



מינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה : משפט משווה, ניתוח והמלצות מדיניות

אודליה מינס *

ד"ר אודליה מינס היא מרצה בכירה בפקולטה למשפטים,
הקריה האקדמית אונו



המכון לבנקאות ותיווך פיננסי ע"ש ויקי וג'וזף ספרא,
הפקולטה לניהול ע"ש קולר, אוניברסיטת תל-אביב,
רמת אביב 6997801
טלפון - 03-6406302

The Vicky and Joseph Safra Research Institute for
.Banking and Financial Intermediation
Coller School of Management, Tel-Aviv University
Tel (972)36406302

Safrainst@tauex.tau.ac.il

<https://coller.tau.ac.il/institutes/safra>



המכון לבנקאות ותיווך פיננסי ע"ש ויקי וג'וזף ספרא, הוקם
בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל-אביב מתוך
הכרה בחיוניותה של מערכת בנקאית איכותית ומתקדמת
להתפתחות כלכלית.

חזון המכון הוא לקדם את יכולתו של מערך הבנקאות והתיווך
הפיננסי לממש את ייעודו ולסייע לצמיחת המשק וליצירת חברה
שמאפשרת מוביליות לאזרחיה, תוך דגש על איכות השירותים
והמוצרים, הורדת עלותם, והנגשתם לכל שכבות הציבור.

המכון יקדם מחקרים פורצי דרך שיעשירו את הידע העדכני
ביותר שיכול לסייע במימוש חזונו. הוא יפעל במשותף עם
המערכת הבנקאית והגופים השונים בתעשייה הפיננסית
בישראל ובעולם כדי לאפשר לסטודנטים ולחוקרים הפעילים בו
להפוך לחוד החנית בתחומי המחקר והעשייה הפיננסית.

המכון לבנקאות ותיווך פיננסי ע"ש ויקי וג'וזף ספרא

נייר עמדה

מינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה: משפט משווה, ניתוח והמלצות מדיניות

אודליה מינס*

תקציר

בעשורים האחרונים עברו רוב התאגידים הבנקאיים במדינת ישראל לבעלות מבוזרת, ואין בהם שליטה כהגדרתה בחוק החברות ובחוק ניירות ערך. בתאגידים ללא גרעין שליטה בעיית הנציג שבין ההנהלה לבעלי המניות, והחשש מפני ניצול כוחם של נושאי המשרה על חשבון האינטרסים של המשקיעים ושל התאגיד עצמו הם האתגרים העיקריים. בעקבות השינויים במבני השליטה של התאגידים הבנקאיים המחוקק חוקק תיקונים לפקודת הבנקאות בקשר לפיקוח על תאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה, ובין היתר ביחס למינוי דירקטורים בתאגידים אלה. במסגרת תיקונים אלה עוגנו סמכויותיה של הועדה למינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים. בין יתר סמכויותיה, הועדה, הכפופה לפיקוח על הבנקים בבנק ישראל, מסננת מועמדים לתפקידי דירקטורים בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה ולאחר מיונם על ידה, המועמדים עוברים לאישור על ידי האסיפה הכללית של בעלי המניות בחברה. כלומר, חלק משמעותי בתהליך בחירת הדירקטורים לא נעשה במנגנוני פנים בחברה, כי אם במנגנון חיצוני המפוקח ומוסדר על ידי רשות ציבורית רגולטורית. המחקר המוצע בוחן את המודל הישראלי ואת הרציונלים העומדים בבסיסו, משווה אותו למודלים במדינות מתקדמות אחרות בעולם, מנתח את הקשיים הנלווים להסדר הקיים כמו גם את היתרונות הגלומים בו, ומציג מספר הצעות לתיקוני חקיקה שייטבו את המנגנון הקיים.

תוכן עניינים

מבוא

א. על בעלות מבוזרת ובעלות ריכוזית

א.1. ניתוח תיאורטי

א.2. בעלות ריכוזית ומבוזרת בשוק ההון בישראל

ב. מבנה בעלות בתאגידים בנקאיים

ב.1. בעלות מבוזרת וריכוזית בתאגידים בנקאיים – ניתוח תיאורטי

ב.2. מגמות במבנה הבעלות בתאגידים בנקאיים בישראל

* מרצה בכירה, הפקולטה למשפטים, הקריה האקדמית אונו. תודה למכון לבנקאות ותיווך פיננסי ע"ש ויקי וג'וזף ספרא על התמיכה במחקר. תודה לפרופ' אסף חמדני, לד"ר יהונתן שימן ולמשתתפי פורום ספרא על הערות והצעות מצוינות למחקר. תודה לליז שמואלי על העזרה המחקרית הרבה.

ב.3. מינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים בישראל: הדין הנוהג

ג. מינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים - משפט משווה

ג.1. אנגליה

ג.2. האיחוד האירופי

ג.3. גרמניה

ג.4. צרפת

ג.5. קנדה

ג.6. אוסטרליה

ג.7. ארצות הברית

ד. ההסדר המשפטי והרגולטורי בישראל – ניתוח עיוני

ד.1. ההסדר המשפטי בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה – יציר כלאיים

ד.2. הרכב הועדה למינוי דירקטורים

ד.3. פגיעה בזכויותיהם ובמעמדם של בעלי המניות

ד.4. בעיית הנציג הרביעית – בין בעלי המניות לבין האינטרס הציבורי

ד.5. מבט מלמעלה

ה. המלצות לשינויי חקיקה/רגולציה

ה.1. שינוי הקונספציה מהיסוד – ביטול סמכות הועדה להמליץ על דירקטורים

ה.2. פתרונות ביניים חלופיים לביטול הועדה למינוי דירקטורים

סיכום

מבוא

הסוגיה שבה נייר מדיניות זה עוסק היא אחת מהסוגיות שהתעוררו במהלך השנים בעקבות שינויים שהתרחשו במשק הישראלי ושהובילו לשינויים בהסדרים המשפטיים החלים: מינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה. כפי שהמחקר יראה להלן, סוגיה זו נוצרה מתוך כורח – העובדה שלא נמצא מי שירכוש את השליטה בבנק לאומי ובבנק דיסקונט, והתפתחה למציאות שבה שלושה מהבנקים הגדולים בישראל, ובהם שני הבנקים הגדולים ביותר, הם בנקים ללא גרעין שליטה, ואין למעשה כל ודאות שבנקים נוספים לא יהפכו לכאלה בעתיד. זאת ועוד, השינויים במבני האחזקות בתאגידים הבנקאיים משקפים במידה רבה את השינויים בעשורים האחרונים בשוק ההון הישראלי, ולא מן הנמנע שמגמה זו תימשך גם בעשורים הבאים. לכן גם בחינת ההסדר המשפטי הנוגע למינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים אלה בצורה מעמיקה נדרשת ואף הכרחית, נוכח חשיבותו של המגזר הבנקאי לשוק האשראי, לכלכלה ולמשק.

דירקטוריון חברה עסקית הוא אחד האורגנים החשובים ביותר בחברה.¹ מתפקידו להתוות את מדיניות החברה וכן לפקח על המנכ"ל ודרכו על התפקוד של יתר מנהלי החברה ועובדיה. התפקיד האסטרטגי והפיקוחי של הדירקטוריון הם מתפקידי המפתח בחברה, ומכאן גם חשיבות תהליך הסינון, המינוי והבחירה של המועמדים לתפקיד זה. כפי שהמחקר יראה, ההסדר הישראלי הנוהג בעניין זה מזה מספר עשורים הוא הסדר ייחודי, מאפשר דריסת רגל חזקה – ויש שיאמרו גסה – ביותר לרשות רגולטוריות בתהליכים שבמקורם אמורים להיות תהליכים פנימיים בחברה, ולכן גם זקוק להצדקה ולבחינה. יותר משני עשורים לאחר גיבושם הראשוני של ההסדרים הללו, ויותר מעשור לאחר תיקונים משמעותיים שבוצעו בהם, נייר עמדה זה יבחן את ההסדר הקיים ואת הרציונלים שלו, ישווה אותו להסדרים אחרים ברחבי העולם, וינתח האם הוא מוצדק.

המשך המחקר מחולק כדלקמן: הפרק הראשון מניח תשתית תיאורטית למבני הבעלות המקובלים בתאגידים ציבוריים: בעלות ריכוזית ובעלות מבוזרת, וסוקר את בעיות הנציג הנלוות אליהם, כמו גם התועלות הנובעות מהם. הפרק גם סוקר את ההתפתחות של השוק הישראלי בעניין זה. הפרק השני מתמקד בשוק הבנקאות. בחלקו הראשון הוא מציג את הניתוח התיאורטי לעניין ההשפעה של מבני הבעלות של בנקים על תוצאותיהם הכלכליות, רווחיותם ועילותם. בחלקו השני הוא מציג את המגמות במבני הבעלות של בנקים בישראל בעשורים האחרונים ובחלקו השלישי את המצב המשפטי הנוהג לעניין הסוגיה הספציפית שאליה מחקר זה מתייחס: מינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים. בפרק השלישי מוצגת סקירה השוואתית של ההסדר המשפטי החל לעניין מינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים בשיטות משפט אחרות בעולם על מנת לבחון האם המשפט הישראלי חריג לעניין הזה או שהוא מציג מודל דומה לקיים במדינות אחרות. הפרק הרביעי מנתח באופן עיוני את היתרונות של ההסדר הישראלי לעניין מינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים, ובעיקר את החסרונות שלו הן בפריזמה של דיני התאגידים, הן בפריזמה של דיני רגולציה והן בזו של דיני הבנקאות. הפרק החמישי מציג מספר הצעות לשינוי ההסדר קיים בהתבסס על התובנות שהועלו בפרק הרביעי, ולאחר מכן מוצג הסיכום בקצרה.

א. על בעלות ריכוזית ובעלות מבוזרת

א.1. ניתוח תיאורטי

בחברות ציבוריות מקובלת האבחנה שבין חברות בבעלות ריכוזית וחברות בבעלות מבוזרת. בבעלות ריכוזית הכוונה לחברות שיש בהן בעל שליטה,² שעשוי להיות בעל מניות אחד או קבוצת בעלי מניות שמחזיקה יחדיו את השליטה בחברה. בעלות מבוזרת חברה שבה אין בעל שליטה או גרעין שליטה, והמניות שלה מוחזקות בידי

¹ לסקירת ספרות ומחקרים אמפיריים בנושא חשיבות הדירקטוריון בתאגידים בנקאיים, ראו: Marina Brogi & Valentina Lagasio, *Do Bank Boards Matter? A Literature Review on the Characteristics of Banks' Boards of Directors*, 13 INT'L J. BUS. GOV. & ETHICS 244 (2019).

² שליטה מוגדרת בסעיף 1 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח 189 (להלן – חוק החברות) כשליטה לפי הגדרה בחוק ניירות ערך. חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ס"ח 234 (להלן – חוק ניירות ערך) מגדיר בס' 1 כי שליטה היא "היכולת לכוון את פעילותו של תאגיד, למעט יכולת הנובעת רק ממילוי תפקיד של דירקטור או משרה אחרת בתאגיד, וחזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי השליטה בתאגיד". בעוד ש"אמצעי שליטה" מוגדר כזכות ההצבעה באסיפה הכללית של החברה, או הזכות למנות דירקטורים בתאגיד או את מנהלו הכללי. בנוסף, קובע ס' 268 לחוק החברות כי לעניין עסקאות עם בעלי עניין, בעל שליטה הוא גם מי שמחזיק בעשרים וחמישה אחוזים או יותר מזכויות ההצבעה באסיפה הכללית של החברה אם אין אדם אחר שמחזיק בלמעלה מ-50% מזכויות אלה.

בעלי מניות רבים באופן שלא מקנה לאף אחד מהם את היכולת לכוון את פעילות התאגיד, וגם היכולת שלהם לשותף פעולה ביניהם מוגבלת ביותר לאור פיזור המניות.³

לכל אחד ממבני האחזקה הללו יש השלכות אחרות על הממשל התאגידי של החברה. כפי שיוסבר בהרחבה להלן, בחברה שיש בה בעל שליטה בעיית הנציג המשמעותית יותר, וזו שהדין מנסה להתכתב עימה ולצמצמה, היא בעיית הנציג שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט. החשש הוא מפני ניצול כוחו של בעל השליטה לטובת אינטרסים אישיים שלו, במובחן מהאינטרסים של החברה עצמה, ועל חשבון בעלי מניות המיעוט. כאשר מדובר בחברה שיש בה בעלות מבוזרת, חשש זה מצטמצם כמעט לחלוטין, משום שאין בעל שליטה שיכול לנצל את כוחו באופן זה. בד בבד, מתעצם והולך החשש מפני בעיית הנציג שבין נושאי המשרה לבעלי המניות. כאשר אין בעל שליטה בחברה, קרנם ויכולת השפעתם של נושאי המשרה עולה. הניהול בפועל בידיהם, ואין מי שיש לו אינטרס כלכלי משמעותי ויכולת לפקח על תפקודם בצורה יעילה. האדישות הרציונלית, המאפיינת את בעלי המניות מהציבור בחברה ציבורית,⁴ אינה מאפשרת פיקוח יעיל על נושאי המשרה, כך שהיכולת שלהם לנווט את החברה באופן לא מיטבי, ותוך ניצול כוחם לטובתם על חשבון טובת החברה ובעלי מניותיה גדלים.

בעיית נציג (או כפי שהיא קרויה לעיתים: בעיית הסוכן) מתעוררת במקום שבו לאדם יש כח או סמכות להשפיע על נכסיו הכלכליים והאינטרסים של אדם אחר, כאשר יש ניגודי עניינים פוטנציאליים ופערי מידע בין הצדדים. בעיה זו עשויה להתעורר במגוון נסיבות ותרחישים והיא מבוטאת בחברות ללא גרעין שליטה במתח שבין ההנהלה, שמשפיעה בהתנהלותה על היכולת של החברה למקסם את הפוטנציאל הכלכלי שלה, לבין המשקיעים ההונים שמושפעים באופן ישיר מהשאלה אם פוטנציאל זה ממומש או לא. נושאי המשרה הם הגורמים שמנהלים את החברה הלכה למעשה, ברמה השוטפת והיומיומית. הם בקיאים במידה רבה יותר באתגרי החברה ובמצבה הכלכלי, בוודאי ביחס למשקיעים מהציבור שאינם מעורים בכך ושלעיתים קרובות אין להם את הכישורים המתאימים על מנת לבחון זאת בצורה מעמיקה. פערי הידע והתחכום הללו מובילים לחשש מפני פעולות לא ראויות מצד נושאי המשרה. אם בדרך של חוסר מקצועיות, חוסר אחריות ורשלנות ביחס לנכסי החברה; אם בדרך של נטילת טובות הנאה מהחברה וחתירה לקידום עניינים האישי באמצעות תחת קידום ענינה העסקי ומתוך כך גם עניינים של בעלי המניות. חובות ההתנהגות שנקבעו בחוק החברות מיועדות לצמצם את החששות האלה,⁵ וגם מנגנוני שוק התפתחו בשוק על מנת להתמודד עם זה,⁶ אך הם אינם מאיינים את החשש מפני התנהגות אופורטוניסטית ולא נאותה של נושאי המשרה.

אכן, הגורם המוסמך לנהל את התאגיד מלמעלה ולקבוע את האסטרטגיה העסקית שלו הוא בכל מקרה הדירקטוריון⁷ ולא בעלי המניות או בעל השליטה, גם אם קיים. עם זאת, כאשר חברה מוחזקת בבעלות ריכוזית, גם אם בעל השליטה לא נטל לעצמו כל משרה ניהולית, הכוח האפקטיבי לנווט את ענייני התאגיד מסור בידי

³ זוהי בעיית הפעולה המשותפת. ראו: Robert E. Goodin, *The Collective Action Problem*, in FAIR PRIORITY SETTING AND RATIONING AT THE BEDSIDE 224 (Marion Danis, et al., eds., 2015).

⁴ אדישות זו נגזרת מההפרדה בין הבעלות לשליטה בחברות ציבוריות. ראו: ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY, 64 (1932) (rev. ed 1967). על תופעה זו ראו גם: דב סולומון "אדישות רציונלית של בעלי מניות: כיצד לעורר את ציבור המשקיעים מתרדמתו?" **עיוני משפט** 317 (2016); Chong Shu, *Rational Apathy: The Curse of Shareholder Empowerment in Uncontested Board Elections*, working paper, 2020, available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3487219;

⁵ ראו: סעיפים 252-253 לחוק החברות הקובעים כי נושאי המשרה בחברה חבים לה חובת זהירות, וסעיפים 254-257 לחוק זה המטילים עליהם חובת אמונים לחברה.

⁶ Dan R. Dalton, et al., *The Fundamental Agency Problem and Its Mitigation: Independence, Equity, and the Market for Corporate Control*, 1 ACADEMY OF MANAGEMENT ANNALS 1 (2007).

⁷ ס' 49 ו-92 לחוק החברות.

דרך כח השליטה שלו בחברה.⁸ כך, למשל, השליטה בכח ההצבעה באסיפה הכללית של בעלי המניות מאפשרת לבעל השליטה למנות ולפטור דירקטורים לפי שיקול דעתו והעדפותיו.⁹ קיומו של בעל שליטה דומיננטי ממתן במידה רבה את החשש מפני ניגוד עניינים בין ההנהלה של התאגיד לבין בעלי המניות ובכך מקטין את הצורך בעיצוב מנגנוני שוק או אמצעים משפטיים לשם פיקוח על ההנהלה,¹⁰ שכן בעל השליטה יכול באמצעות הסמכות למנות דירקטורים לפקח על ההנהלה, ויש לו גם תמריץ לעשות כן: הוא משקיע סכום נכבד מהונו ומחזיק נתח גדול מן הזכויות הרכושיות בתאגיד לכן חזקה עליו שישקיע משאבים בפיקוח על ההנהלה הן לשיפור איכות הניהול והן למניעת פעולות של ההנהלה בניגוד עניינים.¹¹

ניתן להצביע על היבטים חיוביים נוספים הנובעים מקיומו של מבנה בעלות ריכוזי. כך למשל, שליטה בחברה מאפשרת לעיתים לקבוצת השליטה להגשים חזון ותוכנית עסקית ייחודית אשר עשויה לתרום לערך החברה, וספק אם הייתה מתממשת ללא ההובלה של בעלי השליטה וזאת מתוך האינטרס החזק של בעל השליטה לקדם את האינטרס של החברה שבה הוא מחזיק ברוב הזכויות.¹² כמו כן, בעל השליטה מתאפיין באופק השקעה ארוך טווח ובהחזקת נתח המניות שברשותו זמן ממושך יחסית, בפרט במקרים שבהם הוא הקים את החברה ורואה בה את מפעל חייו. לציבור המשקיעים ולמשק בכללותו יש חשיבות בניהול אחראי המונע משיקולים ארוכי טווח ומניעת קבלת החלטות המושפעות מראייה לטווח קצר.¹³ בנוסף, בעלי השליטה וההנהלה הממונה על ידיהם נהנים מגישה למידע פנימי ופרטי אודות החברה ובכך יכולים לתרום להשאת רווחיה. שכן, בהשוואה ליתר בעלי המניות הקטנים, האינטרס של בעלי השליטה להשקיע באיסוף מידע, לימודו, ופעולה על פיו גדול יותר.¹⁴ אך בעלות ריכוזית בחברה אין משמעותה רק יתרונות. קיומו של בעל שליטה מעורר את החשש מפני בעיית הנציג שבין הרוב למיעוט. בפרט, החשש הוא שבעל השליטה ינצל את כח השליטה המצוי בידו לשם השגת הטבות לעצמו ולקרוביו ולקידום האינטרסים האישיים שלו על חשבון האינטרסים של החברה ובעלי מניות המיעוט. כך למשל,¹⁵ בדרך של משיכת משכורות מופרזות מהחברה לעצמו או לקרוביו; באמצעות יצירת התקשרויות ועסקאות בחברה שיתרמו לכיסו הפרטי או ליוזמות עסקיות אחרות שהוא שותף בהן; או באמצעות שימוש בנכסי החברה לקידום אינטרסים זרים, ואף כאלה שאינם עסקיים, שעשויים להיות לו.¹⁶ הכוונת פעילות החברה

⁸ ראו יורם דנציגר "דוח בדיקה בעניין בזק", עמ' 12-16 (26.4.2007) - דוגמא הממחישה שגם בעל שליטה שאינו מכהן בתפקיד כלשהו בתאגיד הוא בעל השפעה היא פרשת בזק.

⁹ סי' 87(א)(1) לחוק החברות.

¹⁰ אכן, מחקרים מראים כי ההפרדה בין הבעלות לשליטה מגדילה את עלויות בעיית הנציג. ראו, למשל: Grant Fleming, Richard (2005) 29 J. PACIFIC-BASIN FIN. 13, *Agency Costs and Ownership Structure in Australia*, Heaney & Rochelle McCosker.

¹¹ אסף חמדני **מחקר מדיניות 78: ריכוזיות השליטה בישראל** פרק שני (2009).

¹² אודליה מינס "ההסדר המשפטי החל על פירמידות שליטה בחוק הריכוזיות והשפעתו על שוק ההון והמשק הישראליים: מימצאים ראשוניים" **מחקרי משפט** לא 55, בעמ' 58-59 (2017). ראו גם: M. Maher and T. Andersson, *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth*, in CONVERGENCE AND DIVERSITY OF CORPORATE GOVERNANCE REGIMES AND CAPITAL MARKETS 23, 43 (L. Renneboog, J. McCahery, P. Moerland and T. Raaijmakers eds., 2000). חברות בעלי שליטה קשורות לעתים קרובות גם לפיתוח קשרים חזקים ומושרשים עם ספקים, לקוחות, עובדים ובעלי עניין אחרים (במיוחד נכון לגבי חברות בשליטה משפחתית מה שמסייע לאסטרטגיה ארוכת טווח. בנוסף, חברות כאלה יכולות להגביל את הצורך להפחית את עלויות הסוכנות הניהולית באמצעות הטמעת מנגנוני שכר בכירים הקשורים לביצועים שיכולים להחמיר התנהגות בטווח הקצר על ידי ניהול.

¹³ הספרות הכלכלית והמשפטית מצביעה על בעיות בולטות הנוצרות עקב אינטרסים קצרי טווח של בעלי מניות. ראו, לדוגמה: Lynne L. Dallas, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, 37 J. CORP. L. 264 (2012). Justin Fox & Jay W. Lorsch, *What Good Are Shareholders?*, 90 (7-8) HARV. BUS. REV. 49 (2012).

¹⁴ זוהר גושן "בעיית הנציג" כתאוריה מאחדת לדיני התאגידים **ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקצ'יה – חיבורי משפט** 239, 266-267 (1997).

¹⁵ מכלול הרווחים וההטבות שבעל השליטה יכול להפיק ממעמדו נקרא בדרך כלל: Private benefits of control.
¹⁶ עדי ליבזון "רכישות ממונפות: סימפטום של מזק ריכוזי או אמצעי לצמצום ריכוזיות?" **מחקרי משפט** לא, 317 (2017). לדוגמא, מקובל להניח שחלוקת הון אגרסיבית לצורך מימון רכישה ממונפת הנה ביטוי נוסף לתופעה של "סחיטת ערך פרטי" מהחברה על ידי בעלי השליטה. חלוקת הון על ידי החברה נתפסת כצעד העומד בניגוד לאינטרס של משקיעי החברה לטווח הארוך, הנובע מהאינטרסים הצרים של בעלי השליטה.

ממניעים של הפקת תועלת פרטית על חשבון בעלי מניות המיעוט מובילה לדפוס פעולה בלתי יעיל המסב נזקים הן לציבור המשקיעים והן למשק בכללותו, שכן בעל השליטה שולט בפועל בנכסי החברה, ומשפיע על קבלת ההחלטות בנוגע לנכסים אלה.¹⁷ כפי שהוזכר לעיל, בעלי מניות מקרב הציבור נוטים שלא לממש את זכות ההצבעה באסיפה הכללית, בשל תופעת האדישות הרציונלית המשוויכת אליהם, ולפיכך מעורבותם בקבלת ההחלטות בחברה דלה,¹⁸ ויכולתם לפקח על התנהלות בעל השליטה מוגבלת ביותר, מה שמעצים את יכולת בעל השליטה לנהוג באופנים אלה.

ודוק: להחזקת בלוק שליטה יש מחיר כלכלי מבחינתו של בעל השליטה, מכיוון שהיא כרוכה בעלויות פיקוח על ההנהלה, באובדן נזילות של כספיו המושקעים בחברה, ובפיזור מופחת של הסיכון שלו. היכולת לנצל הטבות פרטיות מתוך השליטה הזו היא זו שמאזנת את העלויות האמורות מבחינתו של בעל השליטה, ומצדיקה מבחינתו את השליטה. ניתן לטעון שהחוק והרגולציה צריכים להגביל את היכולת שלו לנצל הטבות מכח השליטה.¹⁹ ניתן לטעון מנגד, כי צריכה מסוימת של הטבות פרטיות אינה בהכרח שלילית, מכיוון שהיא זו שמתמרצת את בעל השליטה לספוג עלויות פיקוח ולהוביל לביצועים טובים יותר לחברה. כלומר, התועלת המצרפית עשויה להיות עדיין חיובית גם אם לוקחים בחשבון את ההטבות שיזלגו לכיסו של בעל השליטה ומקורביו. בסופו של דבר ניתן לומר שבהחלט ייתכן שהן בעל השליטה והן בעלי המניות מהציבור ירוויחו מהשליטה – בעל השליטה מהתועלות הגלומות בשליטה ומיכולתו לממש את החזון שלו בחברה דרך השליטה בה, ובעלי המניות דרך צמצום בעיית הנציג אל מול נושאי המשרה בעקבות הפיקוח והמעורבות של בעל השליטה.²⁰

אם כן, בעלות ריכוזית מצמיחה עלויות ותועלות שונות, ואתגרים שעל המחקר והרגולטור להידרש אליהם במקרים מסוימים שבהם יש כשל שוק ואין מנגנוני שוק ממתנים. עלויות ותועלות המשולבות זו בזו צומחות גם בחברות עם בעלות מבוזרת. בחברות עם בעלות מבוזרת המניות מפוזרות בקרב הציבור הרחב ואין גרעין שליטה דומיננטי בעל יכולת הכרעה בחברה. בחברות מסוג זה הכוח האפקטיבי לנווט את פעילות התאגיד מצוי בידי השדרה הניהולית, ובפרט הדירקטוריון וההנהלה. חברות ללא גרעין שליטה מצמצמות ואף מנטרלות סוגיות של תיעול ערך לטובת בעל שליטה שכן תאגיד בבעלות מבוזרת מתאפיין בהפרדה בין הבעלות במניות התאגיד לבין השליטה בו. ניווט התאגיד נתון בידי הנהלה מקצועית שאינה מחזיקה בנתח משמעותי ממניות התאגיד

¹⁷ על פי התפיסה המקובלת, בעל השליטה מחפש גרעין שליטה בתאגיד כדי לנצל את מעמדו הדומיננטי ולצרוך הטבות פרטיות על חשבון בעלי מניות המיעוט. הוא יכול להשיג הטבות כספיות על ידי התקשרות בעסקאות עצמיות, עסקאות במנהור (= עסקאות בתוך קבוצה עסקית או מבנה בעלות פירמידלי, בתנאים שמטרתם להעדיף את בעל השליטה) או העסקת בני משפחה. כמו כן, בעל השליטה גם יכול להשיג הטבות לא ממנויות על ידי חיזוק מעמדו החברתי או הפוליטי באמצעות השפעתו על החלטות תאגידיות. ראו: Renee M. Stulz, *The Limits of Financial Globalization*, 60 J. FIN. 1595, 1597 (2005) טוען כי ריכוז בעלות מגביל את הצמיחה הכלכלית, חלוקת סיכונים, פיתוח פיננסי והשפעת גלובליזציה פיננסית.

¹⁸ ראו סולומון, לעיל הערה 4. ראו גם: Ronald Gilson and Jeffrey Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism*, 125 YALE L.J. 560 (2016).

¹⁹ Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1641, 1663-64 (2006). יש שתי בעיות בהסבר זה. ראשית, הוא מניח שרוב בעלי השליטה ברחבי העולם הם אופורטוניסטים שמנצלים שווקים לא מושלמים והגנות חלשות לבעלי מניות המיעוט. שנית, זה לא יכול להסביר את הנוכחות המשמעותית של בעלות מרוכזת בארצות הברית ובמדינות אחרות עם חוקים חזקים להגנת משקיעים שכן, בעלי שליטה קיימים גם בתחומי שיפוט עם חוק טוב.

²⁰ Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 YALE L.J. 560 (2016). המאמר מזהה פשרה מהותית, הנובעת ממידע א-סימטרי וחילוקי דעות, בין החתירה של היזם, בעל השליטה, לחזונו האידאוסיןקרטרי לבין הצורך של המשקיעים בהגנה בפני עלויות נציג. יזמים ומשקיעים מטפלים בקונפליקט הבלתי נמנע הזה באמצעות מבני בעלות שונים, שלכל אחד מהם הקצאות שונות של שליטה וזכויות תזרים מזומנים. מכאן, אין לראות בבעלות מרוכזת כרוע בלתי נגיש. להיפך, הוא יוצר ערך עבור בעלי שליטה ומיעוט כאחד. חשוב לציין, כאשר החזון אידאוסיןקרטרי של היזם יתממש בסופו של דבר, ההטבות יחולקו באופן יחסי לכל המשקיעים. המאמר מספק תובנות חשובות להגנה על משקיעים ולדוקטרינה ומדיניות של דיני תאגידים. הכותבים טוענים כי דיני תאגידים עבור חברות ציבוריות עם בעלי שליטה צריכים לאזן בין הצורך של בעל השליטה להבטיח את החזון אידאוסיןקרטרי שלו מול הצורך של המיעוט בהגנה.

