אובר־רולינג: מחקר אמפירי, ניתוח, מסקנות והמלצות

אלה תמיר שלמה וארז ברק*

במסגרת תיקון 20 לחוק החברות, שנועד להתמודד עם טענות לגבי תגמול מופרז לנושאי משרה בחברות ציבוריות, נקבע כי החלטות תגמול מסוימות תהיינה טעונות אישור אספת בעלי המניות. עם זאת, כך נקבע, במקרים מסוימים ועל פי נימוקים מפורטים, הדירקטוריון יהיה רשאי "להתגבר" על החלטת האספה ולאשר את החלטת התגמול, למרות התנגדותה – או כלשון המונח הלועזי, לבצע אובר־רולינג.[1] בשנים 2022 ו־2023 נצפה שימוש גובר באפשרות זו, עד כי בשנת 2023 בלמעלה מ־65% מהמקרים שבהם האספה לא אישרה את התגמול המוצע ביצע הדירקטוריון אובר־רולינג. זאת, גם במקרים שבהם עלה הרושם כי הדבר אינו תואם את כוונת המחוקק, ואף באופן שאינו בהכרח מקיים את דרישות החוק. בעקבות זאת, עלו קריאות מצד בעלי מניות שלא לחדש את כהונתם של דירקטורים שהשתתפו בהחלטות אובר־רולינג מסוימות. הנושא עלה לכותרות במיוחד לאחר שקריאות אלו אכן הביאו לאי־חידוש כהונתם של כמה דירקטורים חיצוניים. בעקבות לחץ ציבורי זה, השימוש באובר־רולינג בתקופה שלאחר מכן אכן פחת דרמטית. אירועים אלו זכו לסיקור נרחב מצד העיתונות הכלכלית וגורמים אחרים בשוק ההון. אלא שלמרות העיסוק הגובר בסוגיה, אין עדיין ספרות מקיפה בנושא, ורק לאחרונה – כמעט בלית ברירה, התייחסו אליה רשות ניירות ערך והיועצת המשפטית לממשלה. מאמר זה מבקש לתרום להשלמת הריק באמצעות בחינה מעמיקה של הרקע לתיקון 20, כמו גם הצגה לראשונה של ניתוח אמפירי מקיף, שהתבסס על ניסיון לאתר את כלל החלטות האובר־רולינג שהתקבלו מאז שנקבע התיקון, תוך ניסיון זהיר לקשור בין מגמות השימוש באובר־רולינג לתהליכים ציבוריים ורגולטוריים שונים. בנוסף, במטרה להסיק מסקנות על האופן שבו משתמשים הדירקטוריונים באפשרות לבצע אובר־רולינג, המאמר מציג ניתוח של הנימוקים להחלטות האובר־רולינג כפי שהופיעו בדיווחי

* **עו"ד (רו"ח) אלה תמיר שלמה** היא בוגרת תואר שני מחקרי (LLM) מאוניברסיטת רייכמן, מנהלת תחום רגולציה פיננסית בלובי 99 (חל"צ).
רו"ח ארז ברק הוא כלכלן ומוסמך במשפטים (LLM), יועץ לגופים מוסדיים בנושאי אספות כלליות, ממשל תאגידי ומעורבות מוסדית.
על הערות מועילות נבקש להודות ליפעת ארן, עלי בוקשפן, עמירם גיל, עמיר ליכט, עינת סולניק, הראל פרימק, משה קאשי, גולן קאשי, קובי קסטיאל וידידיה שטרן. כמו כן על סיוע רב באיסוף הנתונים נבקש להודות ליובל רימון, אריאל פז־סוויצקי ואמיר שחר.

1 לצורך המאמר ניסינו למצוא או להמציא מונח עברי אשר יחליף את השימוש במושג אובר־רולינג. בין השאר עלו רעיונות כמו: התעלמות, התגברות, ביטול, הפיכת החלטה ואפילו שלטון. מאחר שלא מצאנו מונח שאנו שלמים איתו, נאלצנו להשתמש במונח הלועזי "אובר־רולינג", אשר נראה שהשתרש בפי כל.

nevo.co.il

החברות על כך. עוד נבקש לקיים דיון בקשר בין החלטות אובר־רולינג לבין הצבעה על חידוש כהונה של דירקטורים. לבסוף, בהתאם למסקנותינו ולניסיוננו המשותף, יובאו כמה המלצות שאנו סבורים כי יקדמו שיח קונסטרוקטיבי בין הגופים המוסדיים[2] ושאר בעלי המניות לחברות הציבוריות ולדירקטורים סביב הסוגיה, זאת מתוך תקווה שהמאמר יסייע הן לדירקטוריונים והן לבעלי המניות לעשות, כל אחד מהם, שימוש ראוי בכוח שהוענק להם.

