא הצליח. אז אפשר כמובן לדבר על ההיקף וכדומה, אבל להגיד 'בוא ניתן לשוק לעבוד' זה כבר לא במקום".

עו"ד אילן גרזי: "אבל בוא ניתן לכל גוף מוסדי לקבוע את מידת המעורבות שלו".

עו"ד ענת פילצור-סומך: "אני רק רוצה להזכיר לכל הרגולטורים פה שהנחת העבודה לפיה רמת ממשל תאגידי גבוהה בחברה בהכרח מביאה לתשואות יתר במנייה היא הנחת עבודה שמחייבת הוכחה".

עו"ד דוד חודק: "ממשל תאגידי לא בונה ערך יש מאין, הוא מקסימום שומר על ערך, כי סדר וניקיון יש לו ערך. אבל בואו לא נגזים עם סדר וניקיון, בסוף צריך לנהל יזמות, עסקית, צריך לעשות תחרות, צריך לנסות ולהרוויח במשטר קפיטליסטי-טי ולעשות טוב לכל הסביבה, בוא לא נשכח את זה, שם העולם האמיתי לא ברגולציות ושיהיה נוח ליועצת משפטית לדבר עם אחד ולא עם עשרה. מה זה הדבר הזה בכלל? אתם יודעים שבארה"ב כמעט ואין בכלל תביעות ייצוגיות. ירדו התביעות הנגזרות והייצוגיות, כי יש דיאלוג בין המוסדיים לחברות. אז שם זה אפשרי ופה זה לא אפשרי? תשחררו. כולם פה בהיסטוריה. לאט-לאט".

התאמות, לא הכבדות

עו"ד רוני טלמור: "אני רוצה להתייחס לסוגיית הרוב מן המיעוט, אפרופו הצבעות. אנחנו לא חושבים שצריכה להיות העדפה לחברות עם או בלי שליטה, ואנחנו באמת רואים שיש יותר ויותר חברות בלי שליטה. וכמו שגם אמרתי, זה מייצר בעיות נציג שונות ומחייב התמודדות אחרת, ולכן אנחנו בימים אלה בוחנים את הצורך בהתאמות בהסדרים בחוק החברות ביחס לחברות בלי שליטה".

עו"ד ענת פילצור-סומך: "את מבטלת את הרוב מן המיעוט?"

עו"ד רוני טלמור: "לגבי רוב מן המיעוט זו שאלה. כשחושבים על המיעוט הרי אין מיעוט בחברות בלי שליטה, אבל כן צריך לדבר על רוב בלתי נגוע. למשל, הפרק של עסקאות בעלי שליטה בחוק החברות מדבר כבר היום על זה שאם יש בעל מניות שלא נחשב לבעל שליטה, כמובן הרגיל של חוק ניירות ערך, אבל הוא מחזיק 25%, עסקאות איתו יהיו טעונות אישור והוא לא יוכל להשתתף ולהצביע בעד העסקה איתו. ההיגיון הזה הוא היגיון שמקובל בהרבה מאד מדינות, שהרוב יהיה רוב בלתי נגוע בנושאים מסוימים".

עו"ד ענת פילצור-סומך: "אז את מחמירה את הרגולציה?"

עו"ד רוני טלמור: "אני לא אומרת את זה. יש לך את זה היום בחוק החברות. אותו דבר לגבי מדיניות תגמול. אם את מבטלת לגמרי והופכת הכל לרוב רגיל, מה תגיד על מצב שבו מנכ"ל של חברה מחזיק מניות ומצביע בעד? או נושאי משרה ודירקטורים מחזיקים? המטרה שלנו היא לעשות התאמות ולא הכבדות, כי בעיות נציג שונות מצריכות פתרונות שונים. הרכב הדירקטוריון יכול להיות שונה לגמרי. יש שאלה מאד טובה אם אנחנו רוצים דח"צים בכלל בחברות בלי שליטה, או שאנחנו נהיה מוכנים להסתפק ברוב של דירקטורים עצמאיים או בלתי תלויים, ואלו שאלות שאנחנו עוסקים בהן בימים אלה".

עו"ד ענת פילצור-סומך: "נשמח לר-שיח נוסף בסוגיות אלה. תודה לכולם על ההשתתפות".