ובעלי המניות, לעומת זאת, אינם מעורבים באופן פעיל בניהול. להפרדה זו בין בעלות לשליטה יתרון ברור: היא מאפשרת פיזור סיכונים ומשאירה את משימת הניהול בידי אלה שמתמחים בכך. תפקיד יו"ר הדירקטוריון הינו אבן בניין מרכזית בעיצוב הממשל התאגידי הנאות של החברה. בחברה ללא גרעין שליטה עליו להיות בראש ובראשונה בעל יכולת מנהיגות שתאפשר לו לנהל דירקטוריון אשר לחבריו עשויים להיות דעות ומגוונות. מכאן, הנחת המוצא היא שבחברות ללא גרעין שליטה, קיימת הסתברות גבוהה יותר שהדירקטורים יהיו בעלי רקע וניסיון שונה, ומשכך בעלי השקפה מגוונת. וזאת בשונה מחברות עם גרעין שליטה, שם במרבית המקרים בעל השליטה הוא זה שקובע את זהות הדירקטורים ומשפיע על אופי הדיונים בדירקטוריון.²¹

אולם בצד היתרונות, כאשר אין בעל שליטה בתמונה, לו זהות אינטרסים גבוהה עם שאיפות הרווח של החברה ותמריץ כלכלי משמעותי לפקח באופן אפקטיבי על פועלים של המנהלים, כוחם של המנהלים עולה ויש חשש שמא יפעלו לקידום טובתם האישית גם על חשבון בעלי המניות, העובדים, הנושים וקהלים אחרים ("שלטון מנהלים").²² יכולת ההשפעה של ההנהלה בקשר לניהול העסקים השוטפים ולגבי ההחלטות הנוגעות בענייני החברה לטווח הארוך וניגודי עניינים בין ההנהלה למשקיעים עלולה לבוא לידי ביטוי במגוון דרכים: תשלומים מופרזים של שכר ותנאים נלווים לחברי ההנהלה; מינוי מקורבים לתפקידי מפתח; הנעת התאגיד לביצוע עסקאות שחברי ההנהלה מפיקים מהן טובות הנאה אישיות ואף הרחבה בלתי מוצדקת של היקף הפעילות של התאגיד; ניהול רשלני, לרבות סירובה של ההנהלה כושלת לפנות את מקומה כדי לאפשר למנהלים מוכשרים יותר להנהיג את התאגיד ועוד. בנוסף, כאשר אין בעל שליטה, גם אם מתפתחת מעורבות ודומיננטיות של משקיעים מסוימים מהציבור בהצבעה באספה הכללית, היא עלולה לפגום באיכותו של הליך קבלת ההחלטות בחברה ולהוביל להחלטות לא יעילות, וכפועל יוצא מכך לסכל את התכלית של השאת רווחי החברה. זאת משום שבעוד שבעל השליטה מאופיין באופק השקעה לטווח רחוק, המשקיעים מהציבור לרוב משקיעים בחברה לצורך גריפת רווחים בטווח הזמן הקצר. כך שהאינטרס שלהם לאו דווקא עומד בקנה אחד עם האינטרס של החברה, ככל שמדובר באינטרסים לטווח ארוך.²³ וזאת מעבר לכך שבעלי מניות מקרב הציבור לוקים במקרים רבים בהעדר מומחיות, בחוסר הבנה עסקית ובאי בקיאות בענייני החברה, בניגוד לבעלי השליטה וההנהלה הממונה על ידיהם. גם כאשר מדובר במידע ציבורי ונגיש על החברה, היכולת המקצועית והתמריצים של בעלי המניות מן הציבור לעבד אותו לצורך קבלת החלטות אופרטיביות מוגבלים, ולכן הם עלולים לקבל החלטות שגויות ותת מיטביות, שלא ישיאו את התועלת שלהם.²⁴

תופעת האדישות הרציונלית שמובילה למעורבות נמוכה בהליך קבלת ההחלטות ורמת פיקוח נמוכה ולא אפקטיבית מצד בעלי המניות מהציבור חריפה יותר ככל שמדובר בחברה בבעלות מבוזרת. זאת משום שבעוד שבחברה בבעלות ריכוזית יש ייצוג לבעלי הזכות ההונית על החברה, באמצעות בעל השליטה, בחברה בבעלות

²¹ אנטרופי "נייר עמדה בנושא: ממשל תאגידי מאוזן בחברות ללא גרעין שליטה" חלק שלישי, עמ' 18 (2019), נייר-בנושא-חברות-ללא-גרעין-שליטה [pdf \(entropy.co.il/2019-מרץ\)](http://entropy.co.il/2019-מרץ).

²² חלק ראשון: ממשל תאגידי ללא גרעין שליטה בשוק ההון הישראלי, יו"ר דירקטוריון בחברה ללא גרעין שליטה, עמ' 11. ²³ אילון בלום ואח' "שוויה של השליטה בחברה ציבורית בעקבות רפורמות מקיפות בממשל התאגידי הישראלי" **משפטים** נא 769, בעמ' 802-804 (2019).

²⁴ ראו Dallas, לעיל הערה 13. בעל השליטה אינו יכול להעלים את סיכוני הטווח הארוך, משום שמכירת בלוק השליטה בחברה לגורם אחר כרוכה בבדיקת נאותות קפדנית אשר תחשוף סיכונים אלה, ולכן הוא שוקל את ההשלכות של החלטה העומדת להצבעה לאורך כל חייה החברה. לעומת זאת, בעלי המניות מקרב הציבור מתאפיינים בראייה קצרת טווח, ומכוונים את השקעתם לקצירת רווחים מהירים ולכן יש להם אינטרס לקבל החלטות המשפרות את ביצועי החברה בטווח הקצר, אף אם הן יסבו נזק בטווח הארוך, כל עוד הנזק בטווח הארוך לא יבוא לידי ביטוי במחיר המניה בטווח הקצר.

²⁴ אוריאל פרוקצ'יה **דיני חברות חדשים בישראל – דין נוהג, דין רצוי והדרך לחקיקה** 196 (1989). כמו כן, לנוכח האדישות הרציונלית שמאפיינת את ציבור המשקיעים, אין להם תמריץ לאסוף את המידע הדרוש לצורך קבלת החלטה מושכרת באספה, לעבדו ולנתחו כראוי.

מבזרת הדירקטוריון והנהלת החברה הם המובילים העיקריים והאדישות של בעלי המניות מובילה לכך שלאינטרסים של בעלי הזכות ההונית אין ייצוג והשפעה.²⁵ עקרונית, היה אפשר לצפות מבעלי המניות לפקח על ההנהלה במסגרת זכות ההצבעה שלהם באסיפה הכללית המהווה מנגנון בקרה חשוב שנועד להבטיח כי הנהלת החברה והדירקטוריון שלה פועלים לטובת החברה. אולם בחברות ללא גרעין שליטה, פעמים רבות אין למשקיעים יכולת או תמריץ לעשות כן, שכן, יכולת השפעה נמוכה על קבלת ההחלטות אינה מצדיקה, מבחינה כלכלית, את השקעת המשאבים הנדרשים לשם בחינה ראויה של הצעות ההחלטה העומדות להצבעה ואת הנשיאה בעלות הכרוכה בהשתתפות באסיפה הכללית. כמו כן, כאשר ניהול ענייני החברה אינו מוצא חן בעיני המשקיעים, הם מעדיפים למכור את המניות המוחזקות על ידיהם במקום לממש את הזכות שלהם להצביע באסיפה הכללית במטרה להשפיע על אופן ניהול החברה.²⁶

במקביל לעליית כוחם היחסי של מנהלי החברה במציאות של בעלות מבזרת, עולה גם כוחם היחסי של בעלי מניות מיעוט דומיננטיים שאינם בעלי שליטה ואלו עושים שימוש בכוחם בכדי להשפיע ולהכווין את פעולות החברה.²⁷ במצב זה, יכולים בעלי מניות דומיננטיים ואקטיביסטים, המחזיקים בשיעור נמוך של מניות החברה, להשפיע ואף להטות את הכף בהחלטות המתקבלות בחברה ולהכווין את עסקי החברה. בעלי מניות אלו, שניתן לכנותם בעלי כוח הכרעה, עשויים, במקרים מסוימים, להשפיע על החברה כפי שמשפיעים בעלי השליטה ולצבור כוח הדומה לכוחם.²⁸ משקיעים אקטיביסטים כמו קרנות גידור עשויות לנצל את העובדה שיש להן כוח יחסי גדול בחברה כדי לכוון את עסקי החברה. ודוק. אין סיבה להניח א-פריורית כי הכוונה כזו תהיה לא יעילה או תזיק לאינטרס של החברה. אך במצב של חברה בעלות מבזרת עליית כחם היחסי של משקיעים אלה מובילה לחששות דומים לשימוש בכח מצידו של בעל השליטה. אלא שבעוד שאצל בעל השליטה שיעור האחזקה הגבוה מוביל להנחה שהאינטרס הכלכלי שלו קרוב לזה של החברה באופן טבעי, משום שהצלחתה פירושה בדרך כלל גם הצלחתו, שיעור האחזקה של קרנות אלה בחברה קטן יותר, ולכן הנחה זו לא בהכרח מתקיימת לגביהן. במילים אחרות, בקרנות כאלה יש פער בין הכוח הפורמלי המשתקף בשיעור האחזקות שלהן לבין הכוח האפקטיבי הבא לידי ביטוי בהשפעתן בפועל על המתרחש בחברה.²⁹

²⁵ ראו לעיל הערה 4. ס' 46 לחוק ניירות ערך ביטל את חופש הגיוון בחברות ציבוריות וקבע חובת שוויון בזכויות הצבעה – קול אחד למניה אחת ("one share, one vote").

²⁶ על הצבעה ברגליים של בעלי מניות בחברה ציבורית כפתרון מקובל לאי שביעות רצונם מהתנהלות החברה או ה"פ" (מחוזי ת"א) 275/84 **ברקי פטה המפרס (ישראל) בע"מ נ' טמפו תעשיות בירה בע"מ**, פ"מ תשמ"ז 87,84 (1986).

²⁷ אסף חמדני וקובי קסטיאל "בעלות מבזרת, שליטה ושיתופי פעולה בין גופים מוסדיים במינוי דירקטורים" **המשפט** כו 265 (2020) (המאמר בוחן את שיתופי הפעולה בין משקיעים מוסדיים במינוי דירקטורים בחברות ללא גרעין שליטה).

²⁸ מורן אופיר "חובת ההגיונות, בעלי כוח הכרעה וחברות ללא גרעין שליטה" **משפטים** נג (עתיד להתפרסם, 2023). ביזור הבעלות יגדיל גם את כוחם של שחקנים נוספים – המשקיעים המוסדיים אשר מנהלים את כספי הציבור. בהיעדר בעלי שליטה יעבור חלק ניכר מהכוח לשחקנים אלו. בשל כך, חוק החברות מטיל חובת הגיונות לא רק על בעלי שליטה אלא גם על בעלי כוח הכרעה אלא שלצד החובה בולטת העדרה של הגדרה ברורה ומפורשת למושג כוח הכרעה. ראו גם: Nicole Stracar, *Applying a New Regulatory Framework to Interested Transactions by Minority Shareholders*, 20 U. PENN. J. BUS. L. 993. 1018-1020 (2018) (המחקר טוען כי במקרים רבים בעלי מניות מיעוט המחזיקים פחות מ-5% ממניות החברה, מצליחים להוביל לשינוי ולהטות את הכף בהכרעות המתקבלות באסיפה, ולכן יש לשנות את התפיסה המתבססת על הרף לבחינת כוח ההשפעה של בעלי מניות מיעוט).

²⁹ Umakanth Varottil, *Minority Shareholders' Rights, Powers and Duties: The Market for Corporate Influence*, 2-3 NUS Law Working Paper 2020/006, February 2020 (טוען כי בעלי מניות מיעוט בחברות הם הטרוגניים, בעלי אינטרסים שונים ומטרות מגוונות דבר היוצר, בפני עצמו, בעיית נציג בין בעלי מניות מיעוט מסוימים לבעלי מיעוט אחרים. השוני במיחות בעלי מניות המיעוט ועליית כוחם של גורמים מוסדיים רבים שוברת את התפיסה לפיה בעלי מניות מיהות מחזיקים באינטרסים זהים ומחייבת שינוי חקיקתי. לדבריו, השינוי המרכזי שגרם להטרוגניות המתוארת בקרב בעלי מניות המיעוט הוא ריבוי הגופים מוסדיים, לא רק במדינות בהם רווחת בעלות מבזרת (ארה"ב ובריטניה) אלא גם במדינות בהן המודל השכיח הוא חברות להן בעלי שליטה משמעותיים. הגופים מוסדיים מתחלקים לגופים אקטיביסטים המעורבים בהתנהלות החברה ושואפים להכווין את פעילותה כמו קרנות הגידור ולגופים פאסיביים שנמנעים מלהשתתף בהכוונת פעולות החברה כמו קרנות הסל, קרנות פנסיה וקרנות השקעה נוספות).

הדיון בבעלי מניות מיעוט בעלי כוח הכרעה אינו ייחודי למשפט הישראלי, בעלי מניות אלה מעסיקים בשנים האחרונות הן את החוקרים, הן רגולטורים והן את בתי המשפט ברחבי העולם.³⁰ השינוי במהות בעלי מניות המיעוט בחברות ציבוריות בא לידי ביטוי בירידה באחזקות המשקיעים הפרטיים ובהגדלת אחזקותיהם של הגופים המוסדיים ובפרט קרנות הגידור.³¹ הכתיבה בנושא מתייחסת הן לתופעת כוח ההכרעה הנתון לבעלי מניות מיעוט, הן לבעיית הנציג הנוצרת בשל קיומו של כוח ההכרעה והן בפתרונות שהוצעו לצמצום בעיית נציג זן.³²

מעניין לציין, כי מאז סוף שנות ה-90 של המאה הקודמת, הספרות המשפטית והפיננסית מצאה קשר בין רמות גבוהות של הגנה משפטית על משקיעים ופיזור בעלות. התפיסה המקובלת הייתה שחברות מבוזרות מתפתחות ושולטות בסביבה משפטית של חוקים "טובים", קרי כאלה המגנים בצורה אפקטיבית על המשקיעים, בעוד שבעלי שליטה התפתחו בעיקר בשיטות משפטיות עם הגנה נחותה יותר. אך מחקרים מראים שהשקפה זו אינה מדויקת.³³ בעוד שהסדרים משפטיים לא מיטביים אכן הפריעו לפיזור הבעלות, הסדרים יעילים התירו מגוון של מבני בעלות. זאת משום שבעלות מרוכזת ומבוזרת הן חלק מרצף של התפלגות בעלות אפשרית בתגובה לשינויים בעלויות הנציג והחשיבות היחסית של השליטה במדינה או בתעשייה מסוימת, הנובעת מהיתרונות הלא ממוניים הנלווים לשליטה בחברה שבעבר נזנחו בדיון בנושא.³⁴ נקודה זו חשובה להבנה גם בהקשר הישראלי הרחב, כמו גם בהקשר של שוק הבנקאות הישראלי באופן ספציפי, כפי שנראה בהמשך.

א.2. בעלות ריכוזית ומבוזרת בשוק ההון בישראל

המשק הישראלי מאופיין מאז קום המדינה בבעלות ריכוזית ברוב המכריע של החברות בשוק. בכל זאת, חלו בעניין זה תמורות לא מעטות בעשרות השנים האחרונות, והן מקבילות במידה רבה לתמורות שחלה בשוק הבנקאות, ומכאן שראויות לבחינה ולהתייחסות. כאמור, בעבר מרבית החברות הנסחרות היו חברות בבעלות ריכוזית, הנשלטות על ידי קבוצות שליטה.³⁵ לא זו אף זו, הריכוזיות בשוק התבטאה לא רק בריכוזיות בכל

³⁰ בחברות בבעלות מבוזרת ניתן לצפות מבעלי מניות מיעוט לעוות את קבלת ההחלטות בתאגיד בנושאים הנוגעים בהזדמנויות עסקיות, אסטרטגיות, עסקאות בניגוד עניינים, הצעות רכישה ומינור נושאי משרה בחברה. בהקשרים אלה ניתן לצפות מבעלי מניות מיעוט לעשות בחירות לא לטובת החברה ובדגש על השאת הרווחים שלהם לטווח הקצר. להרחבה ראו: Lucian A. Bebchuck & Kobi Kastiel, *The Perils of Small-Minority Controllers*, 107 GEO. L.J. 1453 (2019). המאמר מספק ניתוח של המניעים, השכיחות, העלויות וההשלכות המדיניות של בעלי מניות מיעוט ומציג כיצד ניתן לצפות שעלויות אלה יסלימו ככל שהנתח של בעל השליטה יורד. כמו כן, המאמר מציג את המנגנונים בהם עושים שימוש בעלי מניות המיעוט כדי לשמר על כוחם למרות שהם לוקחים חלק קטן מההון של החברה.

³¹ מבנה הבעלות הדומיננטי בשוק האמריקאי הוא מבוזר ולכן בארה"ב מתנהל בשנים האחרונות דיון ציבורי ענף בעליית כוחם של המשקיעים המוסדיים, של קרנות הגידור ושל חברות ההשקעה הגדולות ובהתנהלות האקטיביסטית של חלק ממשקיעים אלה. להרחבה ראו: Assaf Hamdani & Sharon Hanes, *The Future of Shareholders Activism*, 99 BOSTON U. L. REV. 972 (2019). ³² Andrew Baker, et al., *The Evolving Battlefronts of Shareholder Activism*, Rock Center for Corporate Governance, Stanford University Working Paper (forthcoming, 2023).

³³ Gilson, לעיל הערה 19, בעמ' 1641, 1650. ³⁴ שם. גילסון טען שהטריטוריה והתעשייה משפיעות על ההנאה מהיתרונות הללו. מכיוון ששוודיה היא אזור שיפוט קטן, בעלי השליטה בחברות גדולות נהנים מיתרונות לא ממוניים גדולים יחסית בצורה של כוח חברתי ופוליטי בהשוואה למקביליהם בארצות הברית. ההתמקדות ביתרונות אלה גם מסייעת להסביר מדוע בעלות מרוכזת בארצות הברית בסביבות 2006 התרחשה באופן לא פרופורציונלי בתעשיות התקשורת, ההוצאה לאור והדפוס, מה ששם את בעלי השליטה שלה "במרכז של סוגיות ציבוריות ותרבותיות מרכזיות, עם פוטנציאל להשפיע על תוצאה".

³⁵ כך, לפי מחקר שנערך בסוף שנות ה-90 של המאה הקודמת, רק בחברה אחת מתוך עשרים החברות הציבוריות הגדולות בישראל לא היה בעל מניה המחזיק יותר מ-20% ממניותיה; במחציתן משפחה אחת מחזיקה יותר מ-20% מהמניות; כמו גם ב-60% מהחברות הבינוניות בישראל. ראו: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. FIN. 471 (1999). מחקר ישראלי אחר מ-2008 הראה שב-70% מהחברות הנסחרות במדד תל אביב 100 יש בעל שליטה. ראו: קונסטנטין קוסנקו "התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק" מחלקת המחקר – בנק ישראל (אפריל, 2008), <https://boi.org.il/media/avhnjwxw/dp0802h.pdf>.

חברה בפני עצמה, אלא בריכוזיות שוקית באופן זה שמספר יחידים או משפחות שלטו בכמה חברות במקביל ובריכוזיות כלל-משקית, קרי מספר מצומצם של בעלי שליטה ששולט בתאגידים שונים בשווקים מגוונים בשוק.³⁶ מבנה השליטה הרווח היה באמצעות "פירמידות שליטה", קרי שליטה בחברה השולטת בחברה אחרת, אשר זו בתורה שולטת בחברה נוספת ועוד.³⁷ הריכוזיות בשוק הישראלי החלה להשתנות בעשורים האחרונים. הסיבות לכך עשויות להיות שונות ומגוונות, אך ככל הנראה נובעות משני פרמטרים מרכזיים. האחד, בשל ההתפתחות בכלכלה ובמשק הישראלי. השני, הוא בשל השינויים בהסדרים המשפטיים והרגולטוריים החלים על חברות אלה ועל בעלי השליטה בהן. כך, למשל, תיקון מס' 16 לחוק החברות³⁸ הגדיר בצורה יותר קפדנית את סמכויותיהם ואת אופן תיפקודם של הדירקטוריון וועדת הביקורת, מינויים של דירקטורים חיצוניים, העלה את דרישת הרוב הנדרש באישור עסקה חריגה עם בעל שליטה בחברה ציבורית, החיל כללי ממשל תאגידי שעל החברה לבחור במתכונת "אמץ או גלה" והוראות נוספות שתכליתן במידה רבה להגן על בעלי מניות המיעוט. בסמוך לאחר מכן נחקק החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות,³⁹ שפעל גם הוא לצמצם את כוח השליטה של בעלי השליטה דרך המבנה הפירמידלי שהיה מועדף על רבים מבעלי השליטה בשוק ההון בעבר, כפי שצויין קודם, וזאת באמצעות שלילת מבנה פירמידלי מעבר לשתי שכבות אחזקה בחברות ציבוריות;⁴⁰ חיוב בהפרדה בין אחזקות בתאגידים ריאליים לבין פיננסיים; וכן חיוב באישורים של ועדת הריכוזיות לפני הקצאה של זכויות כמתן רישיון או התקשרות חוזית בשווקים מסוימים ובחינת שיקולי ריכוזיות כלל-משקית בהקצאות כאמור.⁴¹

התוצאה של ההסדרים הללו כמו גם התפתחויות משקיות וגלובליות נוספות הייתה ששיעור החברות הציבוריות שיש בהן גרעין שליטה הלך ופחת עם השנים, ושיעור החברות המוחזקות בבעלות מבוזרת הלך וגדל.⁴² לכאורה, מגמה זו חיובית שכן היא מצמצמת את הריכוזיות, אותו מאפיין של המשק הישראלי שחייב לדעת המחקר הסדרים משפטיים, חלקם ייחודיים, לשוק הישראלי. היא גם מתבקשת שכן אם התועלת שיכול להפיק בעל השליטה כתוצאה משליטתו בחברה הציבורית יורדת, בשל הסדרים משפטיים קפדניים יותר שלא מאפשרים לו להפיקה בקלות, התוצאה הטבעית היא צמצום ריכוזיות השליטה.⁴³ אך כפי שהוסבר קודם לכן, גם לבעלות מבוזרת יש קשיים. מחקרים עדכניים מראים כי שוויה של השליטה בחברות ציבוריות בישראל ירד משמעותית בעשורים האחרונים והוא קטן בשני שליש לעומת מחקרים קודמים בנושא.⁴⁴

לפיכך, ולאור ההתעצמות של מגמה זו, משרד המשפטים גיבש הצעת חוק המיועדת להתמודד עם בעיות הנציג הנלוות למאפיין שוקי זה.⁴⁵ זאת לאור העובדה שההסדרים המשפטיים עד כה ניסו להתמודד בצורה אפקטיבית עם תופעת ריכוזיות השליטה, ופחות היו ערוכים ומותאמים לנסיבות של ביזור אחזקות. כך, למשל, מוצע

³⁶ על הגדרת ריכוזיות ועל ההבדל בין ריכוזיות בשוק הספציפי לבין ריכוזיות כלל-משקית, ראו: עדי אייל "השימוש הציבורי בדיני התאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני-שינוי" **דין וחברים** 31, בפרק ג (2012).

³⁷ חמדני, לעיל הערה 11, פרק ראשון.

³⁸ ראו: חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ח 390. וכן ראו: הצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010, ה"ח 566.

³⁹ ס"ח 92 (להלן – חוק הריכוזיות).

⁴⁰ על ההשלכות של חוק הריכוזיות ראו: מינס, לעיל הערה 12.

⁴¹ על חוק הריכוזיות, ראו: עדו לחובסקי **דיני חברות: חברה יחידה ואשכול חברות** פרק 12 (2014).

⁴² אופיר, לעיל הערה 28, בפרק א.

⁴³ ראו: Rafael La Porta, et al., לעיל הערה 35.

⁴⁴ בלוס, לעיל הערה 22.

⁴⁵ הצעת חוק החברות (תיקון מס' 36) (ממשל תאגידי בחברות ציבוריות שאין בהן בעל שליטה), התשפ"ב-2022, ה"ח 1222 (להלן – הצעת חוק ממשל תאגידי בחברות ציבוריות שאין בהן בעל שליטה).

שבחברה שאין בה בעל שליטה רוב הדירקטוריון יורכב מדירקטורים בלתי תלויים,⁴⁶ תחת דירקטורים חיצוניים,⁴⁷ וכן שיחוקקו שינויים הנוגעים לדרך אישור עסקאות עם בעלי עניין בחברה שאין בה בעל שליטה כשהעסקה היא עם בעל מניות דומיננטי. לעניין הסוגיה המתעוררת במחקר זה, מוצע בהצעת החוק לקבוע חובה קוגנטית למנות ועדת מינויים בחברה ציבורית שאין בה בעל שליטה, שמספר חבריה לא יפחת משלושה ורוב חבריה יהיו דירקטורים בלתי תלויים. תפקיד ועדה זו יהיה להמליץ לדירקטוריון על מדיניות המינויים של החברה ולהמליץ על מועמדים שיומלצו על ידי הדירקטוריון לאסיפה הכללית.⁴⁸ הרעיון הוא לגבש מנגנון שמצמצם את היכולת של הנהלת החברה להשפיע על תהליך זה, באמצעות ועדה מקבילה לוועדת ביקורת שרוב חבריה אינם גורמי פנים בחברה, למעט עצם תפקידם כחברי דירקטוריון. יודגש כי גם בהצעת החוק עדיין נשמרת זכותו של בעל מניה המחזיק 1% מזכויות ההצבעה באסיפה הכללית להציע מועמד לחבר דירקטוריון, והקמתה של ועדת המינויים אינה שוללת זכות זו. הצעת החוק יוצאת מנקודת הנחה שמינויים לדירקטוריון הם קריטיים בחברה בבעלות מבוזרת, שכן בעלי המניות ממנים את הדירקטורים שהם בסופו של דבר אלה שמסוגלים הלכה למעשה לפקח על ההנהלה, ולצמצם את בעיית הנציג שבינה לבין בעלי המניות.⁴⁹ לכן נדרש לטייב את התהליך הזה ולאפשר לדירקטורים הבלתי תלויים לעצבו ולקחת בו חלק משמעותי. כך, למשל, מוצע לעגן את זכותם של דירקטורים אלה לקבל מידע מהחברה, בשל מעמדם העצמאי והמשקל שניתן להם בממשל התאגידי של חברה בבעלות מבוזרת ועל מנת לצמצם את פערי המידע בינם לבין ההנהלה בפועל.⁵⁰

המטרה של השינויים הללו היא להתמודד עם האתגרים החדשים שנלווים למבנה השליטה של חברות שאין בהן בעל שליטה. למותר לציין, כי ההסדרים המוצעים שונים מההסדרים הנוגעים לתאגידים בנקאיים ללא בעל שליטה, שבהם מתמקד נייר עמדה זה ושאליהם נגיע בפרק הבא.

ב. מבנה הבעלות בתאגידים בנקאיים

ב.1. בעלות מבוזרת וריכוזית בתאגידים בנקאיים – ניתוח תיאורטי

תאגידים בנקאיים הם בראש ובראשונה חברות עסקיות. ככאלה, המגמות המתרחשות בשוק ההון באופן כללי אינן פוסחות גם עליהם. לאור התפקיד המרכזי של תאגידים מהסוג הזה בכלכלה, הן זו המקומית והן הגלובלית,⁵¹ חשוב לבחון את ההשלכות של מבני השליטה השונים במקרה הספציפי שלהם. מחקרים שונים בחנו את ההשפעה של מבנה הבעלות בתאגיד הבנקאי על תוצאותיו הפיננסיות, יכולת השרידות שלו ואפקטיביות הפיקוח על התנהלותו. הממשל התאגידי עשוי להיות בעל השפעה מהותית על יעילותו, רווחיותו ויציבותו

⁴⁶ דירקטור בלתי תלוי מוגדר בסעיף 1 לחוק החברות כדירקטור חיצוני או דירקטור שמתקיימים בו התנאים של דירקטור חיצוני והוא אינו מכהן כדירקטור בחברה מעל תשע שנים רצופות ומונה או סוג ככה.

⁴⁷ התנאים לכשירותו של דירקטור חיצוני קבועים בסעיף 240 לחוק. הדגש בדירקטורים החיצוניים הוא מניעת קרבה או קשר לבעל השליטה, על מנת שהם יוכלו לשמש בתפקידם כגורם אובייקטיבי שיבחן את טובת החברה ללא השפעה מצד בעל השליטה. בחברה שאין בה בעל שליטה האספקט הזה ממילא לא רלוונטי ולכן מוצע שבחברות אלה הדגש יושם על כך שהדירקטור הוא בלתי-תלוי, כלומר דירקטור שאין לו זיקה/תפקיד בחברה עצמה. הצעת חוק ממשל תאגידי בחברות ציבוריות שאין בהן בעל שליטה, בסעיף 7.

⁴⁸ הצעת חוק ממשל תאגידי בחברות ציבוריות שאין בהן בעל שליטה, סעיף 6.

⁴⁹ שם, בדברי ההסבר לסעיפים 6 ו-8.

⁵⁰ שם, בסעיף 19.

⁵¹ כך נוצר, למשל, משבר האשראי של 2007-2008. ראו: Joseph Ackermann, *The Subprime Crisis and Its Consequences*, 4 J. FIN. STABILITY 329 (2008); Anthony Sanders, *The Subprime Crisis and Its Role in the Financial Crisis*, 17 J. HOUSING ECON. 254 (2008).

הכלכלית של התאגיד הבנקאי.⁵² כך, מחקר אמפירי שנערך בקרב כ-75 תאגידים בנקאיים באירופה הראה כי בתאגידים מבוזרים יש יעילות קטנה יותר בחיזוי קשיים וניתוח פחות מדויק של מידע שוקי.⁵³ בתאגידים בנקאיים שיש בהם בעלות ריכוזית – של יחידים, משפחות או תאגידים בנקאיים אחרים – הסיכון של חדלות פירעון יורד. עם זאת, לא נצפה הבדל בין בנקים שניירות הערך שלהם נסחרים לעומת בנקים בבעלות פרטית.⁵⁴ כמו כן, המחקר הראה כי ביצועי החברה הולכים ויורדים ככל שמספר בעלי המניות בה הולך וגדל, מה שמצביע על כך שההפרדה בין בעלות ושליטה ככל הנראה מובילה לפיקוח-חסר על ההנהלה.⁵⁵ מחקר אחר הראה כי בנקים בבעלות ריכוזית לוקחים פחות סיכונים מבנקים בבעלות מבוזרת.⁵⁶ במחקר אמפירי גדול אחר שבו נבחנו מבני השליטה והנתונים הכלכליים של 1459 בנקים בקרב 15 מדינות באיחוד האירופי, ממצאי המחקר העלו כי בנקים שיש בהם קבוצות שליטה גדולות הם רווחיים יותר, פחות חשופים לסיכונים ויותר יעילים.⁵⁷ יצוין, כי האפקט של החשיבות של ריכוז הבעלות יורד ככל שהדין מגן בצורה טובה יותר על זכויות בעלי המניות וכשיש רגולציה הדוקה יותר על שוק המניות, שכן אז מידת הפיקוח שהם צריכים להפעיל מתונה יותר.⁵⁸

מנגד, מחקרים אחרים מראים קשר חיובי בין ביזור בעלות לביצועי הבנק הן בהקשר לתשואה על נכסים, הן בהיבט לתשואה על ההון, הן בהיבט של שיעור ההלוואות ללא יכולת החזר. זאת משום שעל מנת למשוך השקעות של בעלי מניות הבנק נדרש להיות מוכוון מדדי תשואה. במקביל, בבנקים שבהם בעלות ריכוזית יותר יש גם ריכוזיות גדולה יותר בהלוואות, כלומר נטיה גדולה יותר להלוות לקונצרנים גדולים, שחלקם ככל הנראה קשורים לבעלי השליטה.⁵⁹ מחקר אחר הראה שאין השפעה מהותית על הרווחיות באף אחד מסוגי הממשל התאגידי.⁶⁰ ובמקרים רבים מחקרים מראים מגמה מעורבת: מצד אחד, תשואה גבוהה יותר על נכסי החברה כשהיא מוחזקת בבעלות ריכוזית, ולעומת זאת תשואה גבוהה יותר להון בחברות בבעלות מבוזרת.⁶¹ יש המראים כי נטילת הסיכונים בבנקים בבעלות ציבורית לא משתנה בעקבות שינויים במבנה הבעלות.⁶²

ניתוח תיאורטי מעלה כי ישנן מספר השלכות שליליות למבנה שליטה ריכוזי של בנקים.⁶³ ראשית, מנגנוני השוק שמתמרצים התנהגות יעילה יותר ודוחפים לכך לא רלוונטיים בחברות כאלה. בעקבות זאת, בנקים כאלה נוטים להיות יותר מושפעים מטובתו של הבעלים ומלחצים פוליטיים. גם השקיפות ביחס להתנהלות הפנים-תאגידית

⁵² ראו: Ruhul Salim, Amir Arjomandi & Juergen H. Seufert, *Does Corporate Governance Affect Australian Banks' Performance?*, 43 INT'L FIN. MARKETS INST. AND MONEY 113, Part 7 (2016).

⁵³ Tristan Auvray & Olivier Brossard, *Too Dispersed to Monitor? Ownership Dispersion, Monitoring, and the Prediction of Bank Distress*, 44 J. MONEY, CREDIT & BANK. 685 (2012).

⁵⁴ Thierno Amadou Barry, Laetitia Lepetit & Amine Tarazi, *Ownership Structure and Risk in Publicly Held and Privately Owned Banks*, 35 J. BANK. & FIN. 1237 (2011).

⁵⁵ Gary Gorton & Frank Schmid, *Corporate Governance, Ownership Dispersion and Efficiency: Empirical Evidence from Austrian Cooperative Banking*, 5 J. CORP. FIN. 119 (1999).

⁵⁶ Haerang Park & Byungmin Oh, *Common Ownership and Bank Stability: Evidence from the U.S. Banking Industry*, 58 J. FIN. STABILITY 100832 (2022).

⁵⁷ Carlo Migliardo & Antonio Fabio Forgione, *Ownership Structure and Bank Performance in EU-15 Countries*, 18 CORPORATE GOVERNANCE 509 (2018).

⁵⁸ Romulo Magalhaes, Maria Gutiérrez Urtiaga & Josep A. Tribó, *Banks' Ownership Structure, Risk and Performance*, available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1102390.

⁵⁹ Wenlong Bian & Chao Deng, *Ownership Dispersion and Bank Performance: Evidence from China*, 22 FIN. RES. LETT. 49 (2017).

⁶⁰ Jacob Gramlich & Serafin Grundl, *The Effect of Common Ownership on Profits: Evidence from the U.S. Banking System*, FEDS Working Paper (2018), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3269120.

⁶¹ Peterson Kitakogelu Ozili & Olayinka Uadiale, *Ownership Concentration and Bank Profitability*, 3 FUTURE BUS. J. 159 (2017).

⁶² Barry, et al., לעיל הערה 54.

⁶³ Véron, לעיל הערה 65, בעמ' 8-9.

באופן טבעי נמוכה יותר משום שחברות, בפרט כאלה שאינן נסחרות, לא נדרשות לאותן חובות גילוי כמו חברות פרטיות. המשמעות היא שבמדינות המשפט המקובל יש יותר לחץ ציבורי ושוקי על הבנקים להגיב בצורה נאותה ומהירה לדברים שקורים בשוק, לאור מבנה הבעלות המבוזר ברוב המכריע של הבנקים בהן, לעומת מדינות האיחוד האירופי שבהן רבים מהבנקים בבעלות ריכוזית. **שנית**, לבנקים כאלה יש תמריצים חלשים יותר לחתור לרווחיות לעומת מטרות אחרות שלהם. כשיש בעלות מבוזרת, האינטרס של בעלי המניות מכוון לתשואה ודיבידנדים באופן מובהק הרבה יותר, כיוון שאין להם תועלות שליטה נלוות אחרות. זה משפיע על הפעולות של הבנק. כך, למשל, בבנקים באירופה לוקח זמן רב יותר להתאושש אחרי הלם כלכלי. לא זו אף זו, המענה החלש יותר ללחץ התחרותי בידי בנקים בבעלות ריכוזית מחלחל בתורו גם לבנקים שכן מושפעים משיקולים שוקיים ולשחוק את הרווחיות שלהם. **שלישית**, מבני השליטה הריכוזיים פוגעים ביכולת של הבנקים הללו לגייס הון מגורמים חיצוניים כשהם זקוקים לו. בעלי השליטה או ההשפעה בבנק יעדיפו שכוח השליטה שלהם לא ידולל, וזה עלול לפגוע במוכנות שלהם לגייס את ההון בדרך של הנפקת מניות, גם כשהבנק זקוק לכך. כשמדובר במבני שליטה של אגודה שיתופית או בנקים ציבוריים היכולת לגייס הון בדרך של הנפקת מניות קשה ולפעמים אף בלתי אפשרית. בבנקים בבעלות הממשלה יש בעיה לגייס הון מהממשלה בגלל מגבלות תקציביות וחשש מפני דעת הקהל ביחס לשימוש בכספי מיסים לצורך הצלה של בנקים. המשמעות היא שיש לא מעט בנקים שממומנים במימון-חסר. **רביעית**, הבעלות הריכוזית מובילה לפוליטיזציה של שדירת הניהול בבנק, ובהתאמה להחלטות ניהוליות פחות יעילות. לעיתים, למשל, אשראי ניתן ללווים או לסקטורים מועדפים, או לממשלה עצמה, במקום לפעול משיקולים מסחריים גרידא. בנקים כאלה נוטים להיות פחות יעילים ויותר מושפעים מקבוצות לחץ כמו איגודי עובדים. מסקנת המחקר היא שבשל העובדה שלדעתם יש יותר יתרונות מחסרונות למודל של בעלות מבוזרת, לדעת חלק מהכותבים, על רשויות רגולטוריות לא ליצור עיוותים ברגולציה שחותרים תחת המודל הזה.⁶⁴

יצוין כי כמחצית מהבנקים הגדולים באיחוד האירופי, כ-100 במספר, הם תאגידים הנסחרים בבורסה המקומית. מתוכם, פחות מחצי (15% מכלל המדגם) הם חברות ללא גרעין שליטה, קרי: חברות בבעלות מבוזרת, וכ-20% מכלל הבנקים הם תאגידים שיש בהם השפעה של המיעוט. כלומר, אין בעלי שליטה אבל יש מספר בעלי מניות מיעוט שהאחזקות שלהם מאפשרות להם להשפיע על התנהלות החברה וכיוונה.⁶⁵ בניגוד למצב בבריטניה ובארצות הברית, שבהן שוק ההון – ובכלל זה גם שוק השליטה בתאגידים בנקאיים – מבוזר במובהק,⁶⁶ כשמסתכלים על אירופה בכללותה רוב התאגידים הבנקאיים הם בבעלות ריכוזית: של הממשלה; של אגודות שיתופיות; של בעל שליטה או קבוצת שליטה; או שהם חשופים להשפעה פוליטית. ישנה שונות די גדולה בין מדינות שונות בהתפלגות של מבני השליטה של הבנקים המשמעותיים, מה גם שבאופן טבעי ישנה דינמיות בשוק בעניין הזה. כך, למשל, לפי מחקר שנערך ב-2017, בגרמניה, צרפת, ספרד, איטליה והולנד שיעור גבוה מבין הבנקים הגדולים מוחזקים בבעלות מבוזרת. מ-38% מבין הבנקים הגדולים בהולנד וגרמניה ועד ל-60%-70% באיטליה ובספרד. לעומת זאת, במדינות רבות כמו פינלנד, פורטוגל, אירלנד, יוון ואוסטריה, אין כלל בנקים המוחזקים בבעלות מבוזרת. בחלקן יש שיעור גבוה של בנקים שבהם לבעלי מניות מיעוט יש יכולת השפעה (כך,

⁶⁴ שם, בעמ' 9-10.

⁶⁵ Nicolas Véron, *The Governance and Ownership of Euro-Area Banks*, Bruegel Policy Contribution No. 2017/15 (2017).

⁶⁶ John C. Coffee, Jr., *Dispersed Ownership: The Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between "Lumpers" and "Splitters"*, in *THE OXFORD HANDBOOK OF CAPITALISM* (Dennis C. Mueller ed., 2012).

למשל, יוון, אוסטריה ואירלנד), בחלקן – לפעמים במקביל - יש שיעור גבוה של בנקים בבעלות המדינה, כמו בקפריסין, בלגיה ואירלנד.⁶⁷

כשמשווים את מבני הבעלות באירופה לעומת המבנה המקובל במדינות המשפט המקובל (או האנגלו-סקסיות) הפער בולט לעין. כשבוחנים את הבנקים הגדולים באוסטרליה, קנדה, ארצות הברית ובריטניה, אין אף בנק ציבורי; יש רק בנק אחד מולאם, בסקוטלנד; וגם אין בנקים בבעלות פרטית יחידה. כמעט כל הבנקים במדינות הללו נסחרים והרכב הבעלות בהם מבוזר.⁶⁸

ב.2. מגמות במבנה הבעלות בתאגידים בנקאיים בישראל

עד לשנת 1983 התאגידים הבנקאיים בישראל הוחזקו בבעלות פרטית. בעקבות משבר ויסות מניות הבנקים באותה שנה שבו נחשפה פעילות פלילית של מרבית הבנקים בישראל לגרום לעליה מלאכותית מתמדת במניותיהם הנסחרות בבורסה,⁶⁹ השליטה בארבעה מהבנקים הגדולים⁷⁰ הועברה לממשלה שנדרשה לרכוש את מניותיהם מהציבור על מנת להצילם מקריסה.⁷¹ בשנת 1993 נחקק חוק המניות הבנקאיות שבהסדר⁷² שנועד להסדיר את הסיטואציה הספציפית של החזקת מניות הבנקים על ידי הממשלה, כך שהבנקים לא ייחשבו לחברות ממשלתיות מן הצד האחד ומעורבות הממשלה בהם תהיה מתוחמת מאוד,⁷³ אך שהממשלה כן תוכל לנקוט אמצעים שונים לשמירת האינטרס הציבורי בהם מן הצד השני. לצורך כך קבע החוק, בין היתר, מנגנון למינוי וכהונה של דירקטורים בלתי תלויים. המועמדים הורכבו על ידי ועד ציבורי שמונה חמישה חברים: שופט ועוד ארבעה חברים שהם אישי משק וכלכלה או אנשי סגל במוסדות להשכלה גבוהה.⁷⁴ המועמדים שגובשו על ידי הועדה הועברו לאישור האסיפה הכללית של הועדות למניות הבנקים, שתפקידן היה להשתתף באסיפות הכלליות של בעלי המניות, ושלחבריהן אסור שתהיה זיקה לשר האוצר מתוך רצון ליצור חיץ בין הממשלה לבין הבנקים למרות השליטה במניות.⁷⁵ כפי שנראה להלן, ניתן לומר שזה למעשה הגלגול הראשון של הועדה למינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים (להלן – הועדה למינוי דירקטורים) במתכונתה הנוכחית.

משנת 1993 ועד לשנת 2002 חתרה הממשלה להפרטת מניות הבנקים, תוך עמידה על העקרון שלפיו העברת השליטה תהיה לידי גרעין שליטה מזוהה, שקיבל היתר שליטה מאת נגיד בנק ישראל. מבחינת הממשלה זה היה הרכיב הקריטי ביותר בתהליך ההפרטה: שלא יהיה מצב של שליטה ללא היתר.⁷⁶ הייתה העדפה ברורה להפרטה תוך שמירה על מבנה בעלות ריכוזי בתאגיד הבנקאי, מתוך מחשבה כי ממשל תאגידי זה מתאים יותר לצרכים הרגולטוריים ולצרכי השוק. עם זאת, למרות מאמצי המדינה, השליטה בבנק לאומי ובבנק דיסקונט נותרה בידי ממשלת ישראל והממשלה לא הצליחה למכור את גרעין השליטה בבנקים אלה.⁷⁷ חוסר ההצלחה של הממשלה, בשילוב הרצון לפתח את שוק ההון הישראלי ולהשיג את מטרת הפרטת הבנקים לפי חוק המניות הבנקאיות

⁶⁷ Véron, לעיל הערה 65, בעמ' 7.

⁶⁸ שם, בעמ' 7-8.

⁶⁹ ע"פ 2910/94 יפת נ' מדינת ישראל, פ"ד נ(2) 221 (1996).

⁷⁰ בנק לאומי, בנק הפועלים, בנק דיסקונט ובנק המזרחי. הבנק היחיד שלא לקח חלק בהתנהלות הבעייתית הוא הבנק הבינלאומי.

⁷¹ ירון זליכה ואיילת צור-נייברג "משבר מניות הבנקים – מהלאמה ועד להשלמת ההפרטה" **רבעון לבנקאות** 61 160 (2007).

⁷² חוק המניות הבנקאיות שבהסדר (הוראת שעה), התשנ"ד-1994, ס"ח 10 (להלן – חוק המניות הבנקאיות שבהסדר).

⁷³ שם, בס' 2.

⁷⁴ שם, בסעיף 6, 17-24.

⁷⁵ שם, בסעיף 12.

⁷⁶ פרוטוקול מס' 673 משיבת ועדת הכספים, בעמ' 3, 7 ("אדר א' התשע"א, 15.2.2011) (להלן – פרוטוקול ועדת כספים 1).

⁷⁷ לתיאור הליך הפרטת הבנקים השונים ראו זליכה וצור-נייברג, לעיל הערה 71.

שבהסדר, הובילו את המדינה לשנות את מדיניות ההפרטה ולפעול להפרטת בנק לאומי ללא גרעין שליטה. לאור זאת, נדרש להתאים את ההסדרים המשפטיים והרגולטוריים למצב החדש והלא מוכר עד לאותו שלב בזירה הישראלית. לבחינת הצעדים הנדרשים בהקשר זה הוקמה בשנת 2002, הועדה לבחינת היבטים הקשורים במכירת בנק לאומי באמצעות שוק ההון (להלן – ועדת מראני).⁷⁸ בהמשך להמלצות הועדה עברו בשנת 2004 תיקוני חקיקה אשר אימצו בחלקם את המלצות הועדה.⁷⁹ אף שהצורך בהמלצות הועדה עלה בעקבות הכוונה למכור את בנק לאומי באמצעות שוק ההון, חלק ניכר מתיקוני החקיקה רלוונטי גם לגבי תאגידים בנקאיים בעלי גרעין שליטה מזוהה, שקיבלו היתר מנגיד בנק ישראל.⁸⁰ לאחר שעברו תיקוני החקיקה משנת 2004 המשיכה המדינה במכירת חלק ממניותיה בבנק לאומי אגב שמירת השליטה בבנק. בבחינה נוספת של התאמת דיני הבנקאות למסגרת הפיקוח הנדרשת למקרה של תאגיד בנקאי אשר אין בו בעל שליטה המחזיק בהיתר שליטה מטעם הנגיד, עלה הצורך בעריכת תיקוני חקיקה נוספים. זאת בפרט בקשר לאופן הצעת הדירקטורים בתאגיד כאמור, מינויים וכהונתם, תוך איזון בין זכותם של המחזיקים באמצעי השליטה להציע מועמדים לכהונה כדירקטורים ולפעול לבחירתם, לבין הרצון למנוע מצב של שליטה בפועל בתאגיד הבנקאי בלא קבלת היתר.

הפרק הבא יתאר את המצב המשפטי הקיים היום בעניין מינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים. הפרק יתמקד בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה אך לשם ההשוואה ולקבלת תמונה מלאה יסקור גם את ההסדר החל ביחס לתאגידים בנקאיים שיש בהם גרעין שליטה.

יצוין כי כיום שלושה מהבנקים הגדולים בישראל מוחזקים בבעלות מבוזרת: בנק הפועלים, בנק לאומי ובנק דיסקונט.⁸¹

ב.3. מינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים בישראל: הדין הנוהג

כאמור לעיל, שני תיקונים מרכזיים לחוקי הבנקאות קודמו בעקבות העובדה שהתברר כי יהיו תאגידים בנקאיים שבהם לא יהיה בעל שליטה, והצורך להתאים את הרגולציה למבנה שליטה זה. במקביל, בוצעו מספר שינויים ברגולציה החלה גם ביחס לתאגידים בנקאיים עם בעל שליטה. בין התיקונים שהוצעו על ידי ועדת מראני והתקבלו בשנת 2004, בעיקר במסגרת תיקוני חקיקה של חוק הבנקאות (רישוי) ופקודת הבנקאות היו אלה: איסור החזקה של משקיע מוסדי באמצעי שליטה בתאגיד הבנקאי בשיעור העולה על 5% (ולא 10%);⁸² איסור תיאום בין בעלי מניות בנוגע להצבעתם על מינוי דירקטור אלא בהיתר מהנגיד;⁸³ חובות דיווח ספציפיות לגבי תאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה ביחס למי שמחזיק יותר מ-2.5% מאמצעי השליטה בבנק; הקמת

⁷⁸ ביום 28 בפברואר מונתה ועדה בראשותו של מנכ"ל משרד האוצר דאז אוהד מראני, שעליה החליטו שר האוצר יחד עם נגיד בנק ישראל. הועדה הגישה את המלצותיה לשר האוצר ולנגיד בנק ישראל ביולי 2002 וההמלצות אושרו בממשלה ביום 4 באוגוסט 2002 (החלטה מס' 2427). ראו: דו"ח הועדה לבחינת היבטים הקשורים במכירת בנק לאומי באמצעות שוק ההון, יולי 2002 (להלן – דו"ח ועדת מראני), www.gov.il/control-licensing_bankl.pdf.

⁷⁹ חוק הבנקאות (רישוי) (תיקון מס' 13), התשס"ד-2004, ס"ח 508 (להלן – חוק הבנקאות, תיקון מס' 13).
⁸⁰ דו"ח ועדת מראני, לעיל הערה 78, בעמ' 8. במסגרת דברי ההסבר להצעת החוק, מובהר כי מטרת התיקונים המוצעים הינה הרחבת הפיקוח והבקרה על המחזיקים באמצעי שליטה בכל הבנקים. ראו: הצעת חוק הבנקאות (רישוי) (תיקון מס' 13), התשס"ג-2003, ה"ח 530.

⁸¹ יניב פגוט "בנקים ללא גרעין שליטה: לא טוב ולא רע, שלב טבעי באבולוציה" **גלובס** (4.9.2018), <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001252558>

⁸² סעיף 27 לחוק הבנקאות.

⁸³ שם, בסעיף 34(א).

הועדה למינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים וקביעת סמכויותיה; קביעת נהלים נדרשים למינוי של נושאי משרה בתאגיד; וכללים ביחס למינוי דירקטורים ובהם איסור על הדירקטוריון להציע מועמדים לדירקטורים והצבעה על כל אחד מהמועמדים בנפרד באסיפה הכללית.⁸⁴

תיקוני החקיקה, שהתקבלו בשנת 2012,⁸⁵ הובילו להרחבת סמכויות הועדה למינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים וכן שונה הרכבה שכלל לפי הגרסה המקורית רק נציגי ציבור, כך שיכלול מתוך חמשת החברים גם שני דירקטורים חיצוניים מתוך התאגיד הבנקאי שהוועדה דנה בעניינו שיציעו יו"ר הוועדה וחברי הוועדה באישור המפקח.⁸⁶ בנוסף נקבע, כי בתאגיד בנקאי ללא גרעין שליטה הועדה תציע בכל אסיפה כללית אשר על סדר יומה מינוי של דירקטורים מועמדים לכהונה במספר השווה למספר המשרות הפנויות בדירקטוריון ועוד מועמד אחד מכל אחד מהסוגים הקיימים בתאגיד הבנקאי: דירקטור חיצוני מכח חוק החברות, דירקטור חיצוני מכח הוראת ניהול בנקאי תקין 301 ודירקטור אחר.⁸⁷ בנוסף, נקבע באותו תיקון אפשרויות מוגבלות להצעה של בעלי המניות למועמדים לכהן כדירקטורים בתאגיד: (1) המחזיק יותר מ-2.5% מהמניות רשאי להציע מועמד אחד בלבד לכהן כדירקטור, וכל עוד מכהן כדירקטור מועמד שהציע, הוא אינו רשאי להציע מועמדים נוספים.⁸⁸ עד לתיקוני החקיקה משנת 2012 לא נקבעה הגבלה בחקיקה להציע לאסיפה הכללית מועמדים לכהן כדירקטורים, מה שהוביל למצב שבו כל בעל מניה היה זכאי להגיש מועמד מטעמו לאסיפה הכללית.⁸⁹ כמו כן, הייתה לדירקטור אפשרות להציע את מועמדותו שלו לכהן כדירקטור לתקופת כהונה נוספת. (2) "חבר מחזיקים" הכולל שניים או שלושה בעלי מניות שמחזיקים יחד בין 2.5% ל-5% מהמניות, כאשר כל אחד מבעלי המניות מחזיק יותר מ-1% אך פחות מ-2.5% מהמניות רשאים להציע בתנאים מסוימים מועמד אחד בלבד לדירקטוריון.⁹⁰ כמו כן, נקבע בתיקון זה שבמקרים מסוימים חריגים הועדה למינוי דירקטורים תוכל למנות דירקטורים בתאגידים בנקאיים עם בעל שליטה במקרי קצה שבהם פחת מספר הדירקטורים ממספרם הנדרש והאסיפה הכללית לא מינתה דירקטורים גם לאחר דרישה של המפקח על הבנקים פעמיים – הועדה תוכל למנות דירקטור במקום האסיפה הכללית.

ניתן לומר שהתיקונים ביקשו להתמודד עם שני חששות מרכזיים. ראשית, החשש שמא להנהלה יהיה כח גדול מדי בשל הבעלות המבוזרת והעובדה שאין בעל שליטה בחברה שיפקח עליה, והיא תוכל לפעול על מנת למנות דירקטורים מטעמה, שיהיו כאלה שנוח לה שימונו שכן הם לא יאתגרו ולא יפקחו עליה בצורה אפקטיבית. שנית, שבעל מניה או מספר בעלי מניות יצברו כח גדול מדי, שמקביל לשליטה בחברה, באמצעות קידום מינוי של דירקטורים מטעמם ומבלי לקבל היתר שליטה מהפיקוח על הבנקים. הסיטואציה הזו מתאפשרת בשל ביזור הבעלות. רוב בעלי המניות מחזיקים מעט מאוד מניות בתאגיד וגם לא ממש מתעניינים ומעורבים באופן טבעי, בין היתר בשל שיעור החזקותיהם הנמוך. המשמעות היא שנוצר פתח לבעלי מניות שרוצים להגדיל את כחם היחסי לעשות זאת בקלות יחסית, שכן אין מספיק גורמים ממתנים בתוך האסיפה הכללית. ומנגד, המחוקק גם

⁸⁴ פקודת הבנקאות, סעיף 11ג.

⁸⁵ הצעת חוק הבנקאות (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011, ה"ח 360; עוגן בחקיקה במסגרת חוק הבנקאות (תיקוני חקיקה), התשע"ב-2012, ס"ח 206.

⁸⁶ חוק הבנקאות, סעיף 36א(ב)(3).

⁸⁷ פקודת הבנקאות, סעיף 11ד(א)(2).

⁸⁸ שם, בסעיפים 11ד(א)(3), 11ד(א)(4) לפקודת הבנקאות.

⁸⁹ פרוטוקול ועדת כספים 1, לעיל הערה 76, בעמ' 25-26.

⁹⁰ פקודת הבנקאות, סעיף 11ד(א)(3). גם לפי אפשרות זו, "חבר מחזיקים" אינו רשאי להציע מועמדים נוספים כל עוד מכהן כדירקטור מועמד שהוא הציע. נוסף על זה, לפי סעיף זה בעל מניות יכול להיות ב"חבר מחזיקים" רק אם דיווח על אחזקותיו בבנק ולא התנגד לגילוי אחזקותיו לציבור כאמור בסעיף 36(ב)(1)(ג) לחוק הבנקאות (רישוי).

לא רצה לאפשר מצב שבו כל בעל מניה, גם כזה המחזיק שיעור מניות קרוב לאפסי יכול להציג מועמד מטעמו. כך התגבש ההסדר שמעניק לבעלי מניות המחזיקים שיעור החזקות נמוך מסוים, את האפשרות להציע מועמדים מטעמים ואף זאת רק עד למועמד אחד מכהן, וכל עוד הוא מכהן בתפקידו.

ההתמקדות בתיקוני החקיקה בהיבט של מינויים לדירקטוריון דווקא אינה מפתיעה. לדירקטוריון שתי סמכויות ליבה משמעותיות על פי דין: לקבוע את המדיניות של החברה ולפקח על המנכ"ל⁹¹ ודרכו על ההנהלה בכללותה.⁹² החשש הוא שההנהלה לא תפעל בצורה אופטימאלית לטובת האינטרס של החברה ושל בעלי המניות ולכן תפקידו של הדירקטוריון נתפס כתפקיד מפתח מרכזי בממשל התאגידי של החברה. מקובל להניח כי ככל שהאינטרסים של חברי הדירקטוריון קרובים יותר לאלה של בעלי המניות,⁹³ כך הפיקוח על ההנהלה יהא אפקטיבי יותר.⁹⁴ לכן גם עצמאותם של הדירקטורים מההנהלה נתפסת כקריטית. כך, למשל, יו"ר הדירקטוריון בחברה ציבורית לא יכול לכהן במקביל גם כמנכ"ל החברה אלא במנגנון אישור מיוחד שנקבע בחוק ולתקופה קצובה של עד שלוש שנים בלבד ממועד קבלת ההחלטה.⁹⁵ מסיבה זו גם יש יתרון בדירקטורים חיצוניים או בלתי תלויים, במובן זה שהם אינם מגיעים מתוך ההנהלה עצמה, על מנת שהפיקוח יהיה יעיל יותר.

מעבר להגדרת תפקידו וסמכויותיו של הדירקטוריון בחוק החברות, לגבי תאגידים בנקאיים יש בנוסף הגדרה של תפקידיו גם בהוראות של הפיקוח על הבנקים שמוסיפות על הקבוע בחוק החברות.⁹⁶ כך, נקבע כי הדירקטוריון נושא באחריות לעסקי התאגיד הבנקאי ולאיתנותו הפיננסית, וצריך לנקוט באמצעים סבירים לשם מילוי תפקידיו; נדרש להתוות את האסטרטגיה של התאגיד הבנקאי, לרבות אסטרטגיית הסיכון שלו ולאשר את מדיניות התאגיד; יפקח על פעולות ההנהלה ועל תאימותן למדיניות שנקבעה על ידו, ועוד.⁹⁷ הנוהל גם קובע נושאים שהדירקטוריון חייב לדון ולקבוע הנחיות לגביהם, כמו יעדי אסטרטגיה, מדיניות פיקוח ובקרה, מדיניות כח אדם ותגמולים ועוד.⁹⁸ עוד קובעות ההוראות, כי הדירקטוריון יורכב משבעה עד עשרה חברים לכל היותר על מנת לאפשר יעילות ודיון אסטרטגי מהותי.⁹⁹ בנוסף נקבע כי אם תאגיד בנקאי הפך לתאגיד ללא גרעין שליטה ומספר חברי הדירקטוריון בו באותה עת היה קטן מעשרה, המפקח יוכל לקבוע לתאגיד הוראות לעליה הדרגתית של מספר החברים בו עד לעשרה, וכן מספר חברים מירבי לאותה שנה או לשנים מסוימות, בהתחשב בצרכי התאגיד באותה תקופה וכן בצורך באיזון בתמהיל החברים הותיקים לעומת החדשים בדירקטוריון.¹⁰⁰ ההוראות גם קובעות מהם סוגי הכישורים הנדרשים בדירקטוריון הבנק.¹⁰¹

⁹¹ ס' 92(א) לחוק החברות.

⁹² ס' 121 לחוק החברות.

⁹³ אחת הדרכים המרכזיות לצמצום בעיית הנציג היא באמצעות צמצום פערי האינטרסים בין נושאי המשרה לבין בעלי המניות. דרך אחת אפשרית לכך היא באמצעות הנפקת אופציות לנושאי המשרה, כך שיש להם גם אינטרס הוני בחברה ואינטרס כלכלי אישי בהצלחתה. ראו: Michael C. Jensen & William Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).

⁹⁴ Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 J. L. & ECON. 301 (1983).

⁹⁵ ס' 95 ו-121(ג) לחוק החברות.

⁹⁶ סעיף 1(ב) להוראת ניהול בנקאי תקין 301 (להלן – הוראת 301), <https://www.boi.org.il/media/ejeb2dw2/301.pdf>, מילוי תפקידים אלה באופן סביר הוא חלק אינטגרלי מחובת הזהירות של דירקטורים בתאגיד בנקאי. ראו: ע"א 610/94, 1989/94 בוכבינדר ואח' נ' כונס הנכסים הרשמי, בתפקידו כמפקח בנק צפון אמריקה, פ"ד נז(4) 289 (2003).