»

לוועדת השקעות. בנוסף, אני חושבת שאפשר למצוא עוד הרבה פתרונות ביניים בין המודל של אנטרופי לבין ביטול כליל של המודל של אנטרופי. יש שורה של אמצעים שיאפשרו לאנטרופי לתת את האנליזות ואת ההמלצה, אבל המוסדיים יצטרכו לדון בהמלצות ולנמק - לא רק אם הם מתנגדים, אלא גם אם הם בעד. אפשר לחייב רק מוסדיים גדולים באנליזה בתוך הבית. אפשר אנליזה בתוך הבית, מעל שיעור אחזקות מסוים. לא לבטל את חובת ההצבעה, אלא פשוט לחייב אנליזה פנימית מעל שיעור אחזקות מסוים, ובמקרים אחרים להיעזר בגוף חיצוני. בואו נבין, לא כל החלטה שעולה לאסיפה הכללית היא החלטה מהותית. כל עסקה חריגה עם בעל שליטה עולה לאסיפה הכללית. לא דווקא כל עסקה היא מהותית. יכולה להיות עסקה שהיא לא מהותית, אבל היא לא במהלך העסקים הרגיל. בחברות ללא גרעין שליטה, ברגע שמרחיבים את חובת ההצבעה, על כל שינוי בתקנון בחברות ללא גרעין שליטה מוסדי יצטרכו גם להצביע וגם לבצע אנליזה. כלומר, אם מסתכלים על כל התמונה יש פה נטל עצום. יש פתרונות ביניים שאפשר למצוא גם כדי להשאיר את חובת האחריות וגם בסוף שיהיו יעילים מבחינת כלל השוק".

תנו לשוק לעשות את שלו

עו"ד ענת פילצור-סומך: "אני רוצה להעלות פה שאלה שנגענו בה רק בעקיפין. לעניין חובת ההצבעה של גופים מוסדיים באסיפות כלליות של חברות שאת ניירות הערך שלהן הם מחזיקים; איך אתם רואים את חובת ההצבעה כפי שהיא היום, איך אתם רואים אותה אחרי טיוטת התקנות של רשות שוק ההון, ומה אתם חושבים שהוא המצב הרצוי?"

עו"ד דוד חודק: "אני חושב שיש איזה מין גישה שמאמינה אמונת יתר, כמעט דתית, בסדר וניקיון. אני - כמי שלא היה אלוף בסדר וניקיון בביה"ס היסודי - לא מאמין בזה. אני חושב שהתחרות היא הערך החשוב לשוק חופשי. חברות צריכות להתחרות על ממשל תאגידי, מוסדיים צריכים להתחרות על החברות עצמן".

עו"ד רוני טלמור: "ואין כשלי שוק?"

עו"ד דוד חודק: "לא בזה. היו כשלי שוק והם תוקנו בחוק החברות. אני חושב שהמנגנונים ביישראל הם מספיק טובים ואני לא חושב שצריך לחייב את המוסדיים להצביע בכלל".

עו"ד ענת פילצור-סומך: "כשום מקרה?"

עו"ד דוד חודק: "כשום מקרה, לדעתך זה עניין של השוק. אם יהיה מוסדי שיבוא ויצביע ויהיה מעורב, ויראה שהוא עושה את זה לא מן השפה אל החוץ כדי לחסוך תקציב פרסום, אלא מתוך התעניינות ודבר אמיתי, אני חושב שהייתי הולך ושם את הכסף שלי שם שינהל לי אותו. תנו לתחרות ולשוק לעשות את שלו. כולם פה מחפשים מנגנונים על מנגנונים שבמקרה הטוב זה מרוץ לבינוניות. במקרה הרע זה מרוץ לתחתית. אני חושב שכל הרעיון צריך להיות בתחתית. זה שרשות התחרות בולמת תחרות, אני בכלל לא מבין את הסיטואציה פה. זה רשות אנטי-תחרות".

עו"ד אלעד מקדסי (רשות התחרות): "אני מזכיר שרשות התחרות לא אסרה על גופים לשתף פעולה. היא לא אמרה להם: 'לכו תשתפו פעולה', אבל היא לא אסרה עליהם לשתף פעולה במקום שבו עולים חששות שנוגעים לניהול החברה".



עו"ד מוטי ימין: "לדעתי כנקודת מוצא נכון לראות בבעלי

מניות שמסכמים ביניהם על אופן או זהות המועמדים

לדירקטוריון כמי שחזקה שיחשבו כמחזיקים ביחד. יחד עם

זאת יש הבדל בין חברות שבהן השליטה מרוכזת, לבין חברות

שבהן השליטה מפוזרת"



עו"ד ניר דאש: "במקומות האלה של החברות שאין בהן גרעין

שליטה - ואנחנו רואים את זה בעיקר בחברות שנסחרות

בחו"ל, יש הצדקה להקלה משמעותית"



עו"ד אייל גבע: "מאחורי הדיון הזה מבצבץ הראש של הדיון

האחר - כמה כוח נתנו למיעוט - ואני חושב שזו תקלה גדולה,

ולכן חלק מהזעם הוא באמת הכוח שיש למיעוט. חייבת להיות

עמדה ברורה של הרשות, או של משרד המשפטים, מתי

הסכמות אד-הוקיות הופכות להיות החזקה ביחד"



עו"ד אילן גרזי: "הדרך הנכונה היא המודל שמיושם באירופה

ובהרבה מאד חברות וגורמים מוסדיים בארה"ב ולפיו הגורם

המוסדי מחוייב לקבוע איזושהי תוכנית מבחינתו, והוא נותן

גילוי איך הוא אוכף את הממשל התאגידי"