⁹⁷ שם, בסעיף 5.

⁹⁸ שם, בסעיף 6. הנוהל גם קובע את תכיפות הדיונים בעניינים אלה. ראו סעיף 18.

⁹⁹ שם, בהוראה 22(א), אבל ראו חריגים הקבועים בס"ק (ג) ו-(ד) לאותה הוראה.

¹⁰⁰ שם, בהוראה 22(ב).

¹⁰¹ שם, בהוראה 25.

בנוסף, ההסדר המשפטי הנוגע לתאגידים בנקאיים ייחודי בקשר למינויים של דירקטורים חיצוניים. חוץ מהחובה הקבועה בחוק החברות שלפיה ימונו לפחות שני דירקטורים חיצוניים בתאגיד הבנקאי מתוקף היותו חברה ציבורית,¹⁰² נדרש גם כי לפחות שליש מבין חברי הדירקטוריון יהיו דירקטורים חיצוניים,¹⁰³ כך שבפועל דירקטוריון הבנק כולל יותר משני דירקטורים חיצוניים באופן קבוע.¹⁰⁴

אם כן, מאז התיקונים האחרונים לחוק הבנקאות ולפקודת הבנקאות, דרך המלך למינוי של דירקטורים בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה היא דרך הועדה למינוי דירקטורים. הועדה מורכבת כיום מחמישה חברים שממונים על ידי נגיד בנק ישראל: שופט בדימוס של בית המשפט העליון או המחוזי, שיציע שר המשפטים בהתייעצות עם נשיא בית המשפט העליון והוא משמש כיו"ר הועדה; שני חברים המומלצים על ידי יו"ר הועדה ויו"ר רשות ניירות ערך, שהם אנשי משק וכלכלה שעומדים בתנאים הקבועים בסעיף 16א לחוק החברות הממשלתיות¹⁰⁵ או שהם כעת או היו אנשי סגל בכיר במוסד להשכלה גבוהה ומתמחים בתחום הנוגע לעניין; ושני דירקטורים חיצוניים מהבנק שלגבי עניינו ידונו בישיבת הועדה.¹⁰⁶ חברי הועדה מתמנים לשלוש שנים ויכולים לכהן בקדנציה אחת נוספת בלבד.¹⁰⁷ לועדה סמכות לקבוע לעצמה את סדרי עבודתה, כמו גם את הדרך לבחירת הדירקטורים או המועמדים,¹⁰⁸ והיא פועלת על פי נוהל המפורסם באתר בנק ישראל.

מדי שנה, הועדה מוציאה קול קורא למועמדים שעומדים בקריטריונים ובכישורים הנדרשים, בוחנת את מועמדותם, מראיית אותם ומגבשת רשימה של מועמדים שעולים בסופו של יום לאסיפה הכללית של התאגיד הבנקאי הרלוונטי להצבעה.¹⁰⁹ יצוין, כי על אף שהחוק מאפשר הצגת מועמדים על ידי בעלי מניות באופן מוגבל ובתנאים, מסקירה של כלל המינויים שנעשו בבנקים בחמש השנים האחרונות, לא מצאנו אפילו דירקטור אחד שהוצע על ידי בעלי המניות בתאגידים הללו, ובוודאי לא כזה שנבחר הלכה למעשה. דה פקטו, התהליך שהועדה למינוי דירקטורים מקיימת הוא התהליך היחיד והבלעדי שמייצר מועמדים, ומייצר גם דירקטורים בתאגידים הבנקאיים.

לשם השלמת התמונה יתואר בקצרה הליך מינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים שיש בהם גרעין שליטה. גם לגבי תאגידים אלה חל חוק הבנקאות וכן חוק החברות שחל כהסדר כללי ככל שחוקי הבנקאות אינם סותרים את האמור בו בהיותם ההסדר הספציפי החל על תאגידים בנקאיים. בתאגידים כאלה, כמו בחברות ציבוריות אחרות, בעל השליטה ממליץ על מועמדים שהדירקטוריון – שבדרך כלל מורכב מרוב דירקטורים שממונה על פי העדפותיו, באופן טבעי, לאור כח ההצבעה העודף שלו באסיפה הכללית – דן לגביהם והרשימה המומלצת על ידו מועברת לאסיפה הכללית לאישור. ככל שמדובר בדירקטורים רגילים האסיפה הכללית הרוב הנדרש הוא רוב רגיל אלא אם התקנון קובע אחרת. ככל שמדובר בדירקטורים חיצוניים אזי יש לאשר את מועמדותם ברוב מיוחד: הרוב הנדרש צריך לכלול רוב מבין בעלי המניות שאינם בעל השליטה או בעלי עניין אישי במינוי.¹¹⁰ הן

¹⁰² סעיף 239 לחוק החברות.

¹⁰³ שם, בהוראה 24.

¹⁰⁴ לגבי ההוראות החלות על תאגידים בנקאיים לעניין זה וכן הכשירויות הנדרשות מדירקטורים אלה, ראו גם נוהל סדרי העבודה של הועדה למינוי דירקטורים, סעיף 17 (להלן – נוהל עבודת הועדה), <https://www.boi.org.il/media/g4qimygc/procedure.pdf>.

¹⁰⁵ הסעיף קובע תנאי כשירות לדירקטור בחברה ממשלתית: בן 25 שנה לפחות שנתקיימו בו אחד מהתנאים הבאים – בעל תואר ברשימת מקצועות רלוונטיים כמו כלכלה ומשפטים או שהוא בעל ניסיון ניהולי רלוונטי של חמש שנים לפחות. ראו סעיף 16א לחוק החברות הממשלתיות, התשל"ה-1975, ס"ח 132.

¹⁰⁶ ראו סעיף 36א לחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981, ס"ח 232 (להלן – חוק הבנקאות).

¹⁰⁷ סעיף 36 לחוק הבנקאות.

¹⁰⁸ סעיף 36ה(ג) לחוק הבנקאות.

¹⁰⁹ התהליך המלא מוסדר בנוהל עבודת הועדה, לעיל הערה 104, בסעיף 13(א).

¹¹⁰ סעיף 239 לחוק החברות.

בתאגידים בנקאיים עם גרעין שליטה והן בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה הדירקטוריון לא רשאי למנות את הדירקטורים. בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה הדירקטוריון גם לא רשאי להמליץ עליהם לועדה למינוי דירקטורים.

לבסוף, ולהשלמת המסגרת, נציין כי הפיקוח על הבנקים היא חטיבה בבנק ישראל, שפועלת באופן עצמאי ולה סמכויות אסדרה ופיקוח על התאגידים הבנקאיים בישראל.¹¹¹ תפקידו המרכזי של הפיקוח על הבנקים הוא לדאוג ליציבות המערכת הבנקאית, מתוך הבנה שכשל שעלול לקרות במערכת זו שיפגע ביציבותה, יתורגם לפגיעה ביציבות ובתפקוד של המשק כולו.¹¹² נקודה זו חשובה משום שגם לפיקוח על הבנקים יש סמכויות ביחס למינויים של נושאי משרה בתאגידים בנקאיים. כך, קובע למשל סעיף 11א לפקודת הבנקאות, כי אדם לא יכול להתחיל לכהן כנושא משרה¹¹³ בתאגיד בנקאי אלא לאחר שנמסרה למפקחת הודעה בנושא שישים ימים לפחות מתחילת הכהונה, והמפקחת לא התנגדה למינוי או אישרה אותו. הפקודה קובעת כי החלטה להתנגד למינוי כאמור צריכה להיות מנומקת ותיקח בחשבון, בין היתר, את צרכיו המיוחדים של התאגיד, וכן את התאמת המועמד לתפקיד המוצע ובכלל זה – ניסיונו העסקי, יושרו, יושרתו וקשריו עם התאגיד הבנקאי או עם נושא משרה בו, וכן אם כיהן בעבר כנושא משרה בתאגיד בנקאי, גם את תפקודו בתקופת כהונתו. אם מדובר בדירקטור, המפקחת תיקח בחשבון גם את עיסוקיו ועסקיו האחרים ואת התאמתו להרכב הדירקטוריון לתחומי פעולת התאגיד הבנקאי.¹¹⁴ המפקחת גם רשאית להורות על הפסקת כהונת נושא משרה בשל התגלות פרטים נוספים או חדשים בעניינו לאחר מינויו.¹¹⁵

אם כן, מינוי של דירקטורים בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה הוא תהליך שמתחיל בהמלצה על מועמדים על ידי הועדה למינוי דירקטורים, ועדה המסונפת לבנק ישראל, ומורכבת ברובה מנציגי ציבור. מודל בחירה זה אינו שכיח בתאגידים עסקיים, שבנקים נכללים בהם, ומחייב התעמקות והבנה. בפרק הבא נפנה לבחון הסדרים משפטיים במדינות נוספות, כמו גם באיחוד האירופי, על מנת להשוות בין ההסדר הישראלי לבין זה הקיים במדינות אחרות.

ג. מינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים – משפט משווה

המחקר ההשוואתי בפרק זה כולל שש מדינות: אנגליה, צרפת, גרמניה, אוסטרליה, קנדה וארצות הברית, וכן את המשטר החל באיחוד האירופי, שרלוונטי למדינות אירופה כרגולציה משלימה – ישירה או עקיפה, על התאגידים הבנקאיים במדינות החברות באיחוד. במחקר נבחרו במכוון מדינות בעלות מאפיינים שונים – בחלקן

¹¹¹ בחלק ממדינות העולם, ובכלל זה כאלה שנסקרו במחקר, ישנה רשות אחת המפקחת הן על המגזר הבנקאי והן על המגזר הפיננסי האחר, כמו חברות ביטוח, קרנות פנסיה וגמל ועוד. בישראל ישנה הפרדה בין הרשויות הללו, כך שהפיקוח על הבנקים מוסמך לפקח ולאסדר את פעילות התאגידים הבנקאיים, בעוד שרשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון אחראית ביחס לתאגידים פיננסיים מסוגים אחרים. לבעיות שמבנה אסדרה זה יוצר ראו: איריס סורוקר ודנה נייער "מבנה הפיקוח הפיננסי בישראל: היבטי תחרות" **מחקרי רגולציה** ח 19, בפרק ג (2021).

¹¹² סורוקר ונייער, שם, בעמ' 22. המחברות מציינות, כי מבחינה זו הפיקוח על הבנקים שונה מרשות התחרות ומרשות ניירות ערך שמטרתן השאת היעילות והגנת הצרכן מרכזיות בפעילותן.

¹¹³ נושא משרה מוגדר בסעיף 11א(ח) לפקודת הבנקאות, 1941 (להלן – פקודת הבנקאות) כדירקטור, מנהל כללי, מבקר פנימי, יועץ משפטי וכן מי שהמפקחת תקבע, ולכל היותר שבעה בעלי תפקידים בתאגיד הבנקאי. השוו להגדרת נושא משרה בסעיף 1 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח 189 (להלן – חוק החברות), כ: "מנהל כללי, מנהל עסקים ראשי, משנה למנהל כללי, סגן מנהל כללי, כל ממלא תפקיד כאמור בחברה אף אם תוארו שונה, וכן דירקטור, או מנהל הכפוף במישרין למנהל הכללי".

¹¹⁴ סעיף 11א לפקודת הבנקאות.

¹¹⁵ שם.

מרבית התאגידים (ובכללם גם הבנקאיים) הם בבעלות מבוזרת ובחלקן מרבית התאגידים הם בבעלות ריכוזית – וזאת על מנת לנסות לגזור תובנות באשר להסדרים המשפטיים החלים במדינות בעלי רקע שונה. אחד הדברים שהמחקר בחן הוא האם במדינות שבהן יש נטיה למבני שליטה מסוימים, יש הסדרים מיוחדים למבני השליטה האחרים באופן דומה למה שהוצג לגבי ההסדר הישראלי. לצורך כך סקרתי הן את שוק הבנקאות במדינה, הן את ההוראות החלות מכח דיני הבנקאות בה והן את ההוראות החלות מכח דיני התאגידים, בהקשר של מינוי דירקטורים.

ג.1. אנגליה

The Prudential Regulation Authority (להלן – PRA) היא הרשות המוסמכת לפקח על תאגידים בנקאיים וגופים פיננסיים נוספים כגון חברות אשראי וביטוח בבריטניה. רשות זו הוקמה בשנת 2013 לאחר שפורקה הרשות לשירותים פיננסיים (The Financial Services Authority) שפעלה משנת 2001 ולאחר מכן התפצלה לשתי רשויות – האחת שמפקחת על התאגידים הפיננסיים (PSA), והאחרת – הרשות לניהול פיננסי (Financial Conduct Authority), שמוסמכת לפקח על נותני שירותים פיננסיים לצרכנים ועל שוק ההון.¹¹⁶

ה-PRA, אם כן, הוא הגוף הרגולטורי המוסמך לפקח על תאגידים בנקאיים, הרלוונטיים לענייננו. מינויים של דירקטורים לתאגידים אלה מוסדר באופן היברידי, הן על ידי דיני החברות והן על ידי הרגולציה החלה עליהם. ה-FSMA קובע כי כל חברה או יחיד שרוצים להפעיל את אחת הסמכויות המפוקחות על ידי אחת מהרשויות הרלוונטיות – או שתיהן – נדרש לקבל הרשאה לכך מהרשות הרגולטורית הרלוונטית, או משתיהן אם מדובר בסמכות מקבילה.¹¹⁷ אחד מהתפקידים שדורשים אישור כאמור הוא תפקיד דירקטור בתאגיד. ודוק: הרשות לא ממנה את הדירקטורים ואף לא ממליצה על מינויים לתאגיד. במרבית התאגידים הללו הדירקטוריון מקים ועדת מינויים המורכבת מחלק מחבריו, והיא מוסמכת לאתר ולהמליץ על מועמדים לתפקיד דירקטור בתאגיד. לאחר מכן המועמדים שהומלצו על ידי הוועדה עוברים הליך אישור רגולטורי על ידי ה-PSA וכן ה-FCA שאותו מוביל ה-PSA, אך לשתי הרשויות סמכות מקבילה לעניין זה. מטרת הליך האישור לוודא כי המועמד או המועמדת מתאימים וכשירים לשמש בתפקיד אליו הם מועמדים.¹¹⁸ במסגרת זו בוחנות הרשויות את היושרה, הכנות והמוניטין של המועמד/ת ואת יכולתם לציית לדרישות מהם; את הכשירות והיכולות שלהם, ואת המידה שבה הן יאפשרו להם לשמש בתפקיד; וכן, את יציבותם הכלכלית. לעיתים יזומנו המועמדים לראיון ברשות הרגולטורית על מנת להתרשם מהם באופן ישיר, ובכל מקרה על הרשות להשיב למועמדות בתוך 90 יום.¹¹⁹

לאחר אישור המועמד/ת על ידי הרשויות הרגולטוריות הרלוונטיות, האישור הסופי של המינוי עובר לחברה, לאישור בהתאם לתקנון החברה. בחברות רבות הדירקטוריון מאשר את המועמדים ובחלקן לאחר מכן נדרש גם אישור של האסיפה הכללית. אין הליך אישור רגולטורי שונה לתאגיד בנקאי בבעלות ריכוזית ובבעלות מבוזרת. למעשה, אין כל התייחסות להבדלים במבנה השליטה בתאגיד לעניין זה. יצויין, כי השוק בבריטניה מאופיין

¹¹⁶ רשויות אלה הוקמו מכח Financial Services and Markets Act 2000 (להלן – FSMA).

¹¹⁷ שם, §§ 59-59ZA.

¹¹⁸ שם, § 61 (בלשון הסעיף: “fit and proper”).

¹¹⁹ <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/authorisations/senior-managers-regime-approvals>.

בבעלות מבוזרת,¹²⁰ בניגוד לשוק הישראלי, ובדומה לשוק האמריקאי. בהתאמה, רוב התאגידים הבנקאיים בבריטניה הם תאגידים בבעלות מבוזרת. בדומה לדין הישראלי, גם הדין האנגלי דורש כי בחברה ציבורית תהיה הצבעה נפרדת ביחס לכל דירקטור, אלא אם כן האסיפה הכללית החליטה אחרת פה אחד.¹²¹ לפי קוד הממשל התאגידי הבריטי החל על חברות מסחריות בבריטניה,¹²² על הדירקטוריון להקים ועדת מינויים על מנת שתוביל את תהליך המינויים בחברה ותבטיח רציפות והמשכיות בתפקידי ההנהלה הבכירה. רוב חברי ועדת המינויים צריכים להיות דירקטורים בלתי-תלויים שאין להם תפקידי הנהלה אחרים בחברה.¹²³ יו"ר דירקטוריון החברה יכול להשתתף בוועדת המינויים אך אינו יכול לשבת בראשה למעט אם נדרש לאשר מינוי של יו"ר חדש. לאחר המלצה מועדת המינויים המועמדות עוברת להצבעה בדירקטוריון החברה ולאחר מכן לאסיפה הכללית של בעלי המניות.

עוד יצוין, כי כל הדירקטורים צריכים להיות מועמדים למינוי מחדש בכל שנה ועל הוועדה לפרט בהחלטת המינוי את ההנמקות שבגללן המועמד המוצע משמעותי ותורם להצלחתו של התאגיד לטווח רחוק.¹²⁴ כן נדרש להעריך את ביצועי הדירקטוריון אחת לשנה ובמקרים מסויימים גם על ידי בוחן חיצוני אחת לשלוש שנים. הדו"ח השנתי צריך לסקור גם את עבודת ועדת המינויים ובכלל זה לכלול תיאור של התהליך הקיים ביחס למינויים, רציפות, יוזמות ומדיניות ביחס לגיוון והכלה של המועמדים ועוד.¹²⁵

ג.2. האיחוד האירופי

החל משנת 2014 הבנק האירופי המרכזי (European Central Bank) הוא הגורם המפקח על בנקים באיחוד האירופי, אך מודל הפיקוח שלו ייחודי.¹²⁶ כל הבנקים באיחוד האירופי מסווגים לבנקים משמעותיים (significant banks) או לבנקים משמעותיים-פחות. הבנק האירופי המרכזי מפקח באופן ישיר על הקבוצה הראשונה של הבנקים המשמעותיים. לגבי הקבוצה השנייה, ככל שמדובר בבנקים שאינם בקבוצה הראשונה אך עדיין מוגדרים כבעלי השפעה גבוהה, הפיקוח אינו ישיר אלא עקיף. לפי הנתונים העדכניים האחרונים של הבנק האירופי המרכזי יש 117 בנקים משמעותיים המפוקחים ישירות על ידו בנוסף לפיקוח על ידי המדינות עצמן.¹²⁷ בנוסף, יש מאות רבות נוספות של בנקים מהקבוצה השנייה שהפיקוח עליהם חלקי יותר.

¹²⁰ במחקר משנת 2001 נמצא כי באוסטריה, בלגיה, גרמניה ואיטליה ב-50% מהחברות הנסחרות שאינן תאגידים פיננסיים יש בעל שליטה אחד המחזיק ביותר מ-50% ממניות החברה; בהולנד, ספרד ושוודיה בין כ-35% ל-45% מהמניות מחזקות בידי בעל מניות אחד ב-50% מהחברות; בעוד שבבריטניה החציון לבעל מניה אחד עומד על כ-9% ובארצות הברית 8.6% (NASDAQ) ו-5.4% (NYSE). יצוין כי בבריטניה הנתונים מראים כי בעל המניה הדומיננטי (יחסית) הוא קרנות השקעה, קרנות פנסיה או חברות ביטוח. ראו: Marco Becht & Colin P. Mayer, *Introduction, in THE CONTROL OF CORPORATE EUROPE* (Barca, Fabrizio & Becht, eds. 2001). ההיסטוריה של מאפיין שוקי זה של השוק בבריטניה היא ארוכת שנים ומתפרסת על יותר ממאה שנה. ראו: James Foreman-Peck & Leslie Hannah, *Extreme Divorce: The Managerial Revolution in UK Companies before 1914*, 65 ECON. HIS. REV. 1217 (2012).

¹²¹ Companies Act 2006, §160.

¹²² השיטה באנגליה דומה לזו הקיימת בישראל וחברות נדרשות לאמץ או להסביר את הימנעותן מלאמץ הוראות מסוימות. ראו: <https://www.frc.org.uk/library/standards-codes-policy/corporate-governance/uk-corporate-governance-code>. ¹²³ UK Corporate Governance Code 2024, § 17. יודגש, כי קוד ממשל תאגידי זה נכנס לתוקפו בתאריך 1.1.2025, אך אין לעניינים שאליהם אני מפנה במחקר זה אין הבדלים בין הקוד הקודם משנת 2018 לקוד החדש.

¹²⁴ שם, § 18.

¹²⁵ שם, § 23.

¹²⁶ מחקרים מראים שמודל הפיקוח האירופי יעיל בסך הכל. ראו: Dirk Schoenmaker & Nicolas Véron, *European Banking Supervision: The First 18 Months*, <https://www.academia.edu/download/101046162/Blueprint-XXV-web.pdf>.

¹²⁷ ראו רשימה מתעדכנת: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.listofsupervisedentities202408.en.pdf?69136cec487a8b53359464ad46dad844>.

בין יתר סמכויות הפיקוח של הבנק האירופי המרכזי, ישנה סמכות לאשר מינויים של נושאי משרה בתפקידי הנהלה בבנק. הבנק המרכזי בוחן את מידת התאמתם וכשירותם של המועמדים באמצעות בחינת מספר פרמטרים: מוניטין, ניסיון, עצמאות ואי-תלות או ניגוד עניינים,¹²⁸ יכולת להקדיש את הזמן הנדרש לתפקיד¹²⁹ והתאמה קולקטיבית בהתחשב ביתר החברים ובצורך לגוון את האורגן הרלוונטי.¹³⁰ גם פה, בדומה למודל בבריטניה, הרשות הרגולטורית לא בוחרת או מציעה את המועמדים עצמם, אלא מעבירה אותם דרך הליך אישור לוודא את נאותות התאמתם לתפקיד שאליו הם מוצעים.¹³¹ לאחר שהבנק בוחר את המועמד בהתאם להליך הבחירה הקבוע בבנק בתקנון החברה או בדרך אחרת, המועמד עובר הליך אישור תחת הרגולציה הספציפית של אותה מדינה שבה הבנק הספציפי פועל, ואותה רשות רגולטורית מדינתית פונה לבנק האירופי המרכזי לביצוע הליך הבדיקה בצורה משולבת ומתואמת.¹³² עוד יודגש, כי השלב שבו הליך הנאותות ביחס למועמד נערך משתנה ממדינה למדינה. יש מדינות שבהן המועמד כבר נבחר על ידי הבנק והתחיל את תפקידו, ורק אז על פי חוקי המדינה נדרש לעדכן או להגיש את הבקשה לאישור לרשות הרגולטורית המפקחת במדינה, ויש מדינות שבהן לפני שהמועמד נכנס לתפקידו בפועל נדרש להשלים את הליך האישור.

ג.3. גרמניה

הרשות הרגולטורית המפקחת על תאגידים בנקאיים בגרמניה היא Federal Financial Supervisory Authority, או בקצרה על בסיס השם בגרמנית: BaFin, אשר מוסמכת לפקח על כל המוסדות הפיננסיים במדינה, ובכלל זאת גם על בנקים כאמור. בכל החברות בגרמניה המאוגדות כ-Corporation (בגרמנית בקיצור AG),¹³³ ובכלל זה במוסדות פיננסיים ובנקים, יש שני דירקטוריונים (או: מועצות) ובכך ההסדר בגרמניה ייחודי ביחס למדינות רבות בעולם שבהן יש מועצת מנהלים אחת בלבד (הדירקטוריון). עם זאת, גרמניה לא ייחודית לגמרי ויש עוד מדינות באירופה שהממשל התאגידי שלהן בנוי באופן זה, כמו למשל איטליה, צרפת והולנד. הממשל התאגידי במדינות אלה, ובכלל זאת בתאגידים פיננסיים מורכב משתי שכבות של דירקטוריון. הראשון הוא המועצה המנהלת (Management Board). מועצה זאת מהווה אורגן קולקטיבי של הנהלת החברה,¹³⁴ אם כי במידה ומדובר בחברות בעלות הון עצמי של פחות משלושה מיליון יורו, היא יכולה לכלול אדם אחד בלבד. המועצה המנהלת אחראית על הניהול השוטף של התאגיד, על הניהול העסקי והפיננסי וכל יתר האספקטים הקשורים לתפקוד השוטף שלו. הדירקטורים במועצה זו הם דירקטורים מנהלים (executive directors), בעלי כשירות מקצועית ספציפית בתחומי העניין הרלוונטיים לבנק, כגון ניהול סיכונים, ניהול תהליכים ועוד. לפי חוק הבנקאות הגרמני חברי המועצה המנהלת יהיו בעלי כשירות מקצועית מתאימה למלא את תפקידם, אמינים ובעלי זמן פנוי מספק. נדרש כי הם יהיו בעלי ידע תיאורטי ומעשי בסוג העסקים שבו עוסק המוסד הפיננסי וכן

¹²⁸ Capital Requirements Directive (CRD), 91(8).

¹²⁹ CRD, 91(2).

¹³⁰ לפירוט לגבי האופן שבו הבנק האירופי המרכזי בוחן את הפרמטרים השונים, ראו: *Guide to Fit and Proper Assessments*, European Central Bank (December, 2021).

¹³¹ ראו: 12 EURO. *Stefano Finesi, Suitability of Bank Directors in Europe: Just a Matter of Being 'Fit and Proper'?*, COMP. & FIN. L. REV. 45 (2015).

¹³² <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/fap.en.html>.

¹³³ תאגידים אלה מאוגדים על פי ה-German Stock Corporation Act, והם מאופיינים במספר בעלי מניות גדול וביכולת להיסחר בבורסה לניירות ערך וזאת בניגוד ל-Limited Liability Company שמקבילה לחברה פרטית קטנה, שבה אין צורך בשתי שכבות של מועצות מנהלים. לגרסה מתורגמת לאנגלית של חוק זה, ראו: https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/englisch_aktg.html#p0605.

¹³⁴ German Stock Corporation Act, § 76.

בעלי ניסיון ניהולי. חזקה שהם מחזיקים בכשירות הנדרשת אם יש להם ניסיון של שלוש שנים לפחות בתאגיד בעל היקף דומה העוסק באותו תחום.¹³⁵

חברי המועצה המנהלת מתמנים על ידי המועצה השניה, המועצה המפקחת (Supervisory Board).¹³⁶ המועצה המפקחת, כפי ששמה מעיד, תפקידה לפקח על המועצה המנהלת של התאגיד¹³⁷ ויש לה סמכויות שליטה מסוימות בקשר להתנהלות התאגיד הבנקאי. המועצה המפקחת קובעת את האסטרטגיה הרחבה של התאגיד, מאשרת החלטות עסקיות חשובות, מחליטה בעסקאות משמעותיות לתאגיד, כמו למשל מיזוגים ורכישות, עוברת ומאשרת דוחות כספיים, רשאית לקבל מידע ביחס לכלל הנתונים הכלכליים והפיננסיים הקשורים בחברה¹³⁸ וכיוצ"ב. לאור זאת, הדירקטורים הממונים למועצה זו צריכים להיות בעלי כשירות מתאימה לפקח אחר הנהלת התאגיד ולהפעיל את סמכויות המועצה בהתחשב במורכבות עסקי התאגיד והיקפם. כאמור, המועצה המפקחת ממנה את חברי המועצה המנהלת ומוסמכת גם לפטרם במקרים מסוימים. קוד הממשל התאגידי הגרמני¹³⁹ קובע קריטריונים והוראות לממשל תאגידי והוא חל במודל של אִמְץ או הסבר (comply or explain). בין היתר, קובע הקוד כי בעלי המניות יבחרו את נציגיהם במועצה המפקחת וכן את רואה החשבון המבקר של החברה,¹⁴⁰ וכן שהמועצה המפקחת תמנה את המועצה המנהלת וגם תקבע את מספר החברים בה, את הכישורים הנדרשים להם ואת המועמדים המתאימים לתפקידים ספציפיים שנדרש לאיש.¹⁴¹

בחינת המבנה של תאגיד פיננסי בגרמניה מעלה שהמועצה המפקחת מקבילה בתפקידה לדירקטוריון של חברה (ובכלל זאת תאגיד בנקאי) בישראל. ככלל, וכאמור לעיל, חברי המועצה המפקחת נבחרים על ידי האסיפה הכללית של התאגיד,¹⁴² וזאת בכפוף לתקנונו. חברי מועצה זו אינם יכולים להיות חברי המועצה המנהלת בשל העובדה שתפקידה של המועצה המפקחת היא לפקח על המועצה המנהלת כך שמינוי צולב עלול להוביל לניגוד עניינים. בנוסף, כל מועמד למועצה המפקחת נדרש לגלות כל קשר אישי או עסקי שיש לו עם התאגיד, עם האורגנים של החברה ועם כל בעל מניה שיש לו שיעור החזקה מהותי בתאגיד, המוגדר בקוד הגרמני כמי שמחזיק מעל 10% מזכויות ההצבעה בתאגיד. חובת הגילוי חלה על מידע שבעל מניה יסבור שהוא מהותי לעניין ההחלטה אם לאשר את המינוי.¹⁴³ אם מדובר בחברי עבר במועצה המנהלת הדבר מותר עד לשני חברי עבר במקביל בלבד. כמו כן יש מגבלות מסוימות על כהונה במועצה המפקחת של מספר תאגידים פיננסיים במקביל ועוד.¹⁴⁴ המועצה המפקחת חייבת לכלול דירקטורים עצמאיים, כאשר הכלל הוא שהמועצה עצמה תקבע מה המספר הנדרש של דירקטורים כאלה מתוך כלל המועצה. הדירקטורים העצמאיים הם כאלה שאינם קשורים לחברה, למועצה המנהלת או לבעל השליטה. לפחות מחצית מהדירקטורים במועצה המפקחת צריכים להיות

¹³⁵ German Banking Act (Gesetz über das Kreditwesen), § 25c. תרגום לאנגלית: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/622628/18f965c6da261cdce6cb5be3a023f8ad/mL/gesetz-ueber-das-kreditwesen-kwg-data.pdf>

¹³⁶ German Stock Corporation Act, § 84 (להלן – חוק החברות הגרמני).

¹³⁷ שם, § 111(1).

¹³⁸ שם, § 111(2).

¹³⁹ German Corporate Governance Code, 2022 https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/220627_german_corporate_governance_code_2022.pdf (להלן – קוד הממשל התאגידי הגרמני).

¹⁴⁰ שם, § 8.

¹⁴¹ שם, § 9.

¹⁴² חוק החברות הגרמני, § 101. זאת למעט נציגי העובדים בתוך מועצה זו, כפי שמורה החוק בגרמניה.

¹⁴³ קוד הממשל התאגידי הגרמני, § c.13.

¹⁴⁴ חוק החברות הגרמני, § 25d(3).

בלתי-תלויים בחברה ובמועצה המנהלת.¹⁴⁵ אם יש בתאגיד בעל שליטה והמועצה המפקחת כוללת יותר משישה חברים, לפחות שניים מהם יהיו דירקטורים שאינם תלויים בבעל השליטה. אם יש במועצה המפקחת שישה חברים או פחות, נדרש שלפחות אחד מהם יהיה כזה. אחד מבין הדירקטורים הבלתי תלויים בבעל השליטה צריך להיות יו"ר ועדת ביקורת.¹⁴⁶ אין הליכים מיוחדים לבחירת דירקטור בלתי תלוי.

BaFin כרגולטור לא בוחר את המועמדים לתפקיד המועצה המפקחת, אלא בוחר את התאמתם לתפקיד כפי שצוין קודם לכן ונדרש אישורו לשם המינוי. אך למעט שלב האישור על ידי הרגולטור, הליך מינוי דירקטורים למועצה המפקחת מתבצע באותה דרך ועל פי אותם הכללים שחלים על חברות רגילות בגרמניה.

ג.4. צרפת

שוק הבנקאות בצרפת נחשב לאחד המוקדמים בעולם ועד היום צרפת היא אחת המדינות החזקות ביותר במישור זה.¹⁴⁷ כך, למשל, חמישה מבין עשרת הבנקים הגדולים באיחוד האירופי הם בנקים צרפתיים. בצרפת יש מעל 320 בנקים ש-64% מתוכם הם בנקים צרפתיים והשאר בנקים בינלאומיים, בעיקר מהאיחוד האירופי.¹⁴⁸ עם זאת, השוק מורכב משש קבוצות בנקאות גדולות ששולטות על קרוב ל-90% מהשוק בצרפת¹⁴⁹ ומבחינה זו השוק הצרפתי מזכיר את השוק הישראלי. כמובן שקבוצות אלה נחשבות בקרב הבנקים המשמעותיים לצורך הבנק האירופי המרכזי ולכן מפקחות גם על ידו. בנוסף, מעניין לציין, שהמערכת הבנקאית בצרפת היא בין הבינלאומיות ביותר בעולם, עם 39% חשיפה לקהל בינלאומי, המקום החמישי בעולם מבחינה זו.¹⁵⁰

מערכות הבנקאות והביטוח בצרפת מפקחות על ידי Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (להלן – ACPR), שאחראי בין היתר על רישוי לתאגידים מסוגים אלה, וכן אחראי לפקח על כל המוסדות הפיננסיים, הבנקאים וחברות הביטוח. בין יתר תפקידיו רגולטור זה אחראי לפקח כי המינויים שמתבצעים בתאגידים אלה עומדים בכשירות ומתאימים לתפקיד שאליו הם ממונים. המינוי עצמו, בדומה לדין הגרמני, נעשה בהתאם לדיני התאגידים. כמו כן, גם בדומה לדין הגרמני, גם בצרפת יש שתי מועצות מנהלים – אחת שמנהלת בצורה יותר שוטפת, ואחת שמפקחת על ההנהלה (supervisory board), אך חברה יכולה לבחור להסתפק ב-Board of directors בלבד במקום 2 מועצות.¹⁵¹ בנוסף, יש ייצוג לעובדים. החוק לא דורש מספר מדויק מינימלי של דירקטורים בלתי-תלויים, אבל קוד הממשל התאגידי מציין כי חשוב שהדירקטוריון יכלול

¹⁴⁵ קוד הממשל התאגידי הגרמני, § c.6-7.

¹⁴⁶ שם, § c.9-10.

¹⁴⁷ ראו: I. A. Lomachynska & O. A. Andrieieva, *Reforms in Banking System of France and their Impact on Banking Operations Development*, 26 SCIENCE & EDUCATION A NEW DIMENSION: HUMANITIES AND SOCIAL SCIENCES 156 (2018).

¹⁴⁸ ראו דו"ח של איגוד הבנקים הצרפתי לשנת 2023: FÉDÉRATION BANCAIRE, *FRANÇAISE*, בעמ' 10, <https://www.fbf.fr/uploads/2024/03/BBF-report-the-banking-industry-2023.pdf>.

¹⁴⁹ הנתונים מעודכנים נכון ליולי-אוגוסט 2022. ראו: BANQUE DE FRANCE, Bulletin 241/4, בעמ' 1, https://www.banque-france.fr/system/files/2023-03/822240_bdf241-4_en_grands_groupes_vfinale.pdf.

¹⁵⁰ שם, בעמ' 2.

¹⁵¹ French Commercial Code (Code de Commerce), §§ L225-58, L225-68. לגרסה באנגלית של החוק: <https://wipo.int/edocs/lexdocs/laws/en/fr/fr199en.pdf>.

שיעור מסויים של דירקטורים כאלה, שלא קשורים לחברה בשום צורה, כמו גם לבעל השליטה בה.¹⁵² עוד מומלץ, כי בתאגיד שאין בו בעל שליטה רוב חברי הדירקטוריון יהיו בלתי תלויים.¹⁵³

בחוק הצרפתי נקבע שאת הדירקטורים ממנה האסיפה הכללית.¹⁵⁴ מעניין לציין כי על פי החוק הצרפתי חובה על כל דירקטור להחזיק במניות החברה בשיעור שייקבע בתקנון החברה.¹⁵⁵ בדרך זו החוק הצרפתי פועל לצמצם את בעיית הנציג שבין נושאי המשרה לבעלי המניות. כמו כן, קוד הממשל התאגידי הצרפתי ממליץ לכל חברה ציבורית להקים ועדת מינויים שתפקידה להמליץ על מועמדים לדירקטוריון ובכלל זה דירקטורים חיצוניים.¹⁵⁶ בועדת המינויים נדרש שיהיה רוב של דירקטורים חיצוניים/בלתי-תלויים.

לאחר שהדירקטור מאושר בדרך המקובלת על פי דיני התאגידים נדרש שהמינוי יעבור תהליך אישור על ידי ACPR או הבנק האירופי המרכזי במקרה שמדובר בבנקים המרכזיים ביותר שעליהם הפיקוח של בנק זה חל. על הבנק הממנה חלה החובה למסור את כל המידע הרלוונטי ל-ACPR, שיבחן את מידת התאימות, הכשירות, ידע וניסיון של האדם שמעוניינים למנותו.¹⁵⁷ בנוסף לבדיקה אינדיבידואלית של כל אחד מחברי הדירקטוריון גם הדירקטוריון בכללותו נבחן במידת הכשירות, ההתאמה, הניסיון והידע שיש לו בשוקי הבנקאות והפיננסים, בדרישות המשפטיות והרגולטוריות הרלוונטיות לתאגיד, בממשל שלו, בניהול סיכונים ועוד. בנוסף נבחנות היושרה, כנות ומידת החשיבה העצמאית ויכולת הביקורתיות של האדם שמיוני נבדק וזאת על מנת לוודא שתפקיד הפיקוח של הדירקטוריון יוכל להתמלא כסדרו. בדומה להסדרים הקודמים שנבחנו גם פה המועמד צריך להראות שיש לו די זמן פנוי להקדיש למשרה, וזאת בהתחשב במורכבות פעילות התאגיד ובגודלו.

ג.5. קנדה

בקנדה יש כ-35 בנקים מקומיים, ועוד עשרות בנקים זרים הפועלים במדינה, כך שפועלים בה כתשעים בנקים בסך הכל. שישה מבין הבנקים המקומיים שולטים על יותר מ-90% משוק הבנקאות במדינה ופועלים גם במדינות זרות.¹⁵⁸ על פי הדין הקנדי בבנקים הגדולים ביותר, המחזיקים נכסים בערך גבוה מ-12 מיליארד דולרים קנדיים, ישנה חובה לשמור על ביזור באחזקת המניות, כך שהשיעור המקסימלי לאחזקה אצל בעל מניות אחד הוא 20% מהמניות בעלות זכות ההצבעה ו-30% מהמניות שאינן בעלות זכות הצבעה.¹⁵⁹

הגוף המאסדר של שוק הבנקאות בקנדה הוא The Office of Superintendent of Financial Institutions Canada, או בקיצור – OSFI. בין יתר סמכויותיו, יש לו סמכות לבחון האם הניהול של התאגיד הבנקאי תקין ואת מינויים ותפקודם של נושאי המשרה בו, ובכלל זה את הדירקטורים. יצוין כי תפקיד הדירקטוריון, מוגדר

¹⁵² The Afep-Medef Code 2018, §§ 8.1, 8.2.

¹⁵³ The Afep-Medef Code 2018, § 8.3.

¹⁵⁴ שם, §§ L225-18, L225-75. וראו גם את הסטנדרט הקבוע בקוד הממשל התאגידי הצרפתי שלפיו: "[t]he board of directors is and must remain a collegial body mandated by all shareholders. The organization of the board's work, and likewise its membership, must be suited to the shareholder make-up..."

¹⁵⁵ French Commercial Code (Code de Commerce), §§ L225-25, L225-72.

¹⁵⁶ The Afep-Medef Code 2018, §§ 16.1, 16.2.

¹⁵⁷ <https://acpr.banque-france.fr/en/autorisation/banking-industry-procedures/governance-banking-procedures>

¹⁵⁸ <https://www.privacyshield.gov/ps/article?id=Canada-Banking-Systems>

¹⁵⁹ ראו: Banking Act, § 374. בעל מניה משמעותי/מהותי (Major shareholder) מוגדר כבעל שיעור האחזקה המתואר בטקסט ב-§ 2.2.

גם בנהלים שמפורסמים על ידי ה-OSFI,¹⁶⁰ החלים בנוסף למוגדר בחוק החברות הקנדי הכללי, החל על כלל החברות העסקיות. לפי חוק החברות הקנדי, Canada Business Corporation Act 1985, האסיפה הכללית של בעלי המניות מוסמכת למנות את הדירקטורים בחברה.¹⁶¹ גם הדירקטוריון מוסמך למנות דירקטורים בעצמו, אך מינויים יהיה תקף עד לאסיפה הכללית העוקבת אם לא אושר בה, ומספר הדירקטורים שניתן למנות באופן זה מוגבל לעד שליש ממספר הדירקטורים שמונו באסיפה הכללית האחרונה.¹⁶² עוד יצוין כי על פי החוק הקנדי בעלי מניות המחזיקים לפחות 5% מהמניות בחברה יכולים להציג מועמד לדירקטוריון החברה.¹⁶³ על פי קוד הממשל התאגידי הקנדי מומלץ שבחברה ציבורית תהיה ועדת מינויים, וכן מומלץ שהיא תכלול רוב של דירקטורים בלתי-תלויים ושיהיה בה יו"ר בלתי-תלוי.¹⁶⁴

בנוסף, ישנן הוראות ספציפיות בחוק הבנקאות הקנדי לגבי דירקטוריון בתאגידים בנקאיים. כך, למשל, החוק קובע כי בדירקטוריון תאגיד בנקאי יהיו לפחות שבעה דירקטורים,¹⁶⁵ וכי לא יותר משני שליש מהדירקטורים בתאגיד יהיו דירקטורים הקשורים לתאגיד בדרך כלשהי.¹⁶⁶ בנוסף, עד 15% מהדירקטורים יכולים להיות עובדים של התאגיד או של חברת בת שלו, אלא אם כן כל הדירקטורים שגם עובדים בבנק הם עד ארבעה ולא יותר מ-50% מהדירקטוריון.¹⁶⁷ לפי הנחיות OSFI, הדירקטוריון נדרש להיות עצמאי מההנהלה, אך ההנחיות אינן קובעות שהמשמעות היא שבהכרח רוב הדירקטורים צריכים להיות בלתי תלויים לשם כך. מחויבת הפרדה בין יו"ר הדירקטוריון לבין המנכ"ל, אך מעבר לכך העצמאות יכולה להיות מושגת דרך קביעת מדיניות בנושא; קביעת הרכב הדירקטוריון בהתחשב במבנה הבעלות של התאגיד; קביעת פגישות שגרתיות בדירקטוריון ובועדות המשנה יחד עם ההנהלה ועוד. הליך הגיוס של דירקטורים חדשים הוא בסמכות הדירקטוריון הקיים.¹⁶⁸

הדירקטורים צריכים לעבור תהליך אישור של ה-OSFI לפני תחילת עבודתם, זאת בעוד שהאחריות על וידוא ההתאמה של נושא המשרה לתפקידו לאחר מכן נתונה לתאגיד עצמו. לעניין זה, ה-OSFI דורש כי כל תאגיד בנקאי יגבש מדיניות לביצוע הערכה של ההתאמה והיושרה של נושאי המשרה הבכירים.¹⁶⁹ מדיניות התאגיד צריכה לכלול התייחסויות לעניינים הבאים: ציון כל בעלי התפקידים שכפופים למדיניות בשל תפקידם; המידע שייאסף על כל מועמד על מנת להעריך את התאמתו לתפקיד, למשל: רישום פלילי, רישום הנוגע לסנקציות מנהלתיות או עונשיות הנוגעות מגוף רגולטורי מוסמך בהקשר לניירות ערך, ראיות על השכלה, כישורים, מקצועיות רלוונטית, יושרה ועוד; קביעת מועדי ביצוע ההערכות – הן לפני המינוי והן קביעת מועדים להערכה תוך כדי המינוי שלא יפחתו מחמש שנים בין פעם לפעם; וכן, נהלי מפתח בהליכי מינוי ותהליכי קבלת החלטות

¹⁶⁰ ראו: OSFI Corporate Governance – Guidelines (2018), <https://www.osfi-bsif.gc.ca/en/guidance/guidance-library/corporate-governance-guideline-2018>

¹⁶¹ Canada Business Corporation Act 1985, § 106(3).

¹⁶² שם, § 106(8).

¹⁶³ שם, § 137(4).

¹⁶⁴ National Policy 58-201 Corporate Governance Principles, Principle 3.

¹⁶⁵ Bank Act, § 159(1).

¹⁶⁶ שם, § 163(1). להגדרת דירקטור תלוי/קשור (Affiliated director), ראו שם, § 162.

¹⁶⁷ שם, § 164.

¹⁶⁸ Office of Superintendent of Financial Institutions Corporate Governance – Guideline (2018), <https://www.osfi-bsif.gc.ca/en/guidance/guidance-library/corporate-governance-guideline-2018>

¹⁶⁹ לפי הנחיות ה-OSFI, אדם מוסמך (או: responsible person) הוא: דירקטור, מנהל בכיר – קרי: כל אדם שיש לו תפקיד משמעותי בתאגיד ובכלל זה מנכ"ל, סמנכ"ל כספים וכל אדם אחר שמחוייב בדיווח ישירות לדירקטוריון; וכן הנהלת זרוע של תאגיד בנקאי זר שפועל בקנדה. ראו: Background Checks on Directors and Senior Management of FRES – Guideline (2008), § III.2, <https://www.osfi-bsif.gc.ca/en/guidance/guidance-library/background-checks-directors-senior-management-fres-guideline-2008>

ביחס למועמדים לתפקידי הנהלה בכירים. תהליך אישור המועמד על ידי התאגיד הבנקאי מוסדר על ידי התאגיד עצמו, אך כן כפוף לנהלים הכלליים הקבועים בנושא על ידי OSFI. במקרה של מחלוקת ביחס למועמד שהתאגיד מעוניין לאשרו, OSFI יפעל ביחד עם התאגיד על מנת לטפל בחששות המתעוררים, ואם לדעת OSFI הנושא לא נפתר בצורה מספקת באופן שמעורר חשש מהותי ביחס למועמד, הוא יכול לנקוט בצעדים מנהלתיים כנגד התאגיד.

ג.6. אוסטרליה

הגוף המפקח על תאגידים פיננסיים באוסטרליה הוא הרשות האוסטרלית לפיקוח זהיר (Australian Prudential Regulation Authority – APR). גוף זה קבע כללים שחלים על דירקטוריונים בתאגידים פיננסיים, ובכלל זה בנקים. בין היתר, נקבע בכללים אלה כי תפקידו של הדירקטוריון הוא לפקח על הניהול התקין של התאגיד, וכי נדרש כי הדירקטוריון יפעל על פי אמנה שתסדיר את תפקידיו ואחריותו.¹⁷⁰ כמו כן, מוגדר כי חלק מהאחריות של הדירקטוריון היא להבטיח כי לדירקטורים ולהנהלה יש כקבוצה את מלוא הכישורים הנדרשים כדי למלא את תפקידם באופן זהיר ואפקטיבי, ושכלל דירקטור יש כישורים שיאפשרו לו לתרום בצורה יעילה להחלטות ולתהליכים המתנהלים בדירקטוריון.¹⁷¹ יצויין, כי הנחיות אלה דורשות כי בכל דירקטוריון בתאגיד מפקח יהיה רוב של דירקטורים חיצוניים.¹⁷² בנוסף, נקבעו מגבלות על מספר הדירקטורים בדירקטוריון המקושרים לבעל מניה מסויים לפי שיעור האחזקה של אותו בעל מניה בזכויות ההצבעה של התאגיד הבנקאי. כך, אם מדובר בבעל מניה המחזיק עד 15% מזכויות ההצבעה בחברה מותר שיהיה לו נציג אחד בדירקטוריון שמונה עד שישה חברים ועד שני נציגים בדירקטוריון שמונה יותר מכך. אם יש בעל מניה עם יותר מ-15% מזכויות ההצבעה בחברה הוא יכול למנות יותר נציגים כל עוד הוא שומר על הפרופורציה האמורה לעיל.¹⁷³

גם הדין האוסטרלי, בדומה לדינים אחרים אותם סקרנו לעיל, לא מתערב או משנה את דרך מינוי הדירקטורים בתאגידים בנקאיים לעומת כל חברה או חברה ציבורית אחרת. בדרך כלל בחברה ציבורית יש ועדת מינויים וזאת משום שקוד הממשל התאגידי האוסטרלי ממליץ על הקמת ועדת-משנה כזו, כאשר על פי ההמלצות הקבועות בקוד זה הדירקטורים בה צריכים להיות בלתי תלויים. הועדה אחראית לזהות ולהמליץ על מועמדים לדירקטוריון, להעריך את כישורם וניסיונם ולהבטיח גיוון מספק בדירקטוריון.¹⁷⁴ לאחר המלצת ועדת המינויים המועמדים צריכים להיות מאושרים בדירקטוריון החברה ולאחר מכן גם באסיפה הכללית של בעלי המניות.¹⁷⁵ במקרים מסוימים גם הדירקטורים יכולים למנות דירקטור בעצמם, אך האסיפה הכללית תידרש לאשר את המינוי באסיפה הבאה אחרת המינוי יהיה בטל לאחריה.¹⁷⁶ בנוסף, ישנה התייחסות ברגולציה למידת התאמתם של הדירקטורים לתפקידם. השאלה אם הדירקטור מתאים ובעל כישורים למלא את התפקיד אמורה להיבחן על ידי התאגיד הבנקאי עצמו, והאחריות על כך מוטלת על הדירקטוריון. החוק קובע מספר פרמטרים שתאגיד בנקאי נדרש לעמוד בהם: קביעת מדיניות לסטנדרטים של התאמה וכשירות לנושאי משרה; הבטחת בחינת

¹⁷⁰ APR Prudential Standard CPS 510 – Governance, sA.16-17.

¹⁷¹ שם, sA.19.

¹⁷² שם, sA.27.

¹⁷³ שם, s34-35.

¹⁷⁴ ASX Corporate Governance Principles and Recommendations (4th ed.).

¹⁷⁵ Australian Corporation Act 2001, ss 201G, 201H(3).

¹⁷⁶ שם, s 201H.

התמלאותם של הסטנדרטים שנקבעו לפני מינוי של מועמד לתפקידו וכן פעם בשנה תוך כדי שהוא מכהן במשרה; מניעת מצב שבו אדם מתמנה או ממשיך להחזיק בתפקיד שאליו הוא לא מתאים וכשיר ועוד.¹⁷⁷ ודוק: באחריות החברה לוודא את תאימותו וכשירותו של המועמד לפני מינויו ותוך כדי מילוי תפקידו.

להשלמת הדיון יצוין כי באוסטרליה יש ארבעה בנקים מרכזיים שמחזיקים יחדיו יותר מ-70% משוק הבנקאות.¹⁷⁸ הבנקים הללו הם חברות ציבוריות הנסחרות בבורסה האוסטרלית וארבעתם ממוקמים בתוך רשימת עשרת החברות הציבוריות בעלות נתח השוק הגדול ביותר בבורסה זו.¹⁷⁹ על פי מחקר עדכני שבחן את מבנה הבעלות של החברות בבורסה, כל עשרים החברות הגדולות באוסטרליה, ובכלל זה גם ארבעת הבנקים המרכזיים, מוחזקים בבעלות מבוזרת. משקיעים מוסדיים מחזיקים בשיעור האחזקה הגבוה ביותר באופן יחסי מבין בעלי המניות בחברות ציבוריות, בממוצע. למעשה, על פי המחקר, 97% משלושת בעלי המניות בכל אחת מהחברות ASX 50 הם משקיעים מוסדיים. ומתוך 20 החברות הגדולות במדד זה, כולן בבעלות מבוזרת, במובן זה שאין בעל מניה המחזיק יותר מ-20% משיעור השליטה בחברה. גם כאשר יורדים ל-10% משיעור השליטה בחברה, רק ב-3 מבין קבוצת חברות זו יש בעל שליטה עם שיעור אחזקה מינימלי כזה.¹⁸⁰

ג.7. ארצות הברית

ישנם מספר גופים המפקחים על תאגידים בנקאיים בארצות הברית. הראשון הוא ה- Federal Reserve System, הבנק המרכזי, שנוצר ב- Federal Reserve Act 1913. הוא מורכב מחבר נאמנים שיושבים בווינגטון הבירה ועוד 12 בנקים פדרליים שממוקמים ברחבי ארצות הברית והוא מפקח על הבנקים שיש להם רישיון לפעול בכל ארצות הברית, כמו גם בנקים שיש להם רישיון לפעול במדינה (State) ספציפית שמעוניינים בכך. בנוסף לבנק המרכזי רגולטורים נוספים מפקחים על תאגידים בנקאיים שונים, ואחד המרכזיים בהם הוא Federal Deposit Insurance Corporation שתפקידו להגן על החוסכים ושמפקח על בנקים שאינם חברים בבנק המרכזי ואינם מפוקחים על ידו.

הפרוצדורה למינוי דירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות בארצות הברית מוסדרת באמצעות שילוב של חוקים פדרליים, תקנות של רשות ניירות ערך (SEC) וכללי רישום של הבורסות המרכזיות כגון NYSE ו-NASDAQ. ההסדר המשפטי החל על חברות ציבוריות בארצות הברית משתנה בהתאם למדינה הספציפית, אך לצורך הדיון נבחן את ההסדר הקבוע במדינת דלאוור שהיא המדינה המרכזית לעניין זה, שבה רשומות מרבית החברות הציבוריות בארצות הברית. חברות ציבוריות חייבות להקים ועדת מינויים ולפרסם את אמנת הוועדה (charter), וחברי הוועדה נדרשים להיות דירקטורים בלתי תלויים בלבד. הוועדה אחראית לאיתור מועמדים לדירקטוריון והם יועלו לאישור הדירקטוריון לפני שהן מגיעות לאסיפה הכללית. המועמדים עולים לאסיפה הכללית של בעלי המניות באסיפה שנתית או מיוחדת, למעט אם נקבע אחרת בתקנון החברה.¹⁸¹ בנוסף, דרישות הגילוי וחובות

¹⁷⁷ APRA Prudential Standard CPS 520 – Fit and Proper

¹⁷⁸ <https://my.nzte.govt.nz/article/the-banking-sector-in-australia-facts-figures-and-trends>

¹⁷⁹ <https://www.asx.com.au/markets/trade-our-cash-market/equity-market-prices/top-50-market-cap>

¹⁸⁰ Jennifer Varzaly, *Shareholder Concentration and Control in Australia*, 23 J. CORP. L. STUD. 105 (2023)

¹⁸¹ Delaware General Corporation Law, § 211(b)

הדיווח של רשות ניירות הערך האמריקאית מחייבות חברות ציבוריות לפרט בדוחות השנתיים¹⁸² את תהליך בחירת המועמדים, כולל תפקידה של ועדת המינויים.¹⁸³

הרגולציה בארצות הברית במישור הפדרלי אינה דורשת אישור גורף למינויים של דירקטורים ונושאי משרה אחרים בתאגידים הבנקאיים, אבל הכשירות וההתאמה של נושאי משרה אלה נבחנת במסגרת ההערכה השנתית או התקופתית של התאגיד הבנקאי.¹⁸⁴ יצוין כי, ההנחיות של ה-FDIC מורות כי במקרים שבהם התאגיד הבנקאי נמצא בקשיים כלכליים אישור המינוי על ידי ה-FDIC יתבצע לפני המינוי בפועל.¹⁸⁵

ארצות הברית היא המדינה היחידה שבה היה הסדר משפטי הכולל מינוי של דירקטורים על ידי המדינה. הסמכות הזו ניתנה במענה לתוכניות ההצלה של בנקים במשבר הסאב-פריים של 2007-2008.¹⁸⁶ התאגידים הבנקאיים שהשתתפו בתוכנית קיבלו השקעת הון וזאת בדרך כלל כנגד מניות בכורה שמאוחר יותר בתוכנית הומרו למניות רגילות.¹⁸⁷ התוכנית כללה זכות למינוי של עד שני דירקטורים מטעם מחלקת האוצר לבנקים שהשתתפו בתוכנית, זכויות וטו בהחלטות מסוימות ועוד, וזאת בהתאם לחוזה שנכרת בין הבנק לבין מחלקת האוצר האמריקנית.¹⁸⁸ ודוק: בתוכנית זו ניתנה זכות למנות דירקטורים מטעם האוצר בבנקים שקיבלו תמיכה ישירה מכספי מיסים כנגד מניות, וזאת לתקופה מוגבלת בלבד, עד שיפרעו את חובם בהתאם לתנאי התוכנית.¹⁸⁹

ד. ההסדר המשפטי והרגולטורי בישראל – ניתוח עיוני

המחקר ההשוואתי המוצג לעיל הראה כי ישראל ייחודית בהסדר המשפטי והרגולטורי החל על מינויים של דירקטורים בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה. ראשית, באף מדינה מאלו שנסקרו אין הבחנה בין מינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים בבעלות ריכוזית לבעלות מבוזרת. ההסדר החל הוא אחיד ביחס לכל סוגי התאגידים. שנית, במדינות שנסקרו הליך המינוי של דירקטורים בתאגידים בנקאיים מבוסס בחלקו הארי על דיני החברות החלים בכל מדינה ומדינה, ולרוב אין שינויים מרחיקי לכת בעניין זה. שלישית, הכללים לגבי מינוי דירקטורים חיצוניים או בלתי תלויים קבועים בקודי ממשל תאגידי, בשיטת "אמץ או גלה" כך שהם גמישים יותר מההסדרים החלים בישראל. רביעית, החובה למנות דירקטורים חיצוניים או בלתי תלויים אינה רחבה כמו זו בישראל ולרוב מוגבלת לדרישה של עד שלוש מבין הדירקטורים בדירקטוריון. חמישית, באף מדינה מאלו שנסקרו אין מעורבות של המדינה או של זרוע ממשלתית באשר היא בהצעת מועמדים לדירקטוריון התאגיד הבנקאי. ודוק: המחקר בחן מספר מדינות, חלקן משיטת המשפט המקובל וחלקן משיטת המשפט הקונטיננטלי,

¹⁸² דרך Proxy Statements או Form 10-K.

¹⁸³ SEC Regulation S-K, Item 407(c)(2)(v).

¹⁸⁴ ראו, למשל: 4.1 s. Examination Policies Manual of FDIC, <https://www.fdic.gov/resources/supervision-and-examinations/examination-policies-manual/section4-1.pdf>; The Fed Explained – What the Central Bank Does, <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/the-fed-explained.pdf#p65>.

¹⁸⁵ ***

¹⁸⁶ Emergency Economic Stabilization Act 2008 Troubled-Asset Relief Program שעוגנה ב-.

¹⁸⁷ Hal S. Scott, *Capital Purchase Program and Others TARP Support Programs*, <https://covid-19.mitpress.mit.edu/pub/qxhpog77/release/1>.

¹⁸⁸ לתוכנית קוראים: Capital Purchase Program. ראו: <https://home.treasury.gov/sites/default/files/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/bank-investment-programs/cap/Documents/PPP%20Directors%20-%20Observer%20Fact%20Sheet.pdf>.

¹⁸⁹ מחקרים מראים שהרצון לצאת מהתוכנית, עקב היותה מכבידה על פעילות התאגידים הבנקאיים, הובילה לכך שבבנקים שהופעלה תוכנית זו היו יותר גיוסי הון מאשר בבנקים שלא קיבלו תמיכה, על מנת לפרוע את החוב. ראו: Mozaffar Khan & Dushyantkumar, *Yyas, The Capital Purchase Program and Subsequent Bank SEOs*, 18 J. FIN. STABILITY 91 (2015).

ובהן מבני בעלות שונים שכיחים: ריכוזיים או מבוזרים. בכל זאת, לא נצפה הבדל משמעותי בין השיטות השונות, אלא בדקויות. בכולן התפקיד הרגולטורי בהקשר למינויים מתמצה באישור המינויים מראש או בדעיבד, על פי קריטריונים סדורים. כלומר, הרגולציה היא מנגנון חיצוני לחברה ולא חלק אינטגרלי ממנגנוניה הפנימיים.

הייחודיות של ההסדר הישראלי מחייבת התייחסות ובחינה מעמיקה. כפי שתואר לעיל, ההסדר שהתגבש הושפע משני פרמטרים עיקריים: ראשית, משבר ויסות מניות הבנקים שהרעיד את המדינה, גרם לקטסטרופה כלכלית וחייב התערבות מיידית של המדינה, הותיר ככל הנראה חרדה – ייתכן שמוצדקת – משחרור הניהול של הבנקים לידיהם בתום תהליך ההפרטה. שנית, העובדה שהשוק הישראלי התבסס במשך שנים על חברות בבעלות ריכוזית, קרי: כאלה שיש בהן בעל שליטה, והמעבר למודל בעלות חדשות של בעלות מבוזרת, שהמחוקק והרגולטור לא הכיר מקרוב ושהיה צריך להתמודד איתו די במפתיע. השילוב של שני הדברים הוביל ככל הנראה למודל הנבחר שמציג מודל שליטה יחסית הדוק של המדינה במינויים בתאגידים הבנקאיים. היתרונות של המודל הזה ברורים: הליך הסינון והבחירה של מועמדים לדירקטוריון הוא הליך מפקח מתחילתו ועד סופו. למעשה, לא יכול להיבחר מישהו לדירקטוריון של תאגיד בנקאי בבעלות מבוזרת מבלי לעבור אישור א-פריורי של זרוע של המדינה. בניגוד למדינות אחרות שבהן רק הפלט של התהליך – קרי: המועמד הנבחר – עומד לבחינה ולאישור רגולטורי, בישראל כל מועמד עובר קודם כל את הסינון של הרגולטור. זה פיקוח מהודק יותר, ולכן ניתן לומר שהוא עשוי להוביל למספר טעויות קטנות יותר מבחינה זו. הדגש והמעורבות הגדולה במינויים אינם מופרכים. מחקרים מראים כי ביצועי בנק משתפרים מהותית בהתחשב בגיל, בהשכלה ובניסיון של הממונים לתפקידי הנהלה.¹⁹⁰ מחקרים אחרים מראים כי למינוי של דירקטורים חיצוניים בחברה יש השפעה חיובית על תהליך קבלת ההחלטות בה,¹⁹¹ כמו גם על יעילות הבנק.¹⁹² כלומר, זהות נושאי המשרה בתאגיד הבנקאי בהחלט משנה ומשפיעה על תפקודו, יכולתו להתמודד עם אתגרים ולנהל את הסיכונים הגלומים בפעילותו העסקית בצורה מושכלת. הרציונל של מודל זה, אם כן, ברור: לפקח בצורה הדוקה יותר על תאגידים בנקאיים אלה מתוך חשש "לשלטון מנהלים" ולניהול שלא יטיב עם בעלי המניות והלקוחות, ואשר עלול בסופו של דבר לפגוע במערכת הבנקאית ובכלכלה בכללותה.

אך מודל האסדרה שנקבע שולל כמעט לחלוטין את זכותם של בעלי המניות להציג מועמדים לדירקטוריון החברה תוך מתן סמכות כמעט בלעדית לוועדה שדה-פקטו מהווה זרוע של המדינה. ניתן לומר שבכך יש חריגה מתפישת הרגולציה – גם זו החלה על הבנקים – שלפיה תפקיד המדינה הוא לטפל בכשלי שוק קונקרטיים, לתפישת שבה המדינה נוטלת חלק עקבי ברכיב משמעותי בממשל התאגידי של הבנק, גם במקום בו אין כשל שוק בהכרח ואף באופן העלול ליצור כשלי שוק בפני עצמו. לחסרונות ולאתגרים של הסדר זה אתייחס בפרק זה.

¹⁹⁰ Duc Duy (Louis) Nguyen, Jens Hagedorff & Arman Eshraghi, *Which Executive Characteristics Create Value in Banking? Evidence from Appointment Announcements*, 23 CORP. GOV. 112 (2015). מעניין לציין שמגדר המועמד לא משפיע באופן דומה לפי מחקר זה. יצוין כי המחקר עוסק ספציפית בדירקטורים שהם מנהלים בחברה, קרי: גורמי פנים בה, לא בדירקטורים חיצוניים או בלתי-תלויים.

¹⁹¹ ראו, למשל: Jay Dahya & John J. McConnell, *Outside Directors and Corporate Board Decisions: A Natural Experiment*, 11 J. CORP. FIN. 37 (2005). אבל ראו מחקר ביפן שמראה כי אין כל השפעה למינוי של דירקטורים חיצוניים על ביצועי החברה: Yoshiro Miwa & J. Mark Ramseyer, *Who Appoints Them, What Do They Do? Evidence on Outside Directors from Japan*, 14 J. ECON. & MANAG. STR. 299 (2005).

¹⁹² Sailesh Tanna, Fotios Pasiouras & Matthias Nnadi, *The Effect of Board Size and Composition on the Efficiency of UK Banks*, 18 INT'L J. OF THE ECON. OF BUS. 441 (2011).

ד.1. ההסדר המשפטי בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה – יציר כלאיים

המעורבות של זרוע רגולטורית בהליכי מינוי של דירקטורים כפי שנעשה בתאגידים בנקאיים בישראל היא מעורבות חריגה מאוד בהשוואה גלובלית וגם בהשוואה להסדרים רגולטוריים אחרים.¹⁹³ מן הצד האחד, תאגידים אלה אינם תאגידים ממשלתיים ואינם מוחזקים בבעלות המדינה. מן הצד השני, לזרוע רגולטורית של המדינה – יש דריסת רגל חזקה ביותר בהליכים שבעיקרם אמורים להיות הליכים פנימיים המוסדרים באורגנים הרלוונטיים בתוך החברה עצמה. אם כן, מדובר בבנקים שהבעלות בהם פרטית – במובחן ממשלתי – אך שיש בהם אספקטים ממשלתיים בכל אופן. במובן זה הם סוג של יצור כלאיים, שכן הזרוע הממשלתית נוהגת בהם במידה מסוימת כמנהג בעלים, לפחות בכל הקשור למינוי דירקטורים. כאמור, מסקירה של כל הדירקטורים שמכהנים בדירקטוריונים של התאגידים הבנקאיים הרלוונטיים עולה כי כולם הומלצו על ידי הועדה למינוי דירקטורים. אף לא אחד מונה או הומלץ על ידי בעלי מניות, בנוהל הקבוע בחוק. הועדה שהאסיפה הכללית מאשרת את הדירקטורים בסופו של דבר אינה משמעותית לעניין זה, כי מבחינות רבות היא סוג של חותמת גומי של הועדה הרגולטורית, שלעניין זה מתפקדת כמו בעל שליטה בחברה. אלא שאפילו לבעל שליטה יש מגבלות בחוק, שכן החוק מחייב במקרה של מינוי של דירקטור חיצוני גם רוב מבין המיעוט ולא רוב רגיל בלבד,¹⁹⁴ תנאי שלא נדרש במקרה שלנו. כך שלמעשה מספיק רוב רגיל בכל המקרים, ובפועל – כפי שנראה מהנתונים – כל המועמדים הם אלה שמוצעים על ידי הועדה למינוי דירקטורים.

לעניין זה רלוונטיים דברי של אוהד מראני, מנכ"ל משרד האוצר לשעבר, ומי שעמד בראש הועדה שבידיה הופקד הדיון על השינויים החקיקתיים והרגולטוריים הנדרשים לאור השינויים הצפויים במבני השליטה בתאגידים הבנקאיים בישראל, במהלך אחד הדיונים בועדת הכספים ביחס לשינויים המוצעים בחוק ביחס להרכב הועדה ודרכי עבודתה:¹⁹⁵

"הדבר החשוב ביותר בעיניי הוא מהי ברירת המחדל, מה הדרך הראשונית והעיקרית למנות דירקטורים. לפי תפיסת העולם שלי, וזאת הייתה תפיסת העולם אז של רוב חברי הוועדה, מי שצריך למנות דירקטורים בכל חברה, אלה בעלי המניות של החברה. זה קודם כל, עוד לפני שנכנסים לסוגיית גוף בנקאי. בעלי המניות הם אלה שיש להם את הזכות ואת החובה למנות דירקטורים. לפי תפיסתנו בוועדה זה המצב שהיה צריך לשרור גם לגבי בנקים בישראל, גם לגבי בנק עם גרעין שליטה וגם לגבי בנק בלי גרעין שליטה... רק אם נוצר כשל רציני שבו בעלי המניות לא מצליחים למנות את הדירקטורים או לחליפין הם לא מצליחים למנות בצורה

¹⁹³ מעניין לציין, כי יש מקרה נוסף שבו זרוע רגולטורית בוחרת דירקטורים לחברות עסקיות פרטיות: במקרה של חברות החדשות של בעלי הרישיונות בטלוויזיה. לפי סעיף 67 לחוק הרשות השנייה לטלוויזיה ורדיו, התש"ן-1990, ס"ח 59, מועצת הרשות השנייה לטלוויזיה ורדיו תבחר נציגי ציבור שיכנהו כדירקטורים בחברות החדשות שיהיו שתי חמישיות מהדירקטורים בחברה. מן הצד האחד, ההסדר בחוק הרשות השנייה חריג יותר שכן הרגולטור בוחר בעצמו את הדירקטורים ולא רק ממליץ עליהם לאסיפה הכללית. מן הצד השני, הדירקטורים שנבחרים על ידי הרגולטור הם מיעוט מבין חברי הדירקטוריון.

¹⁹⁴ סעיף 239(ב) לחוק החברות.

¹⁹⁵ ראו לעיל, הטקסט הצמוד להערות 82-90.

שתקבל את אישור בנק ישראל, והוועדה עדיין השאירה כוח רב למפקח על הבנקים לפסול ולנקוט באמצעים כאשר צריך לנקוט באמצעים, רק במקרה של כשל כזה והיה ופחת מספר הדירקטורים מהמספר המינימאלי שנבחר כפי שנקבע על ידי בנק ישראל... רק במקרה כזה תופעל הוועדה... השינוי שקרה במשך השנים האחרונות, שהוא לא לרוחי, זה לגיטימי אבל אני חושב שהוא סותר את תפיסתי לפחות לגבי איך מתנהלות חברות בישראל ובכל משק מודרני, השינוי שקרה הוא שהוא העביר משקל גדול מדי לווועדה - ושוב, אני לא מתווכח על הרכב הוועדה – ולמעשה הוא הוריד את היכולת של בעלי המניות למנות דירקטורים.¹⁹⁶

(ההדגשות אינן במקור – א.מ.)

הסדר זה מקנה כח גדול מאוד לזרוע הרגולטורית, באופן שהסקירה ההשוואתית בפרק הקודם הראתה שאין לה אח ורע, וכאמור יוצר מודל היברידי של שליטה פרטית וציבורית גם יחד. לעניין זה יודגש, כי מחקרים מראים שבנקים בבעלות פרטית מתנהלים באופן יעיל יותר מאשר בנקים בבעלות המדינה. הבעלות אינה מתמצית רק באחזקה של המניות אלא בהשפעה על אופן התנהלות התאגיד עצמו. הרכב הדירקטוריון הוא חלק אינטגרלי מכך משום שהדירקטוריון הוא זה שקובע את האסטרטגיה של החברה, קובע יעדים לטווח רחוק ומפקח על התנהלות ההנהלה בהשגת היעדים הללו. לפיכך, כאשר המדינה, או זרוע שלה, משפיעה על הרכב הדירקטוריון ולא בעלי האינטרס הכלכלי בתאגיד – קרי: בעלי המניות – וגם לא הנציגים שלהם לצורך כך – קרי: הדירקטורים האחרים – ההרכב עלול להיות לא אופטימלי, ולהוביל לחברה יעילה פחות כמו שקורה בבנקים בבעלות המדינה. כך, למשל, מחקרים מראים שבנקים בבעלות המדינה באופן חלקי או מלא בגרמניה ספגו את הפגיעות הקשות ביותר בעקבות משבר הסאב-פריים ולמעשה המדינה הייתה צריכה להציל אותם באמצעות כספי ציבור. התוצאות הקשות יותר בבנקים אלה משויכות, בין היתר, לעבודה שהדירקטוריון בהם מקצועי פחות ובעל יכולות פחותות יותר לעומת דירקטוריונים בבנקים בבעלות פרטית, כך שניתוח תרחישי הסיכון לא נעשה בצורה טובה בצורה מספקת. כך, למשל, בגרמניה על פי אחד המחקרים¹⁹⁷ ההפסדים והפחתות הערך של נכסים בבנקים בעקבות משבר הסאב-פריים היו גדולים פי שלושה בבנקים בבעלות ציבורית בהשוואה לבנקים בבעלות פרטית. השוואת הכישורים והניסיון הפיננסי של החברים במועצה המפקחת מראה כי בבנקים פרטיים חברי המועצה המפקחת מוכשרים ובעלי ניסיון רב יותר מאשר בבנקים בבעלות ציבורית. יתרה מכך, יש קורלציה בין היעדר הכשירות של המועצה המפקחת לבין היקף ההפסדים שספג הבנק בתקופה זו. מכאן שהפיקוח של הדירקטוריון קריטי ליכולתו של הבנק להתמודד עם סיכונים בצורה אפקטיבית.

2.ד. הרכב הוועדה למינוי דירקטורים

הרכב הוועדה הנוכחי הוגמש ביחס להרכבו המקורי בתיקוני החקיקה הראשונים. בעוד שבתחילה היו בוועדה רק נציגי ציבור, בדומה לוועדה המקורית שהוקמה בחוק המניות הבנקאיות שבהסדר, בתיקונים המאוחרים יותר

¹⁹⁶ פרוטוקול משיבת ועדת הכספים מיום כ' באייר התשע"א (24.5.2011), בעמ' 14-15 (להלן – פרוטוקול ועדת הכספים 3).
¹⁹⁷ Harald Hau & Marcel Thum, *Subprime Crisis and Board (In-) Competence: Private vs. Public Banks in Germany*,
24 ECON. POL'Y 701 (2009).

משנת 2012 הוכנסו לועדה שני דירקטורים חיצוניים מתוך התאגיד הבנקאי הרלוונטי, על מנת לאפשר השפעה של גורמים המעורים יותר בתאגיד ולא רק נציגים שאינם מכירים אותו מבפנים. לכאורה, התיקון הזה מאזן את ההשפעה של המדינה בתהליך אבל לדעתי אין בו די. **ראשית**, דירקטורים אלה מהווים מיעוט מבין חברי הועדה, כך שהיכולת של העמדה שלהם להכריע בדיונים המתקיימים בועדה מוגבלת ביותר. **שנית**, ייתכן שגם בתוך החברה עצמה הם לא משקפים את הפרספקטיבה השלטת בתוך הדירקטוריון של התאגיד הבנקאי. כך יכול להיווצר מצב שמדובר במיעוט מתוך הדירקטוריון שמשקף מיעוט מתוך הועדה, ובסך הכל המשמעות היא שהוא לא בהכרח יכול להוביל לכיוונים שמרבית הדירקטורים בחברה היו רוצים לקדם באמצעות המינוי. זאת בפרט כאשר לוקחים בחשבון את העובדה שמי שממליץ ובוחר את הדירקטורים החיצוניים שיכהנו בועדה למינוי דירקטורים הם יו"ר הועדה ושני החברים האחרים בה, ולא הדירקטוריון בעצמו. כך, המודל הקיים נותן כח יחסי עודף לדירקטורים חיצוניים ספציפיים מתוך הדירקטוריון בהשוואה לכל שאר החברים בו. **שלישית**, ומן הצד השני, מתעורר חשש שמא העובדה שהם דירקטורים בתאגיד הבנקאי הרלוונטי עלולה להוביל לכך ששלושת החברים האחרים בועדה, אותם חברים קבועים שאינם מצויים בנבכי התאגיד הבנקאי הספציפי, לא יפעלו על מנת לבחון את הצרכים של הבנק בעצמם אלא יסתמכו על תפיסתם של הדירקטורים החיצוניים, שכאמור כלל לא בטוח שמייצגים את הדירקטוריון כקולקטיב ואת תפישותיו ביחס לחברה.¹⁹⁸ כך הכח היחסי שלהם בעצם עוד יותר מתעצם.

ההסדר הזה משקף חוסר אמון בממשל התאגידי של הבנק, בעוד שהבסיס לחוסר האמון הזה אינו ברור דיו. נושאי המשרה בבנק הם אנשי מקצוע, שגם הם מתמנים באישור הפיקוח על הבנקים. בניגוד לחברה ציבורית רגילה, פה הדירקטוריון מורכב מאנשים שמינויים מחייב אישור רגולטור ועמידה בתנאים ספציפיים. לכן התפיסה שמסרבת לראות בדירקטוריון כגורם רלוונטי להמלצה אפילו מבין חבריו, ואפילו לשמש כמיעוט (ואפילו כסנן מבין הדירקטורים החיצוניים בלבד), מעידה על חוסר אמון מסוים, ולא בהכרח מבוסס, בנושאי המשרה בחברה. ניתן לטעון כי הדירקטוריון בעצמו הוא הגורם שניתן להניח שיידע להעריך אלו דירקטורים, ובעלי אלו כשירותים, נדרשים לצורך מילוי תפקידו בצורה אופטימלית. ייתכן כי לכתחילה היה היגיון פנימי בדרישה שלפיה זרוע ציבורית נטולת כל אינטרסזרים תמנה את הדירקטורים בחברות ללא גרעין שליטה, ולא גורמי פנים בחברה. אך משעה שהדירקטורים בכל התאגידים הבנקאיים כבר מונו על ידי אותה ועדה, ניתן להניח כי נבחרו בקפידה וכי מכאן ואילך הם יוכלו להמליץ לאסיפה הכללית בצורה על דירקטורים אחרים שימונו באופן ראוי הלוקח בחשבון את צרכי החברה ואת אתגריה הנוכחיים והעתידיים. לא זו אף זו, התנאים לכהונה כדירקטור בתאגיד בנקאי קובעים סטנדרט גבוה ברמה המקצועית. העמידה בתנאי הכשירות גם נבחנת על ידי הרגולטור ממילא, בדומה להסדרים הקיימים במדינות אחרות, כך שמדובר בקבוצה שמסוננת בקפידה לכתחילה. כך שההנחה שמה שמתאים לכל החברות הציבוריות לא יתאים בתאגיד בנקאי אינה מנומקת דיה.

ד.3. פגיעה בזכויותיהם ובמעמדם של בעלי המניות

¹⁹⁸ יוסף גרוס **דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי** 106 (מהדורה חמישית, 2018).

הזכות להשתתף בהליכי מינוי דירקטורים היא אחת מהזכויות הבסיסיות ביותר של בעלי המניות.¹⁹⁹ מעורבות זו חשובה ממספר טעמים:²⁰⁰ ראשית, משום שהיא מקנה אמצעי לבעלי המניות לפקח על ההנהלה ולהבטחת פעולת הדירקטוריון לטובת האינטרסים של בעלי המניות. המגמה העולמית נוטה להגדלת יכולת ההשפעה של בעלי המניות, בניגוד למודל הקיים בישראל. הצבעה ביחס למינויים של דירקטורים היא כלי רב-עוצמה שמחקרים מראים כי בעלי המניות משתמשים בו על מנת לתקשר עם הדירקטוריון, וכי הצבעת מחאה מצד בעלי המניות יכולה להוביל לשינויים משמעותיים בממשל התאגידי ובאסטרטגיה של החברה.²⁰¹ באופן כללי, מעורבות של בעלי מניות הולכת ונתפסת ככלי חשוב בצמצום בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין נושאי המשרה,²⁰² והמודל הקיים בישראל מנוגד למגמה הזו ומסכל תועלות שעשויות לנבוע ממנה. שנית, היא מאפשרת לבעלי המניות להגן על זכויותיהם, וכך מגבירה את אמון המשקיעים בשוק ומתמצת השקעות בשוק ההון. אמנם גם בהסדר המשפטי הקיים לעניין מינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים שאין בהם גרעין שליטה יש לבעלי המניות זכות להשתתף בהליכי המינוי, אבל חלק בלתי נפרד מהכח של בעלי המניות טמון גם בזכותם להציע מועמד לכהונה בדירקטוריון.²⁰³ בחברות רגילות, בכך יש כדי לאתגר את ההנהלה הקיימת ו/או את בעל השליטה בה. עצם הצבת אלטרנטיבה עשויה להיות משמעותית, הן כסיגנל לגורמי הפנים בחברה ביחס למעורבות ולתשומת הלב של בעלי המניות, והן כזרז ליתר בעלי המניות לקחת חלק בהליך הבחירה והמינוי. כאשר התוצאה (כמעט) ידועה מראש משום שהמועמדים היחידים המוצגים הם אלה שקידמה ההנהלה, האדישות של בעלי המניות היא תוצר לוואי מתבקש ואף הכרחי. ברגע שיש התלבטות ובחירה אמיתית, יש גם סיכוי שיתר בעלי המניות ירצו לנסות להשפיע. לכן הענקת הזדמנות לבעלי המניות להציג מועמדים מטעמם חשובה.²⁰⁴

במקרה של תאגידים בנקאיים, ברירת המחדל היא כי הועדה למינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים תציע מועמדים שיעלו לאסיפה הכללית להצבעה. החלופות הנוספות האפשריות הן הצעה של בעל מניה שמחזיק לפחות 2.5% מסוג מסויים של אמצעי שליטה²⁰⁵ בתאגיד או שניים או שלושה המחזיקים יחד באמצעי שליטה בתאגיד, כאשר כל אחד מהם מחזיק לפחות 1% ולא יותר מ-2.5% מאמצעי השליטה, ואשר ביחד מחזיקים לא פחות מ-2.5% ולא יותר מ-5% מסוג מסוים של אמצעי שליטה זה. הסדר זה שונה מזה שחל בחברות ציבוריות רגילות. לפי חוק החברות, בעל מניה, שלו אחוז אחד או יותר מזכויות ההצבעה באסיפה הכללית, רשאי לבקש מהדירקטוריון להוסיף נושא לסדר היום של האסיפה, ובלבד שהנושא מתאים להידון באסיפה הכללית.

ההסדר הנוכחי ביחס לתאגידים בנקאיים משמעותו מעבר ממצב עולם שבו הדירקטוריון מציע את המועמדים לאסיפה הכללית למצב שבו הועדה למינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים עושה זאת. אך בשני המקרים ישנו

¹⁹⁹ ראו סעיפים 57 ו-239 לחוק החברות.

²⁰⁰ אסף אקשטיין וקובי קסטיאל "מינוי דירקטורים: תיאוריה, ראיות, מדיניות" משפטים נב 429, 450 (2023).

²⁰¹ David Yermack, *Shareholder Voting and Corporate Governance*, 2 ANN. REV. FIN. ECON. 103 (2010); Joseph A. Grundfest, *Advice and Consent: An Alternative Mechanism for Shareholder Participation in the Nomination and Election of Corporate Directors*, in SHAREHOLDER ACCESS TO CORPORATE BALLOT (Lucian A. Bebchuk, ed., 2004) אף ראו: אקשטיין וקסטיאל, לעיל הערה 200, המציגים מחקר אמפירי שלפיו ביותר מ-97% מהמקרים מינויים של דירקטורים מאושרים באסיפה הכללית, מה שמצביע על כך שבישראל אין שימוש בהצבעת מחאה/הצבעת נגד. עם זאת, בחברות ללא גרעין שליטה מדובר בכ-80%, כלומר יש יותר מקרים שבהם המינוי המוצע לא מאושר בהשוואה לחברות עם גרעין שליטה.

²⁰² ראו גם: Luc Renneboog & Peter G. Szilagyi, *The Role of Shareholder Proposals in Corporate Governance*, 17 J. CORP. FIN. 167 (2011); Jie Cai, Jacqueline L. Garner & Ralph A. Walkling, *Electing Directors*, 64 J. FIN. 2389 (2009).

²⁰³ Lawrence A. Hamermesh, *Director Nominations*, 39 DEL. J. CORP. L. 117 (2014).

²⁰⁴ Michael E. Murphy, *The Nominating Process for Corporate Boards of Directors: A Decision-Making Analysis*, 5 BERKLEY BUS. L.J. 131 (2008).

²⁰⁵ אמצעי שליטה מוגדר בסעיף 1 לחוק החברות כזכות הצבעה באסיפה הכללית של החברה וכן הזכות למנות דירקטור של החברה.

חשש למעורבות קטנה מדי של בעלי המניות, ליכולת השפעה נמוכה מדי, ובסופו של דבר למינויים שעלולים להיות לא אופטימאליים. אצל הדירקטוריון החשש הוא כי הם יבחרו אנשים מטעמים שיהיה להם נוח – ושמא, נוח מדי – לעבוד איתם, ולא דווקא על פי שיקולים מקצועיים של התאמת כישוריהם וניסיונם לחברה. קשה לטעון טענה כזו ביחס לוועדה למינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים אך אין משמעות הדבר שהעברת כובד המשקל לוועדה היא נטולת בעיות נציג בפני עצמה. בעיית הנציג שבין בעלי המניות לנושאי המשרה מעוררת חשש שמא נושאי המשרה לא יפעלו לטובת החברה באופן המיטבי, ובהתאם לא יציעו מועמדים שמסוגלים לקדם זאת בצורה הטובה ביותר. אותה בעיה מתעוררת גם כשהמועמדים מוצעים על ידי הוועדה, שכן גם כאן עלול להיות פער בין התפיסה של הוועדה לגבי מה נכון וטוב לחברה לבין תפיסתם של בעלי המניות.

מבחינתם של בעלי המניות הרווחיות של החברה והתשואה שיקבלו על ההון שהשקיעו הן ככל הנראה המטרה העיקרית שלשמה הם חותרים, ושלשמה הם ירצו שהדירקטוריון יחתור. הוועדה למינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים, כגוף בעל סממנים ציבוריים מובהקים, הממונה על ידי נגיד בנק ישראל הינה בעלת מטרות נוספות, שייתכן והן מרכזיות יותר לשיטתה.²⁰⁶ כך, למשל, ניתן למנות את ההגנה על האינטרסים של החוסכים; שמירה על יציבות המגזר הפיננסי והמשך פעילותו; ושמירה על יציבות המחירים כמטרות נוספות אפשריות כנגזרת ממטרות בנק ישראל שהנגיד, הממנה את הוועדה, עומד בראשו.²⁰⁷ לנגיד תפקידים נוספים כמו ייעוץ לממשלה לעניין צמצום פערים חברתיים וצמצום אי-השוויון בחלוקת ההכנסות בחברה,²⁰⁸ שגם הן מטרות זרות למטרות התאגיד הבנקאי ובעלי מניותיו. אמנם נוהל עבודת הוועדה קובע כי במינוי דירקטורים תשקול הוועדה מהם צרכי התאגיד הבנקאי וכי היא רשאית להתחשב בשיקולים בעלי אופי ציבורי ככל שהם מתיישבים או אינם נוגדים את צרכי התאגיד.²⁰⁹ אך הוועדה לא כפופה בשום מובן לתאגיד ולאינטרסים העסקיים שלו – לא בצורת מינוייה, לא בקשר שלה לתאגיד ולא בשום דרך אחרת שהיא לא הצהרתית בלבד.

ניתן להדגים נקודה זאת באמצעות סוגיית האחריותיות (Accountability). בדיני תאגידים יש הסדרים שמטרתם לתמרץ פעולות לטובת החברה, מתוך אחריות, בתום לב, ללא ניגוד עניינים וללא רשלנות.²¹⁰ בעיית הנציג שבין בעלי המניות לבין נושאי המשרה מוסדרת באופנים שונים, שליבתם בהטלת אחריות על נושאי המשרה על פעולות שהם מבצעים במסגרת תפקידם, ובכך תמרוץ שלהם לפעול באופן ראוי מראש. אם יש כשל בתהליך קבלת ההחלטות יש אפשרות שהחברה תגיש תביעה נגד נושאי המשרה שכשלו, או שתוגש תביעה נגזרת בעניין זה.²¹¹ אין שום מנגנון דומה במקרה של הוועדה למינוי דירקטורים. לוועדה כזו אין זיקה ישירה לבעלי המניות, לא חלות עליה חובות הזהירות והאמונים כלפי החברה, ולמעשה המשמעות היא שאין לה שום אחריותיות בקשר למשגים שעלולים לקרות במהלך התהליך שהיא אמונה עליו. אכן, מדובר בוועדה עם אנשים ראויים שעוברים סינון ובחירה על ידי נגיד בנק ישראל. אבל גם אנשים ראויים עלולים לשגות ואפילו לעשות דברים שאסור להם לעשות במקרים מסוימים. אלא שעליהם לא חלות אותן חובות שחלות על נושאי משרה בחברה במסגרת תפקידם זה, וגם עוצמת הפיקוח עליהם מעטה. אין מנגנוני בקרה ופיקוח ואין חובות ספציפיות

²⁰⁶ אכן, זו ההצדקה לרגולציה על מוסדות פיננסיים ובכללם על הבנקים: להביא לידי ביטוי את האינטרסים של החוסכים ושל הציבור בכללותו, ולא רק את אלה של המשקיעים. ראו: Andy Mullineux, *The Corporate Governance of Banks*, 14 J. FIN. REG. & COMP. 375 (2006).

²⁰⁷ ראו סעיף 3 לחוק בנק ישראל, התש"ע-2010, ס"ח 452.

²⁰⁸ שם, בסעיף 7.

²⁰⁹ נוהל עבודת הוועדה, לעיל הערה 104, בסעיף 24.

²¹⁰ ראו סעיפים 252-257 לחוק החברות.

²¹¹ סעיפים 194-198 לחוק החברות.

המוטלות עליהם שיאפשרו הטלת אחריות במידה והם כשלו בתפקידם, קולקטיבית או אישית. במובן זה התמריצים שניתנים להם עשויים להיות בעייתיים והאמירה בנוהל שלפיה צרכי התאגיד יהיו לנגד עיני הועדה בעדיפות עליונה אינה מספיקה כשאינן לה גיבוי ממנגנונים נלווים שמיועדים לתמרץ זאת.

הרגולציה על הבנקים מתמקדת במידה רבה באספקט של היציבות של התאגידים הפיננסיים, מתוך הבנה כי יציבות זו חשובה ליציבות של השוק כולו. מטרה זו חשובה, אך היא אינה המטרה הבלעדית בהקשר זה, אלא שהפיקוח על הבנקים כלל אינו מכוון במידה שווה למטרות האחרות – פיתוח תחרותיות גדולה יותר בשוק, הגנה על המשקיעים ועל הציבור ועוד. למעשה, עקב אכילס זה במודל הרגולציה הנוכחי בישראל מוכר וידוע מזה מספר עשורים, אך עדיין לא טופל בצורה מספקת. הזרוע של הועדה למינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים עלולה לשמר את התפישה הבסיסית של הרגולציה שהיא מהווה זרוע שלה: לקדם את ערך היציבות בלבד ולא ערכים אחרים חשובים.

בעיה זו מתחדדת משום שערך היציבות הוא ערך חשוב מאוד, גם לתאגיד הבנקאי, אבל הוא עשוי להתחרות בערכים אחרים שהתאגיד מעוניין לשאוף אליהם ובפרט יעילות והשאת רווחים. כזכור, תכלית העל של החברה היא השאת רווחיה.²¹² תאגיד בנקאי הוא אמנם תאגיד בעל מאפיינים ייחודיים, אבל הוא בראש ובראשונה חברה עסקית עם מטרות עסקיות. כאשר הגורם הממין, המסנן והבוחר מבין המועמדים הוא ועדה שבמהותה היא ועדה ציבורית, זרוע של רגולטור שמוכוון יציבות, החשש הוא שהמטרות האחרות שחשוב לתאגיד ולבעלי מניותיו לקדם ייזנחו או יזכו למקום שולי יחסית.²¹³ כך, למשל, כשבוחנים מועמדים לנהל חברה או לשמש דירקטורים בה, תהליך הסינון עשוי להיות מושפע מהשאלה איזה רכיבים באופיו, כישוריו וניסיונו של המועמד חשובים ביותר מבחינת החברה, לאור מטרותיה. כאשר התהליך נעשה באמצעות גורמי פנים בחברה הדגש יהיה על האספקטים שמעניינים את התאגיד ואת מטרותיו העסקיות. כאשר התהליך נעשה באמצעות זרוע רגולטורית שבה יש רוב לגורמי חוץ מובהקים, שאינם מכירים את התאגיד היטב מבפנים, ובכלל זה את אתגריו, נקודות החוזק שלו והתפישה העסקית שהוא מעוניין לקדם, ישנו חשש שהבחירה לא תהיה הבחירה המיטבית לתאגיד הספציפי ולמשקיעים שלו. כך, ניטלה מבעלי המניות היכולת להשפיע באופן אפקטיבי באחד מההיבטים החשובים ביותר בממשל התאגידי של החברה באופן שלא נראה מאוזן דיו.

ד. בעיית הנציג הרביעית – בין בעלי המניות לבין האינטרס הציבורי

תאגידים בנקאיים בבעלות מבוזרת משלבים מספר בעיות נציג,²¹⁴ שבחלקן ייחודיות לתאגידים אלה, ואינן קיימות בהכרח בחברות עסקיות אחרות. מן הצד האחד, וכפי שהוסבר לעיל, אחד החששות הנלווים לממשל תאגידי בחברות שבהן בעלות מבוזרת, ובכלל זאת גם בתאגידים בנקאיים כאלה, הוא שלא יהיה די פיקוח על ההנהלה, מה שיעצים את כחה של ההנהלה ואת בעיית הנציג בינה לבין בעלי המניות. זאת בשל פערי אינטרסים פוטנציאליים בין ההנהלה לבין בעלי המניות, ופערי המידע המובנים בין הצדדים. מן הצד השני, בשל אופיים הייחודי של התאגידים הבנקאיים ישנן בעיות נציג נוספות: בין בעלי המניות לבין בעלי הפקדונות ובין בעלי

²¹² סעיף 11 לחוק החברות.

²¹³ יהושע (שוקי) שי "ממשל תאגידי בבנקים בישראל: בעיית הנציג בבנקים ללא גרעין שליטה" **משפטים** נב 275, בעמ' 304-306 (2022).

²¹⁴ שם, בעמ' 280-284.

המניות לבין הציבור הרחב. בעלי המניות מעוניינים להשיא את השקעתם ויעדיפו רמת סיכונים גבוהה בפעילות הבנק. בעלי הפקדונות וגם הציבור הרחב מעדיפים ניהול סולידי ששומר על יציבות הבנק. לבעלי הפקדונות חשובה היכולת למשוך את הפקדונות שלהם כשהם ירצו בכך ללא חשש. לציבור הרחב חשוב שהמערכת הבנקאית תהיה יציבה כי חוסר יציבות שלה פוגעת בכל שוק האשראי ובהתאמה בכל המשק לאור תפקידה המרכזי בשוק.

אכן, ניתן לטעון כי בעיות אלה, ולכל הפחות ככל שמדובר בבעלי הפקדונות, הינן חלק מבעיית הנציג הראשונה, זו שבין בעלי מניות לנושים. במובן הרחב יותר, ניתן לומר כי בעיות נציג אלה משקפות את המתח שבין הגישה המעדיפה את האינטרסים של בעלי המניות (Shareholderism) לבין הגישה הגורסת שיש להתחשב בכלל בעלי העניין המושפעים מפעילות החברה (stakeholderism).²¹⁵ בתוך מארג האינטרסים הזה גם למנהלים יש אינטרסים משל עצמם וההתנהלות שלהם עשויה להטות את הכף לכיוון בעלי אינטרסים כאלה או אחרים. הממשל התאגידי בחברה משמעותי לעניין זה, משום שבמקום שבו החברה מוחזקת בבעלות ריכוזית ויש בעל שליטה עם אינטרס כלכלי חזק בחברה, המנהלים באופן טבעי יהיו יותר מוכוונים אינטרסים של בעלי המניות. לעומת זאת, בחברה בבעלות מבוזרת החשש הוא שהמנהלים יעדיפו לנקוט במדיניות שמרנית – אולי שמרנית מדי – כדי לשמור על מעמדם ופרנסתם. במובן זה הם עשויים להתקרב יותר לאינטרסים של הנושים והציבור הרחב, בפרט במצב של בעלות מבוזרת שבה אין בעל שליטה שידחף אותם להיות יותר אקטיביים.²¹⁶ מחקרים מראים כי הממשל התאגידי בחברה משפיע על מדיניות נטילת הסיכונים של המנהלים בה, כך שהגנות חזקות על מחזיקי אגרות חוב למשל יובילו להתנהגות שמרנית יותר מצד מנהלי החברה.²¹⁷ דרך אחת לתמרץ את המנהלים לפעול לטובת השאת רווחים ולהנהיג מדיניות ניהול סיכונים שאינה שמרנית מדי היא דרך תגמול המותנה בביצועים.²¹⁸ דרך זו יכולה להיות רלוונטית לנושאי משרה מסוגים שונים אך פחות לדירקטורים, בפרט משום שחלק משמעותי מהדירקטורים בדירקטוריון של תאגידים בנקאיים הם דירקטורים חיצוניים. לגבי דירקטורים אלה יש מגבלות די קשיחות בקשר לתגמול הניתן להם כנגד תפקידם.²¹⁹ בעוד שהתקנות קובעות כי ניתן להוסיף לדירקטורים חיצוניים גם גמול בניירות ערך ובכך לקשור בין הביצועים של התאגיד לתגמול,²²⁰ הוראות המפקח על הבנקים אוסרות על תגמול משתנה לדירקטורים על מנת לצמצם את התמרץ שלהם לנקוט באג'נדה מסוכנת מדי.²²¹ כך, אחד המנגנונים השוקיים הנוחים לשימוש לתמרץ מנהלים לפעול לטובת המשקיעים הופך לפחות רלוונטי.²²² מנגנון שוקי שני אפשרי הוא עצם הכח הטמון במינוי ובפיטורין של נושאי

²¹⁵ לניתוח ביקורתי של תפיסת ה-stakeholderism ראו: Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 106 CORNELL L. REV. 91 (2020).

²¹⁶ יצויין כי גם במקום שבו ישנו בעל שליטה יכולת הפיקוח שלו מוגבלת יחסית בתאגידים בנקאיים בהשוואה לחברות עסקיות רגילות בשל הרגולציה שקובעת מסגרת קשיחה יחסית להחלטות המנהלים. ראו: שי, לעיל הערה 214, בעמ' 286.

²¹⁷ ראו, למשל: Tao-Hsien Dolly King & Min-Ming Wen, *Shareholder Governance, Bondholder Governance, and Managerial Risk-Taking*, 35 J. BANK. & FIN. 512 (2011).

²¹⁸ לגבי מדיניות תגמול בתאגידים בנקאיים ראו: הוראת ניהול בנקאי תקין 301A.

²¹⁹ תקנות החברות (כללים בדבר גמול והוצאות לדירקטור חיצוני), התש"ס-2000, ק"ת 290, הקובעות סכומים מרביים לגמול עבור ישיבות ולגמול השנתי לדירקטור החיצוני. הגמול מדורג בהתאם להון העצמי של החברה, כך שכל שההון העצמי של החברה גבוה יותר, כך גם הגמול הפוטנציאלי עולה, במדרג של חמש דרגות. עם זאת, יש לשים לב, כי הגמול אינו מותנה בצמיחה או בהשגת יעדים אלא הוא גמול קבוע לדירקטור החיצוני בהתאם לדרוג החברה.

²²⁰ שם, בס' 8. התנאים הקבועים בתקנה מורים, בין היתר, כי ניתן לתת גמול בניירות ערך כל עוד הגמול מוחל על כלל הדירקטורים ונושאי משרה אחרים וכי הגמול צריך להיות מאושר באסיפה הכללית של בעלי המניות.

²²¹ ***

²²² לאחרונה ניתן גמול הוני לדירקטורים בתאגידים בנקאיים. ראו: עופר ינקוביץ וגיל צ'רצ'י "דירקטורים חדשים בבנק לאומי: האם הבנקים יאמצו את מודל התגמול ההוני לדירקטורים?" *TheMarker* (10.10.2024).

המשרה. אלא שהמודל הקיים מסנדל במידה רבה גם את האפיק הזה, כי היכולת של בעלי המניות למנות נושאי משרה שיקדמו את האינטרסים שלהם מוגבלת ביותר.

מנגנון שוקי שלישי אפשרי עשוי להיות באמצעות הגדלת המעורבות של המשקיעים המוסדיים בתהליכים הללו, על מנת שדרכם יהיה ביטוי לאינטרס של המשקיעים מהציבור. בחברה בבעלות מבוזרת כוחם של המשקיעים המוסדיים גובר באופן טבעי, בשל שיעור אחזקתם הגבוה יחסית למשקיעים הפרטיים מקרב הציבור. זאת בנוסף לכך שהמשקיעים המוסדיים נחשבים למשקיע מקצועי ומתוחכם, ובעל כיסים עמוקים, מה שמאפשר להם להיות מעורבים בצורה אפקטיבית יותר מהמשקיע הפרטי. לכך מתווספת העובדה שהמשקיעים המוסדיים מחזיקים כספים של הציבור, מה שמוביל לכך שהם חבים חובה לנהל את כספיו בצורה יעילה ולמקסם את ערכם. ההסדר הקיים היום מוביל לתוצאה ההפוכה ומסכל את האפשרות של משקיעים מוסדיים להיות שותפים בעיצוב שדירת הניהול של החברה ולתרום בכך גם ליתר המשקיעים בבנק. זאת משום שהוראת ניהול בנקאי תקין מטילה מגבלות על ניהול עסקים עם "איש קשור" באופן שאם המשקיעים המוסדיים יציגו מועמד מטעמם זה יפגע ביכולתם לנהל עסקים עם הבנק.²²³ מכיוון שהמשקיעים המוסדיים הם לרוב היחידים שיש להם שיעור אחזקה גבוה מספיק בשביל להציג מועמד מטעמם לאור המגבלות החלות בחוק בעניין זה, המשמעות היא שלגורם היחיד שהיה יכול להשפיע על התהליכים הללו אין תמריץ או אפשרות לעשות כן.²²⁴

בסיכומם של דברים ניתן לטעון שהמשמעות היא שהחלפנו את בעיית הנציג שבין בעלי המניות לבין ההנהלה – החשש מפני שלטון מנהלים – בבעיית נציג שבין בעלי המניות לבין האינטרס הציבורי – החשש מפני דגש קטן מדי על האינטרסים העסקיים של החברה ובראשם השאת רווחים, ודגש גדול מדי (ואולי לא יעיל) על שמירה על היציבות ושמרנות פיננסית.

ד. 5. מבט מלמעלה

השוואה בין הרגולציה החלה על הבנקים בישראל לבין הרגולציה במדינות מערביות אחרות בעולם באופן כללי, ולא בהכרח בשאלת זהות הממליץ על מינוי דירקטורים, יכולה אף היא לתרום. מחקר זה מנתח סוגיה ספציפית בתוך מארג שלם של חקיקה, תקנות, הוראות והנחיות החלות על תאגידים בנקאיים. הניתוח הספציפי חשוב אך אינו מספיק. בסופו של דבר, ההסדר המשפטי הכולל הוא זה שמכווין את התנהגות השחקנים, ויש – או אמור להיות – סנכרון בין הרכיבים השונים בתוכו. לכן השאלה מה אופי הרגולציה החלה על בנקים במדינה עשויה להיות רלוונטית לשאלה הספציפית שבה עוסק מחקר זה. רגולציה יכולה להיות בעלת פנים רבים ושונים. היא יכולה לנקוט בעמדה של בחינה *ex ante* או בחינה *ex post*; של חתירה לרגולציה עצמית או דווקא לרגולציה כופה; של תמריצים חיוביים או סנקציות שליליות ועוד. ההשפעה של הרגולציה ואיכותה על יעילות השווקים והצמיחה במדינה מוכחת מזה זמן רב²²⁵ ומדובר באספקט קריטי בכל שוק, ובוודאי בשוק הבנקאות שהוא אחד השווקים המאוסדרים יותר בכבדות.

²²³ הוראת ניהול בנקאי תקין 312 "עסקי תאגיד בנקאי עם אנשים קשורים" בסעיף 3(א)(ג).

²²⁴ להסבר ממצא של סוגיה זו, ראו: שי, לעיל הערה 214, בעמ' 301-302.

²²⁵ לסקירה של מחקרים בנושא זה, ראו: המכון הישראלי לדמוקרטיה, **טיוב הרגולציה בישראל והקלת נטל הבירוקרטיה** פרק ב (2017).

מחקרים שונים בנוגע לרגולציה על בנקים עשויים לשפוך אור על טיב הרגולציה הרצוי ועל השאלה עד כמה הרגולציה בישראל מתאימה למטרות שאותן היא שואפת להשיג. מן הצד האחד, ישנם מחקרים המראים כי רגולציה שבמסגרתה יש סמכות רגולטורית להשפיע על הממשל התאגידי של התאגיד הבנקאי, ובכלל זה על מינויים ופיטורין של מנהלים, מובילה לנטילת סיכונים קטנה יותר ולצמצום החשש מפני סיכון מוסרי מצידם של המנהלים, וזאת בניגוד לסמכות פיקוח הכוללת סנקציה עונשית שאינה מובילה לתוצאות דומות, ואף מחריפה את הבעיה.²²⁶ מן הצד השני, העובדה שהרגולציה בישראל נחשבת לקפדנית יותר מהמקובל במרבית מדינות העולם חייבת להילקח בחשבון.²²⁷ הסקר האחרון של הבנק העולמי שבוצע בשנת 2019 יכול לשפוך אור על ההסדרים הרגולטוריים בישראל ביחס למדינות אחרות בעולם. כך, למשל, שיעור הבעלות בתאגיד הבנקאי שמחייב את אישור הפיקוח על הבנקים (5%) הוא מהנמוכים בעולם, ובמרבית המדינות המערביות השיעור גבוה יותר ועומד על 10% לפחות; יש מגבלות מאוד מקיפות על יכולת בנקים לעסוק בתחומים אחרים כמו ביטוח נדל"ן למשל,²²⁸ כך שתחום העיסוק שלהם מוגבל באופן טבעי במידה רבה יותר.²²⁹ גם מספר הבנקים הפועלים בישראל ירד עם השנים לפי סקר זה.²³⁰ הרגולציה על הבנקים בישראל נחשבת קפדנית²³¹ וגם העובדה שבתי המשפט בישראל נוטים לאקטיביזם ולעיתים מטילים על הבנקים אחריות גדולה יותר אפילו מזו הקבועה על פי חוק, הופכת את שוק הבנקאות לשוק מאוסדר בקפידה.²³²

גם השוק הישראלי שונה משווקים אחרים: הוא מאופיין בתחרותיות מעט נמוכה יותר. מנגד, הבנקים הישראליים מדגימים תשואה להון גבוהה מאוד, גבוהה יותר מרוב הבנקים בעולם המערבי.²³³ ייתכן כי גם עניין זה קשור לתחרותיות הנמוכה מעט המודגמת בשוק הישראלי.²³⁴ על פי נתוני בנק ישראל,²³⁵ רווחיות הבנקים נמוכה יחסית לבנקים בארצות הברית ובאירופה; והם יעילים פחות משום שהם לוקחים פחות סיכונים

²²⁶ במחקר נבחנו 8000 בנקים במדינות ה-OECD והתוצאות הללו הראו עקביות, למעט בבנקים עם היקף נכסים הגדול מ-50 טריליון \$ שנחשבים לבנקים בעלי חשיבות מערכתית, שבהם לא נצפה שינוי במדיניות נטילת הסיכונים בין מדינות בעלות רגולציות עם מאפיינים שונים. ראו: Choudry Tanveer Shehzad & Jakob De Haan, *Supervisory Powers and Bank Risk Taking*, 39 INT'L FIN. MARKETS INST. AND MONEY 15 (2015).

²²⁷ קפדנותה של הרגולציה על הבנקים בישראל נחשבת לאחת מהסיבות העיקריות שבשלן המערכת הבנקאית לא ספגה נזקים משמעותיים במשבר האשראי העולמי של שנת 2007-2008. ראו: <https://www.boi.org.il/media/uphd544s/ch-c.pdf>.

²²⁸ מעניין לציון שיש מחקרים שלפיהם מגבלות על תחומי העיסוק של הבנק לא בהכרח קשורות לסיכונים הנלווים לפעילות הבנק. ראו, למשל: W.M. van Rossum, *Bank Regulation and Bank Risk in Europe: Is More Stringent Bank Regulation is Better?*, Thesis MSc. Finance (2013).

²²⁹ <https://datacatalogfiles.worldbank.org/ddh-published/0038632/DR0047735/survey-20191104-brss-public-release.xlsx?versionId=2023-03-27T13:33:05.7728896Z>.

²³⁰ שם.
²³¹ IMF, Israel: Technical Assistance Report – Consultations on the Work of the Banking Supervision Department of the Bank of Israel 6 (IMF Country Rep. No. 16/177, June 2016) <https://www.imf.org/-/media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/scr/2016/cr16177.ashx>.

²³² RUTH PLATO-SHINAR, BANKING REGULATION IN ISRAEL 14-15 (2016). עם זאת יצוין, כי בתחומים מסוימים מתאפשרת רגולציה עצמית של הבנקים בפיקוח של הפיקוח על הבנקים. ראו: שרון ידן "רגולציה עצמית בשוק הבנקאות הישראלי" **רבעון לבנקאות** 168, 19 (2010).

²³³ בנק ישראל, מערכת הבנקאות בישראל, סקירה חצי שנתית 5-6 (2024), <https://www.boi.org.il/media/xlromlf5/%D7%A2%D7%A8%D7%A9%D7%AA-%D7%94%D7%91%D7%A0%D7%A7%D7%90%D7%95%D7%AA-%D7%A1%D7%A7%D7%99%D7%A8%D7%94-%D7%97%D7%A6%D7%99-%D7%A9%D7%A0%D7%AA%D7%99%D7%AA-2024.pdf>; רועי ויינברגר "איך הפכו הבנקים הישראליים לרווחיים ביותר בעולם" **גלובס** (16.5.2023).

²³⁴ ראו, למשל: מרכז המחקר והמידע של הכנסת, ניתוח עלות מקורות ההון של בנקים ושל גופים חוץ-בנקאיים (2023), https://fs.knesset.gov.il/globaldocs/MMM/3d17a175-eeef2-ed11-815c-005056aa4246/2_3d17a175-eeef2-ed11-815c-005056aa4246_11_20145.pdf (המחקר מצביע על כך כי מבנה שוק הפקדונות בישראל ריכוזי ויש בו יתרונות תחרותיים משמעותיים לבנקים על פני מתחרים אחרים בשוק).

²³⁵ Israel's Banking System, Annual Survey, 2022: <https://al.boi.gov.il/media/mtqh3jjd/%D7%A2%D7%A8%D7%A9%D7%AA-%D7%94%D7%91%D7%A0%D7%A7%D7%90%D7%95%D7%AA-%D7%A1%D7%A7%D7%99%D7%A8%D7%94-%D7%97%D7%A6%D7%99-%D7%A9%D7%A0%D7%AA%D7%99%D7%AA.pdf?csrt=14696985767492482185>.

בהשוואה לבנקים בעולם. בהימנעות מנטילת סיכונים יש יתרונות כמובן, שכן באופן זה ניתן לשמור על יציבות המערכת הפיננסית, אבל הפגיעה ביעילות היא עלות שאין להתעלם ממנה. עם זאת יצויין כי הבנקים מראים רמת יעילות גבוהה יותר מבעבר בשנים האחרונות.²³⁶ קשה לקבוע ברמה מדויקת מה מבין התוצאות הללו מושפע מהמודל הקיים למינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה, אך לאור התוצאות האמורות של התאגידים הבנקאיים וכן ההסדר הרגולטורי הכללי הקפדני, נשאלת השאלה אם יש צורך בשימור רגולציה כה חריגה בנסיבות הקיימות.

עוד יצויין, כי בתאגידים מפקחים כגון בנקים נשאלת השאלה מה היחס בין מנגנוני הפיקוח הפנימיים בחברה למנגנון הפיקוח החיצוני באמצעות הרגולציה הרלוונטית החלה על החברה, ואשר מגבילה את התנהלות ההנהלה בה. כך, מחקרים מראים שאמצעי הפיקוח השונים – פנימיים או חיצוניים – הם לעיתים קרובות תחליפיים האחד לשני. כך שאם יש רגולציה משמעותית על סוגי תאגידים מסוימים, הצורך במנגנוני פיקוח פנימיים הדוקים – בדמות דירקטורים חיצוניים, אחזקת מניות בידי נושאי המשרה או הפרדה בין תפקיד יו"ר הדירקטוריון למנכ"ל – הולכים ופוחתים.²³⁷ ולהיפך.

ה. המלצות לשינויי חקיקה/רגולציה

המחקר המוצג מוביל למסקנה, כי המודל הישראלי לבחירת דירקטורים בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה חריג בהשוואה עולמית, משקף כח ייחודי של זרוע ממשלתית-רגולטורית בתהליכים פנימיים בקרביים של הממשל התאגידי בחברה ועלול להוביל להתנהלות לא יעילה מצד התאגידים הבנקאיים, שבסופו של דבר עלולה להיות מתורגמת לפגיעה במשקיעים ואולי גם באינטרס הציבורי כתוצאה מכך. למעשה, בעוד שבתהליך השליטה של הממשלה בבנקים הייתה חתירה לכך שיהיו חומות המפרידות בין הממשלה לבין התאגיד הבנקאי ורצון שלא להלאים בצורה חד משמעית את התאגידים הללו למרות הסיטואציה שנוצרה, היום המעורבות של זרועות המדינה בתאגידים הללו היא הפך-המגמה שנהגה בעבר. היא מעוררת תמיהה עוד יותר בהתחשב בהתפתחות של שוק ההון הישראלי ושל שוק האשראי באופן ספציפי ונראית כמו חוסר יכולת של המדינה להשתחרר מהרצון שלה לשלוט על השוק ולכוון אותו, ככל הנראה מתוך חשש הנובע ממשבר הבנקים הגדול משולב ברצון אינהרנטי של כל גוף בעל שררה לשמר אותה לעצמו. ניתן ללמוד זאת גם מהדיונים בועדת הכספים ובכנסת ביחס לתיקוני החוק הרלוונטיים. כך, למשל, ראו דברי חבר הועדה חה"כ אמנון כהן בדיון הראשון ביחס לתיקונים בנושא: "... חייבת להיות איזה שהיא שליטה גם של המדינה. כרגע הכל מתנהל כמו שצריך, אבל יש מצבים שחשוב מאוד שלמדינה תהיה את היד במקום מסוים, שיהיו לה גם את החברים שנמצאים שם כדירקטורים".²³⁸

הסקירה העולמית הראתה כי המודל הישראלי לא קיים באף מדינה מערבית אחרת, וזאת שלא בכדי. תאגידים בנקאיים אמנם מספקים שירותי ציבורי חשוב ולעיתים מתייחסים אליהם כגוף דו מהותי,²³⁹ אך הם עדיין חברות

[https://al.boi.gov.il/media/fg1bayqb/israels-banking-system-chapter-3-annual-survey-](https://al.boi.gov.il/media/fg1bayqb/israels-banking-system-chapter-3-annual-survey-2022.pdf?csrc=14696985767492482185)

²³⁶

[2022.pdf?csrc=14696985767492482185](https://al.boi.gov.il/media/fg1bayqb/israels-banking-system-chapter-3-annual-survey-2022.pdf?csrc=14696985767492482185)

²³⁷ ראו, למשל: James R. Booth, Marcia Millon Cornett & Hasan Tehranian, *Board of Directors, Ownership, and Regulation*, 26 J. BANK. & FIN. 1973 (2002).

²³⁸ פרוטוקול ועדת הכספים 1, לעיל הערה 76, בעמ' 14.

²³⁹ ראו, למשל: ע"א 1691-11 בנק לאומי למשכנתאות בע"מ נ' צוברי, בפסקה ב לפסק דינו של השופט רובינשטיין (15.12.2015); רע"א 9065-23 ס.ע. טופ השקעות בע"מ נ' בנק מרכנתיל דיסקונט בע"מ, בפסקאות 33 ו-41 (3.1.2024); בג"ץ 5302-16 עמותת צדק

עסקיות שלהן בעלי מניות פרטיים. הסיכונים המערכתיים הגלומים בפעילות הבנקאית מצדיקים רגולציה מיוחדת, אך אינם שוללים את טבעה העסקי של פעילות זו. הבנק הוא תאגיד שתכליתו השאת רווחים, ככל חברה עסקית אחרת, והמעורבות של הרגולטור וזרועותיו צריכה להיות מוגבלת ומתוחמת לתחומים שבהם הדבר נדרש והכרחי. בכל שאר מדינות העולם הפיקוח נעשה באמצעות בחינת העמידה של המועמדים המוצעים או הנבחרים בקריטריונים המקצועיים הנדרשים. הרגולציה הנוכחית מזניחה את ההיבט העסקי המשמעותי הקיים בתאגידים בנקאיים ומתמקדת רק בהיבט הציבורי של תאגידים אלה. תפיסה זו אינה מאוזנת מספיק, ואינה מקדמת את עניינו של התאגיד במידה מספקת.²⁴⁰ בהסדר הנוכחי הכף נוטה לכיוון האינטרסים הציבוריים בצורה יותר מדי מובהקת ובאופן שעלול להיות לא יעיל. העובדה שהרגולציה המקיפה את פעילות התאגידים הבנקאיים גם מחמירה וקפדנית ללא קשר לעניין המינוריים, ויש בה גם נדבכים של בחינת מינויים של נושאי משרה בכירים בתאגידים אלה ממילא, מובילה למסקנה שהשימוש בכלי הזה אינו הכרחי ויש לחשוב על מודלים אחרים להסדר רגולטורי לעניין בחירת דירקטורים בתאגידים בנקאיים בבעלות מבוזרת.

להלן אציע מספר הצעות לשינויים אפשריים בחקיקה ו/או ברגולציה על מנת שהאינטרס הציבורי ימשיך להישמר, תוך איזון הפגיעה בבעלי המניות ובאינטרסים העסקיים של התאגיד. בחלק הראשון אציע שינויים שלדעתי יש לשקול כהסדר חלופי להסדר הנוכחי. השינויים המוצעים משנים את ההסדר הקיים מהיסוד ולמעשה מבטלים את הועדה למינוי דירקטורים מבחינת סמכויות לעניין המלצות על מועמדים לדירקטוריונים בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה. בחלק השני אציע שינויים מתונים יותר, שבהם הועדה נותרת כמנגנון אינטגרלי בתהליך מינוי הדירקטורים בתאגידים אלה, אך בעיצוב מחדש של הרכבה או סמכויותיה.

ה.1. שינוי הקונספציה מהיסוד – ביטול סמכות הועדה להמליץ על דירקטורים

1. **הקמת ועדת מינויים** – מחקרים מראים שועדות מינויים משפיעות לטובה על הממשל התאגידי של חברות²⁴¹ ועל ביצועיהן.²⁴² אחד היתרונות בועדת מינויים פנימית בחברה הוא שהועדה יכולה להעריך את מכלול הכישורים הנדרשים לדירקטוריון החברה בצורה יותר אפקטיבית, והיא גם יכולה להעריך האם האינטראקציה בין המועמדים לבין חברי הדירקטוריון הקיימים תהיה מיטבית. הכישורים והניסיון הם נדבך חשוב מאוד במועמדים המוצעים, אך לא מדובר בנדבך היחיד. היכולת של בעלי הכישורים השונים לעבוד יחד בצורה אפקטיבית היא חשובה לא פחות, וזה עניין שיותר קל לדירקטורים עצמם לבחון. עם זאת, זה גם אחד האתגרים בועדה מסוג זה: היא נוטה להנציח את הנטיה לבחור אנשים דומים.²⁴³ תופעה זו אגב תקרה ככל הנראה גם בועדה רגולטורית כאמור, שמורכבת גם היא מאנשים מוכשרים שבאופן טבעי נוטים לבחור אנשים שדומים להם. לכן שימוש

פיננסי נ' המפקחת על הבנקים, בפסקה 11 לפסק דינו של השופט מזוז (17.1.2017). אמות המידה המחמירות יותר ביחס לבנקים באות לדידי ביטוי בקיומה של חובת נאמנות של הבנק כלפי לקוחותיו כפי שנקבע בע"א 5893/91 **טפחות בנק משכנתאות לישראל בע"מ** נ' **צבאח**, פ"ד (מח) 573 (1994).

²⁴⁰ ראו גם גרוס, לעיל הערה 198, שם.
²⁴¹ מחקרים מראים שהעצמאות של הדירקטוריון שפועל בשקיפות לשם הגנה על זכויות בעלי המניות מועילה הן בחברות בבעלות ריכוזית והן בחברות בבעלות מבוזרת. ראו: Richard Bozec & Mohamed Dia, *Governance Practices and Firm Performance: Does Shareholders' Proximity to Managers Matter?*, 12 INT'L J. DISC. GOV. 185 (2015).

²⁴² Ferdy Putra & Doddy Setiawan, *Nomination and Remuneration Committee: A Review of Literature*, 8 J. CAPITAL MARK. STUD. 126 (2024).

²⁴³ על היתרונות והחסרונות של ועדה זו, ראו: Michael E. Murphy, *The Nominating Process of Corporate Boards of Directors: A Decision-Making Analysis*, 5 BERKLEY BUS. L.J. 131 (2008).

בועדת מינויים יכול להיות צעד בכיוון הנכון אך לא צעד מספק, בפרט משום שבתאגידים בנקאיים החששות גדולים יותר ורמת הסיכונים גבוהה יותר מאשר בחברה רגילה.²⁴⁴

בחברות ללא בעל שליטה מתקיימת "בעיית נציג אנכית" שבין המנהלים לבעלי המניות. החשש הוא שפערי המידע בין המנהלים לבין בעלי המניות והעובדה שאין לאף אחד מבעלי המניות שיעור אחזקות גבוה דיו המתמרצו לפקח בצורה יעילה על התנהגות המנהלים, יובילו לכך שהמנהלים לא יפעלו בצורה אופטימאלית לטובת החברה ובעלי מניותיה. אך בעוד שהבעיה הבסיסית במודל בעלות זה ברורה, הפתרון שנבחר בישראל אינו מתבקש ונובע באופן טבעי ממנה. כך, למשל, ניתן היה לאמץ את ההסדר המשפטי המוצע בהצעת חוק ממשל תאגידי בחברות ציבוריות מבוזרות, שלפיה הדירקטוריון ימנה מבין חבריו ועדת מינויים שתכלול רוב של דירקטורים בלתי תלויים. לפי הצעת חוק זו, ועדת המינויים תהיה מוסמכת להמליץ לדירקטוריון על מדיניות המינויים שלו, וכן על מועמדים שיוצעו מטעמו לאסיפה הכללית של בעלי המניות או לקבוע מי יהיו המועמדים אם היא הוסמכה לכך.²⁴⁵ בנוסף, בעל מניה שלו לפחות אחוז מבין זכויות ההצבעה באסיפה הכללית יהיה רשאי להציע מועמד אף הוא.²⁴⁶ על פי הצעת החוק, כהונתם של דירקטורים תסתיים לכל המאוחר בתום האסיפה השנתית השלישית שתתקיים לאחר מועד המינוי.²⁴⁷ איני רואה הנמקה משכנעת לכך שמודל בחירת הדירקטורים המוצע לגבי חברות ללא גרעין שליטה לא יחול גם על תאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה. למעשה, ניתן לומר שבמקרה של תאגידים בנקאיים, לאור הפיקוח והרגולציה ההדוקה יותר בעניינם, מינוי על ידי האסיפה הכללית בכפוף להמלצת הגורמים המקצועיים – דירקטוריון החברה וועדת המינויים בה – חשוף לפחות סיכונים מאשר בחברה ציבורית רגילה המפוקחת פחות. גם הסקירה ההשוואתית עם שיטות משפט ומשטר רגולטורי אחרות העלתה שזה המודל שהתקבל אצל כולן למעשה. יציבותה והצלחתה של המערכת הבנקאית הישראלית מאפשר מעבר למודל זה המתמקד ברגולציה מלמעלה, ולא במעורבות-יתר במנגנוני-פנים מובהקים בחברה. אכן, עדיין נותר חשש שמא ההנהלה, באמצעות הכח המוגבר שלה ביחס לדירקטורים בלתי-תלויים שאינם גורמי פנים מובהקים ונסמכים במידה רבה על ההנהלה עצמה מבחינת המידע ביחס לתאגיד, תוכל להשפיע על התהליך הזה במידה שתהפוך אותו ללא יעיל. אך לדעתי ניתן יהיה להתמודד עם חששות אלה באמצעות פיתוח חובות ההתנהגות של נושאי המשרה להקשרים הללו. חובות ההתנהגות של נושאי המשרה מחייבות אותם לפעול לטובת החברה, בתום לב וללא ניגוד עניינים. ככל שהם יפעלו להגן על האינטרסים העצמיים שלהם תחת הגנה על האינטרסים של התאגיד, בית המשפט יוכל לבחון זאת ולהטיל עליהם אחריות. בנוסף, ניתן לשקול קביעת הנחיות באשר לזרימת המידע בין ההנהלה לוועדת המינויים בהקשר זה, בדומה להנחיות הפיקוח על הבנקים בהקשרים אחרים.

מוצע כי הקמת ועדת המינויים תהיה חובה מנדטורית כמו שמוצע בהצעת חוק החברות בנושא, ובניגוד לחלק מהמדיניות שנבחנו שבהן זה מופיע רק בקוד הממשל התאגידי בשיטת אמצע או גלה.²⁴⁸

²⁴⁴ במגזר הבנקאי יש חשש שמשבר בתאגיד בנקאי יתורגם למשבר מערכתי בכל שוק הבנקאות ואף בכל המשק בכללותו. חשש זה ייחודי למגזר הבנקאי והפיננסי. Andrew G. Haldane & Robert M. May, *Systemic Risk in Banking Ecosystems*, 469 NATURE 351 (2011).

²⁴⁵ הצעת חוק ממשל תאגידי בחברות ציבוריות מבוזרות, סעיף 6.

²⁴⁶ שם.

²⁴⁷ שם, בסעיף 9.

²⁴⁸ המלצה דומה הוצעה גם במאמרם של אקשטיין וקסטיאל, לעיל הערה 200.

2. הגמשת התנאים החלים על מועמדות מטעם בעלי המניות – המצב הנוכחי מוביל לכך שבפועל בעלי

המניות לא מגישים מועמדים לדירקטוריון. התנאים הקבועים בחוק לעניין זה קשיחים ויוצרים מגבלות מורכבות על עניין זה. בפועל הדירקטורים הנבחרים הם אלה שהועדה ממליצה עליהם. הא ותו לא. בעלי מניות לא ממליצים בכלל וממילא גם לא מיוצגים בשום דרך בצורה ישירה בדירקטוריון. למעשה, כבר בעת הדיונים על הצעת החוק בתיקונים משנת 2011 עניין זה עלה והיה מונח על השולחן בבירור.²⁴⁹ הזכות למנות דירקטורים נחשבת לאמצעי שליטה בחברה לפי חוק החברות.²⁵⁰ לכן השימור של הכח הזה – אמנם לא הזכות למנות את הדירקטורים באופן ישיר אבל כן באופן עקיף דרך הגשת מועמדים ורשימה סגורה לבעלי המניות – משקף סוג של שליטה עקיפה בחברה ולאור יציבות ותפקוד המערכת הבנקאית בעשרות השנים האחרונות נראה לא מוצדק.²⁵¹ מוצע להגמיש את התנאים על מנת לאפשר לבעלי מניות להגיש מועמדות מטעמם, וזאת תוך פיקוח מסוים של הפיקוח על הבנקים, על מנת ליצור עניין גדול יותר מצד בעלי המניות וליישר קו עם מגמות בעולם שתומכות בבעלי מניות אקטיביסטים – אף שאין ולא תהיה להם שליטה בחברה.

כזכור, לבעלי מניות אקטיביסטים ומעורבים יש יתרונות בכך שהם עשויים למתן את החשש מפני שלטון מנהלים המתעורר במצב של בעלות מבוזרת.²⁵² החשש של הפיקוח על הבנקים מפני שליטה בפועל ללא קבלת היתר שליטה עשוי להיות ממותן בשתי דרכים: *ex ante*, באמצעות רגולציה גמישה יותר המותאמת לנסיבות, ומחייבת בשקיפות ובחובת גילוי מצד בעלי מניות המגישים מועמד מטעמם למינוי בדירקטוריון, מבלי לקבל היתר שליטה כפשוטו משום שגם מינוי דירקטוריון מטעמו של בעל השליטה לא יאפשר לו שליטה בפועל. ניתן לייצר סטנדרט ביניים הנדרש מבעלי מניות שאינם בעלי בשליטה במצבים אלה ולהחיל עליהם כללים רגולטוריים מסוימים, אך לא מכבידים עד כדי כך שיסכלו את המוטיבציה להגיש מועמדים מטעמם. זאת בפרט ככל שמדובר בדירקטורים שאינם קשורים לבעל המניה המציע בצורה ישירה כזו או אחרת. *ex post*, באמצעות גיבוס סטנדרטים שיפוטיים לבחינת התנהגותם של בעלי מניות אלה בבתי המשפט. בעל מניה שיש לו כוח למנות נושא משרה בחברה נחשב לבעל כוח הכרעה בה, וחלה עליו חובת ההגיונות, בדומה לבעלי שליטה.²⁵³ בסמכות בית המשפט לצקת תוכן לחובת ההגיונות הזו, ותוכן זה מושפע מהנסיבות הכלליות, ובכלל זה גם העובדה שמדובר בתאגיד בנקאי תשפיע על הדרישות הנלוות לחובה זו. בשיטת המשפט הישראלית יש מחלקה כלכלית בבתי המשפט המחוזיים שמתמחה בתחום של דיני תאגידים ודיני ניירות ערך. היא כבר הוכיחה שהיא מסוגלת לפסוק בצורה שלוקחת בחשבון את צרכי השוק החופשי, המשקיעים, האינטרס הציבורי ועוד. לדעתי, ניתן ואף רצוי לתת לבית המשפט אפשרות להשלים את הרגולציה הנדרשת, במקום שבו רגולציית *ex ante* לא תהיה מספקת (בפרט לאור החשיבות שלא להכביד עימה על מנת לייצר תמריץ

²⁴⁹ פרוטוקול משיבת ועדת הכספים מיום כ"ט בניסן התשע"א (3.5.2011) (להלן – פרוטוקול ועד הכספים 2), בעמ' 17, דברי מר שוקי אורן, החשב הכללי במשרד האוצר: "... הרי אנחנו כאן מקימים ועדה, וזו החשיבות כאן, כי הרי יכול להיווצר מצב שבנק – גרעין שליטה שאף אחד לא מציע, בכלל, כי הרי מוגבלים גם, עוד מעט אנחנו נגביל שכל אחד יוכל להציע דירקטור אחד, אז אף אחד לא יציע." וכן בעמ' 18, דברי עו"ד טידה שמיר, יועמ"שית בנק ישראל: "אנחנו כל הזמן מודאגים מכאלה שישתלטו על הבנק ויציעו מועמדים מטעמם אבל בבנק ללא גרעין שליטה יכול להיות שזה גם לא יעניין אף אחד."

²⁵⁰ ראו הגדרת "אמצעי שליטה" בסעיף 1 לחוק החברות שלפיה: "אמצעי שליטה – כל אחד מאלה: (1) זכות ההצבעה באסיפה כללית של חברה; (2) הזכות למנות דירקטור של חברה."

²⁵¹ פרוטוקול ועדת הכספים 2, דברי עו"ד אייל דותן, נציג איגוד הבנקים, בעמ' 23.

²⁵² וראו גם: Ian D. Gow, Sa-Pyung Sean Shin & Suraj Srinivasan, *Activist Directors: Determinants and Consequences*, 29 REV. ACC. STUD. 2578 (2024).

²⁵³ סעיף 193(א)(3) לחוק החברות.

להגשת מועמדים), ולקבוע סטנדרטים להתנהגות שיכוונו את התנהגות בעלי המניות. ניתן להעריך שאם בעל מניה אחד יצליח לקדם מינוי של דירקטור בהמלצתו, בעלי מניות נוספים יתעוררו לקחת חלק בתהליכים הללו, מה שעשוי לקדם את המטרה של צמצום בעיית הנציג של בעלי המניות לבין המנהלים.

החשש מפני צבירת כח עודף על ידי בעל מניה, באופן שלא משקף את האינטרס ההוני שלו, הוא חשש אמיתי שנדרש להתייחס אליו. השילוב של האמצעים שצינתי לעיל עם האמצעים הקיימים היום של הליך fit & proper שבכל מקרה מופעלים גם, לדעתי יאפשרו פיקוח אפקטיבי. עם זאת, ולאור הסיכון הכרוך בכך, מוצע כי שינוי זה יחוקק בשלב ראשון כהוראת שעה על מנת לבחון את ההשפעה שלו על השוק ולמתן תוצאות לא יעילות, אם יהיו כאלה.

3. **הגברת מעורבותם של משקיעים מוסדיים** – המשקיעים המוסדיים, לאור היכולת שלהם לפעול בשוק בצורה מתוככמת מן הצד האחד, והאינטרסים הציבוריים שגם הם מייצגים מן הצד השני, עשויים להיות גורם ממתן חיובי אם השותפות שלהם בתהליכי מינוי דירקטורים תהיה משמעותית יותר.²⁵⁴ מחקרים מראים כי משקיעים מוסדיים אלה עשויים להיות משמעותיים בעיצוב ממשל תאגידי נכון יותר לתאגיד.²⁵⁵ ממחקרם של אקשטיין וקסטיאל עולה, כי בין השנים 2016-2018 הגופים המוסדיים העלו לסדר היום הצעות למינויים של 29 דירקטורים ב-16 חברות שונות, ובסך הכל כ-1.6% מכלל ההצעות בשנים אלה.²⁵⁶ מדובר בשיעור קטן ביותר, כמעט אפסי, מבין ההצעות למינויים שעלו. כפי שהראה שי במאמרו, למשקיעים המוסדיים יש סיבות טובות מדוע להימנע מאקטיביות בעניין זה, והן נוגעות במידה רבה לרגולציה החלה עליהם ועל המגזר הבנקאי.²⁵⁷ במילים פשוטות: הרגולציה יוצרת תמריץ שלילי למוסדיים להציע מועמדים לדירקטוריון. נדרש לבחון מחדש את הכורח בהטלת מגבלות כה משמעותיות על המעורבות של משקיעים מוסדיים בעניינים הללו. מן הצד האחד, הרגולציה דוחפת את המשקיעים המוסדיים לקחת חלק פעיל יותר באסיפות הכלליות של חברות שיש להם בהן זכות הצבעה.²⁵⁸ וכן להצביע, ובפרט ביחס למינוי ופיטורים של דירקטורים.²⁵⁹ מן הצד השני, התרומה שלהם עשויה להיות קריטית לא רק במקום שבו יש בעלות ריכוזית, כגורם שיפקח על בעל השליטה וישמש כשומר סף לאינטרס של ציבור המשקיעים וכספי החוסכים, אלא גם בחברות בבעלות מבוזרת. עם זאת, יש גם שיקולים מנוגדים בקשר למשקיעים המוסדיים. שוק המשקיעים המוסדיים הוא שוק שהולך והופך לריכוזי הרבה יותר מבעבר.²⁶⁰ והנתח שלהם בשוק ההון הולך וגדל.²⁶¹ שמונה גופים

²⁵⁴ מחקרים מראים, כי המשקיעים המוסדיים, בניגוד לבעלי מניות מהציבור, פועלים לטובת אינטרסים לטווח הארוך ולא לטווח הקצר. George J. Jiang & Chang Liu, *Getting on Board: The Monitoring Effect of Institutional Directors*, 67 J. CORP. FIN. 101865 (2021).

²⁵⁵ ראו, למשל: Badar Alshabibi, *The Role of Institutional Investors in Improving Board of Director Attributes around the World*, 14 J. RISK FIN. MANAG. 166 (2021).

²⁵⁶ אקשטיין וקסטיאל, לעיל הערה 200.

²⁵⁷ שי, לעיל הערה 224 והטקסט הצמוד להערה זו.

²⁵⁸ ראו משרד האוצר דו"ח הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל (ינואר 2018) (להלן – דוח ועדת חמדני).

²⁵⁹ ראו, למשל, סעיף 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1944, ס"ח 308; תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באספת מחזיקים), התשע"ו-2015, ק"ת 124; תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט-2009, ק"ת 1112.

²⁶⁰ גם בארצות הברית האתגרים דומים. ראו: Jan Fichtner, *The Rise of Institutional Investors*, in THE ROUTLEDGE INTERNATIONAL HANDBOOK OF FINANCIALIZATION 265 (2020).

²⁶¹ נכון לשנת 2022, לכלל הגופים המוסדיים היה שיעור של כ-25% משווי מניות שוק נסחרות https://www.gov.il/BlobFolder/unit/centralization_law_team_committee/he/Vaadot_ahchud_centralization_law_team_committee_presentation-meeting-17-cma.pdf.

מנהלים 80% מכספי החוסכים וחמש חברות ביטוח מנהלות 56% מכספי המשקיעים בישראל, ועל פי דוחות אחרונים ישנו חשש שהם פועלים באופן לא תחרותי דיו, שכן יש דמיון בין ההשקעות שלהם ומתעורר חשש לניגוד עניינים ביניהם.²⁶² לכן מן הצד האחד הם גופים שמופקדים על כספי חוסכים וצריך להיות להם אינטרס להיות מעורבים בעניינים שיכולים להשפיע על היעילות של התאגיד ומן הצד השני, יש חשש גדול להגדיל את הכח הרב ממילא שלהם ומינוי של דירקטורים מטעמם עשוי להוביל בדיוק לכך.²⁶³ בנוסף, מחקרים מראים שיש להם תמריצים לא להשקיע הרבה בפיקוח וכי בדרך כלל הם נוטים לשתף פעולה עם הנהלת החברה משום שבעוד שהעלויות מוטלות על כתפיהם, התועלות המופקות כתוצאה ממאמצים אלה ברובן מוחצנות לאחרים.²⁶⁴ אם כן, מתעוררות בעניין זה שתי שאלות: האחת, האם נכון להסתמך על המשקיעים המוסדיים בהתחשב בכוחם ההולך ומתגבר בשוק ההון? השנייה, האם אפשר בכלל להסתמך עליהם בהתחשב בתמריצים המנוגדים שיש להם בעניינים הללו?

ייתכן שיש לשקול הסדר שבו המשקיעים המוסדיים יהיו מחויבים להיות מעורבים בהצעה למינוי דירקטורים כגורם מקצועי וכן גורם שיש לו אינטרס רכושני בעניין. הצעה אפשרית היא לאפשר למספר משקיעים מוסדיים לפעול בשיתוף פעולה רק לצורך עניין זה, בצורה מוגבלת ומפוקחת – גם על ידי רשות התחרות, לפי הצורך – על מנת שלא ייווצר מצב שבו משקיע מוסדי אחד מפעיל דירקטור מטעמו, מה שמעלה חששות רגולטוריים לבעלות צולבת וריכוזיות יתר במגזר הפיננסי. במאמרם של אקשטיין וקסטיאל מוצע לאפשר למוסדיים לשתף פעולה ביניהם בעניין זה על מנת שיוכלו לחלק ביניהם את עלויות הפיקוח ואת העלויות הכרוכות בהליך. אפשרות זו גם תחזק את מעמדם מול התאגידים עצמם וימתן את החשש מפני תגובת-נגד. זאת באמצעות הגנת "נמל מבטחים" שתפטור אותם מראייתם כ"מחזיקים יחד" ככל שמדובר בשיתוף פעולה לעניין זה בלבד. עוד מוצע על ידם גם להסדיר אפשרות לשיפויים על הוצאותיהם בעניין זה.²⁶⁵ עם זאת, לאור החששות הנלווים בשל הריכוזיות ההולכת וגוברת של המשקיעים המוסדיים אין ספק כי הרחבת מקומם של המשקיעים המוסדיים בסיטואציה זו אינה נטולת-ספקות. לכן מוצע לאזן זאת במספר דרכים: ראשית, באמצעות קביעת הסדר זה כהוראת שעה בלבד למשך שלוש שנים שבהן ניתן יהיה לבדוק מה האפקט של מעורבות המשקיעים המוסדיים בעניין מינוי דירקטורים וכן מה מתפתח ביחס למעמדם בשוק בכלל. שנית, יש להחיל חובות גילוי רחבות יותר על המשקיעים המוסדיים ביחס למערכות היחסים שבין המשקיעים המוסדיים לחברות שבהן הם בוחרים להשקיע; בינם לבין עצמם ביחס להחלטות לשתף פעולה בעניינים האלה; וכן ביחס להליכי הבחירה של מועמדים מטעמם.²⁶⁶ שלישית, הדירקטורים שימונו על ידי המשקיעים המוסדיים יהיו דירקטורים חיצוניים כהגדרתם בחוק החברות ביחס למשקיע המוסדי. כלומר: כאלה שאין להם כל קרבה למשקיע המוסדי או לבעלי השליטה בו. המטרה היא לעודד את המשקיעים המוסדיים להציע אנשים ראויים לתפקידים הללו כחלק מחובת הנאמנות שלהם לחוסכים שאת כספם הם משקיעים בחברה, ולא להגדיל את מוטת השליטה שלהם על התאגיד הבנקאי בצורה שעלולה להיות

²⁶² אלמוג עזר "הצוות לבחינת חוק הריכוזיות: הריכוזיות של הגופים המוסדיים מסכנת את יציבות המשק" **כלכליסט** (21.9.2022).
²⁶³ נתנאל אריאל "הפצצה שהטיל יו"ר רשות ניירות ערך והשאלה – האם הפנסיה שלנו בסכנה?" **גלובס** (15.12.2024).
²⁶⁴ על התעצמות המשקיעים המוסדיים בשוק האמריקאי ובעיות הנציג הנלוות לכך, ראו: Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen & Scott Hirst, *The Agency Problems of Institutional Investors*, 31 J. ECON. PERS. 89 (2017).
²⁶⁵ אקשטיין וקסטיאל, לעיל הערה 200.
²⁶⁶ להמלצה ברוח זו ראו: Bebchuk et al., לעיל הערה 264, בעמ' 108.

לא יעילה. המטרה היא למנוע מצב שבו מי שמועמד הוא בסופו של דבר מועמדי ההנהלה בלבד, והגורם שיכול להוביל להגשת מועמדים באופן טבעי הוא המשקיע המוסדי. כלומר: הרצון הוא לגשר על הפער הקיים שהביטול של הועדה למינוי דירקטורים יצור באופן טבעי, משום שמדובר בתאגיד בנקאי בבעלות מבוזרת. לכן המועמדים אינם צריכים להיות שליחים של המשקיעים המוסדיים, אלא להיות בלתי-תלויים בהם בשום צורה, על מנת למלא את תפקידם כדירקטורים לטובת כלל בעלי המניות. יש לזכור שהמועמדים הללו בכל מקרה עוברים הליך fit & proper.

ה.2. פתרונות ביניים חלופיים לביטול הועדה למינוי דירקטורים

הפתרונות המוצעים לא מבטלים את הועדה למינוי דירקטורים בכל הנוגע למנגנון והליך המינוי של דירקטורים בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה, כמו הפתרונות הקודמים שהוצגו, אלא מציגים חלופות אפשריות, מתונות יותר. בפתרונות המוצעים להלן לוועדה עדיין יהיה תפקיד אינטגרלי ואף מחייב בתהליך מינוי הדירקטורים בתאגידים אלה, אלא שהרכבה יהיה שונה או סמכותה הספציפית בתוך ההליך תהיה קצת אחרת, וזאת על מנת למתן את הקשיים שנסקרו בפרק הקודם. הפתרונות הללו אינם אידיאליים, שכן הם עדיין מותירים את ישראל עם הסדר קפדני יותר מהמקובל בעולם, שלא לצורך. אבל הם יכולים להיות רלוונטיים לאור הרתיעה השכיחה של גורמים שלטוניים מויתור על סמכותם להתערב ולפקח מרגע שסמכות זו ניתנה והיא נתפסת כבר כברירת מחדל. לפיכך, המלצתי היא שהחלופות הללו יישקלו כצעדי ביניים לטובת החוששים שביטול סמכות הועדה להמליץ על דירקטורים ישנה באופן מהותי את תפקוד התאגידים הבנקאיים (שכאמור, נחשב כרגע לתפקוד יעיל). לאחר תקופת ניסיון של שלוש-ארבע שנים לכל היותר, ובהנחה שישתברר כי לא הייתה פגיעה בתקינות ויעילות הממשל התאגידי בתאגידים הבנקאיים, יהיה אפשר להוריד את הרכיב הזה מהרגולציה החלה עליהם באופן מוחלט.

1. שינוי הרכב הועדה למינוי דירקטורים – הועדה למינוי דירקטורים כיום משקפת הטיה סיסטמית

לטובת אינטרסים ציבוריים: בהרכבה כיום יש רוב לנציגים שאינם קשורים לתאגיד הבנקאי – יו"ר הועדה שהוא שופט בדימוס ושני נציגי ציבור. רק שני נציגים מגיעים מהתאגיד והם דירקטורים חיצוניים שנבחרים על ידי חברי הועדה עצמם. ניתן לשקול שינוי של הרכב הועדה למינוי דירקטורים כך שיכלול רוב מתוך דירקטוריון התאגיד הבנקאי, ובהם 2 דירקטורים חיצוניים או בלתי תלויים, ודירקטור אחד מתוך הנהלת התאגיד. באופן זה, יהיו עדיין נציגי ציבור שמשקפים את השמירה על האינטרס הציבורי, ובמקביל יהיה רוב של נציגים מתוך הדירקטוריון שמשקפים את המטרות העסקיות יותר של התאגיד. בנוסף, מוצע שהדירקטוריון עצמו יבחר מי מחבריו ייצגו בוועדה למינוי דירקטורים. מודל זה מאוזן יותר מהמודל הקיים כיום ועשוי להיות רלוונטי כמודל ביניים, באם יהיה חשש גדול מדי אצל המחוקק והרגולטורים הרלוונטיים לוותר על אחיזתם באספקט שליטה זה בתאגיד הבנקאי עד לבחינה מעמיקה יותר של השפעות המהלך על שוק הבנקאות.

2. שינוי מיקום וסמכות הועדה למינוי דירקטורים בתהליך – כיום הועדה היא זו שמוציאה קול קורא,

מסננת את המועמדים, מראיינת אותם ומגבשת רשימה של מועמדים מומלצים שמועברים לאסיפה הכללית להצבעה מתוכם. האסיפה הכללית מקבלת למעשה כמעט מוצר מוגמר. מתוך שלושה מועמדים האסיפה הכללית צריכה לבחור שניים. הסקירה שביצענו על מינויים דירקטורים בבנק לאומי ופועלים

העלתה, שהמועמד השלישי שלא נבחר באותה הצבעה באסיפה הכללית יעלה מחדש על ידי הועדה בשנים מאוחרות יותר. כך למעשה השליטה של זרוע של המדינה בתהליך הזה היא כמעט מוחלטת, ובסופו של דבר מעצבת את הדירקטוריונים של התאגידים הבנקאיים הכפופים להסדר משפטי זה. חלופה אפשרית למצב זה הוא לשנות את מיקומה וסמכותה של הועדה: מתחילת התהליך לאמצעו. כלומר, תוקם ועדת מינויים על ידי החברה כפי שהוסבר קודם לכן. ועדת המינויים תגבש רשימה של מועמדים שמוסכמים עליה ושהיא ממליצה למנותם והרשימה תועבר בשלב זה לבחינה של הועדה למינוי דירקטורים שתבחן אותם ותקצר את הרשימה למספר מועמדים שיועלו לפני האסיפה הכללית של בעלי המניות. כך, מן הצד האחד יהיה עדיין פיקוח מקדים על המועמדים הללו, וגם על מסקנותיה של ועדת המינויים, אבל לא כגורם שקובע מה תהיה הרשימה מלכתחילה, אלא כגורם שמשפיע על תוכנה לאחר התהליך הפנימי שיתקיים בחברה. המודל המוצע מעודן יותר ועדיין משאיר אחיזה של זרוע של המדינה בתהליך אבל לא באותו היקף כה חריג ומוגבר כמו בהסדר הנוכחי.

סיכום

מחקר זה בחן את ההסדר המשפטי החל על מינוי של דירקטורים בתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה. לאחר הצגת התיאוריה וההסדר המשפטי החל ביחס למינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים, המחקר נחלק לשלושה חלקים עיקריים: בחלק הראשון המחקר סקר מודלים משפטיים אחרים במדינות אחרות בעולם ביחס למינוי דירקטורים בתאגידים בנקאיים. חלק זה העלה כי המודל הישראלי הוא ייחודי וכי אין שום מודל המקביל לו בעולם, לפחות מאלה שנבחנו, הכוללים מדינות מערביות מרכזיות. בחלק השני, המחקר ניתח את המשמעויות של המודל הקיים בישראל ואת ההשלכות שלו על התמריצים הקיימים על השחקנים המעורבים ועל בעיות הנציג הנלוות. ניתוח זה העלה כי להסדר המשפטי הקיים עלולות להיות תוצאות לא אופטימליות הנובעות מדגש קטן מדי על שיקולי יעילות ביחס לתאגיד הבנקאי הספציפי אל מול שיקולים רוחביים של יציבות מערכתית; מיכולת השפעה מוגבלת של בעלי המניות; ומיכולת השפעה מופרזת של זרוע של השלטון בתהליכים פנים-תאגידיים מובהקים. בחלק השלישי הוצעו מספר חלופות לשינוי ההסדר המשפטי, כך שיהיה הסדר מאוזן יותר ומשקף יותר את הטבע ההיברידי של התאגיד הבנקאי: גוף פיננסי משמעותי בשוק האשראי עם פוטנציאל השפעה על יציבות השוק כולו מן הצד האחד, וחברה עסקית מסחרית השואפת להשאת רווחיה לטובת בעלי המניות מן הצד השני.

השוק הישראלי היה בנוי בעבר במידה רבה על חברות בבעלות ריכוזית. המנגנונים בחוק וברגולציה היו מותאמים באופן טבעי לחברות במבנה בעלות כזה ויצרו פתרונות לבעיות הנציג הנלוות אליו. הבעלות המבוזרת מייצרת אתגרים שונים ובהתאם גם מחייבת שינוי תפיסתי מצד קובעי המדיניות. השינוי התפיסתי הוא קודם כל שינוי עקרוני שמכיר בכך שלכל מבנה בעלות יש יתרונות וחסרונות, ואין מבנה בעלות שבאופן מובהק עדיף על האחר. אכן, בכל אחד מהם יש לשים לב לבעיות הנציג השכיחות ולשאוף לצמצמן, אך נראה כי ההסדר המשפטי בקשר לתאגידים בנקאיים ללא גרעין שליטה הלך צעד רחוק מדי בעניין זה. לאור זאת, ראוי כי הדיון הישראלי יישר קו, או לפחות יצמצם את הפער, ביחס לדינאים אחרים מקבילים בעניין זה הנוהגים במדינות מתקדמות, ויחליש את מוטת השליטה של הזרוע השלטונית בתהליכים אלה.