א. מבוא. ב. סקירה נורמטיבית. 1. הרקע לתיקון 20 וסקירת ההסדר המשפטי לביצוע אובר־רולינג. 2. התייחסות המשפט המשווה למעורבות האספה הכללית בסוגיית התגמול לנושאי משרה. **ג. ראיות וניתוח.** 1. מתודולוגיה. 2. ממצאים, ניתוח ומסקנות. (א) מיפוי החלטות אובר־רולינג לפי שנים. (ב) מיפוי דיווחים והחלטות אובר־רולינג לפי חברות. (ג) מיפוי החלטות אובר־רולינג לפי סוג ההחלטה. (ד) מספר הימים בין מועד האספה הכללית למועד ההחלטה על ביצוע אובר־רולינג. **ד. ניתוח החלטות אובר־רולינג – נימוקים, מסקנות וטובת החברה.** 1. ניתוח הנימוקים להחלטות אובר־רולינג. 2. החלטת אובר־רולינג, טובת החברה ומתחם סבירות התגמול. **ה. מה בין אובר־רולינג לכהונת דירקטור. ו. מסקנות והמלצות מדיניות.** 1. התנהלות החברה, הדירקטוריון והמוסדיים. 2. רגולציה והליכי חקיקה. **ז. סיכום. ח. נספחים.**

א. מבוא

במסגרת תיקון 20 לחוק החברות,[3] שנועד להתמודד עם טענות לגבי תגמול מופרז לנושאי משרה בחברות ציבוריות, נקבעו, מצד אחד, הוראות שמטרתן להגביר את המעורבות של בעלי המניות באישור התגמול – מתוך מחשבה שמעורבות זו תצנן את העלייה החדה שנצפתה קודם לכן בתגמול לנושאי המשרה. זאת, בהמשך למגמה עולמית של הגברת המעורבות של בעלי המניות בסוגיית התגמול. מצד שני, במסגרת אותו תיקון, נקבעה האפשרות של הדירקטוריון "להתגבר" על החלטת האספה ולאשר את החלטת התגמול, למרות התנגדותה – או כלשון המונח הלועזי, לבצע אובר־רולינג – במקרים חריגים, על בסיס נימוקים מפורטים לכך, ורק לגבי חלק מהחלטות האספה הכללית.

בשנים 2022 ו־2023 הלך וגבר השימוש באובר־רולינג מצד דירקטורים, וזאת, גם במקרים שבהם עלה הרושם כי הדבר אינו תואם את כוונת המחוקק, ואף באופן שאינו בהכרח מקיים את דרישות החוק. בעקבות זאת, עלו קריאות מצד בעלי מניות שלא לחדש את כהונתם של דירקטורים שהשתתפו בהחלטות אובר־רולינג מסוימות. הנושא עלה לכותרות במיוחד לאחר

2 נציין כי במונח הגופים המוסדיים אנו מתייחסים לחברות ביטוח, לחברות מנהלות של קופות שונות ולחברות המנהלות קרנות נאמנות, כפי שאלו נכללים כולם בהגדרת "גוף מוסדי" בס' 1 לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה–1995.

3 חוק החברות (תיקון מס' 20), התשע"ג–2012 (להלן: תיקון 20 או התיקון); חוק החברות, התשנ"ט–1999 (להלן: החוק או חוק החברות).

שקריאות אלו אכן הביאו לאי־חידוש כהונתם של כמה דירקטורים חיצוניים. נוכח השתלשלות זו עלו גם טענות שונות באשר להתנהלותם של אותם גופים מוסדיים שהצביעו נגד חידוש כהונתם של הדירקטורים. כך למשל, נטען כי מדובר בהדחה של דירקטורים שלא פעלו כרצון הגופים המוסדיים, או, כי באי־חידוש כהונתם של דירקטורים שהשתתפו באובר־רולינג הגופים המוסדיים למעשה כופים את עמדתם בסוגיות התגמול, למרות המומחיות והידע הרב שיש לדירקטורים בנושאים אלו. בעקבות הלחץ הציבורי, השימוש באובר־רולינג, בתקופה שלאחר מכן, אכן פחת דרמטית. אירועים אלו זכו לסיקור נרחב מצד העיתונות הכלכלית וגורמים אחרים בשוק ההון.

אלא שלמרות השימוש הגובר באובר־רולינג והדיון הציבורי שהתעורר סביב הסוגיה, נראה כי אין די ספרות בנושא, ורק לאחרונה – כמעט בלית ברירה, לאחר שבמסגרת תביעות נגזרות שעניינן בסוגיה – נאלצו להתייחס אליה רשות ניירות ערך והיועצת המשפטית לממשלה, שהגישה את עמדתה, לבקשתו של בית המשפט. מאמר זה מבקש לתרום להשלמת ריק זה באמצעות בחינת הרקע לתיקון 20 והליך חקיקת הסדר האובר־רולינג וסקירת הדין המשווה; ניתוח אמפירי של החלטות אובר־רולינג שהתקבלו לאורך השנים מאז התיקון; ניתוח תוכן החלטות האובר־רולינג והתעמקות בנימוקים שהובאו להצדקתן; דיון מעמיק בסוגיית חידוש כהונתם של דירקטורים שהחליטו על ביצוע אובר־רולינג; ולבסוף, הצגת מסקנות והמלצות שעלו בעקבות בחינת הסוגיה על כל רבדיה.

במסגרת הסקירה הנורמטיבית והרקע לתיקון 20, נבחן את האירועים שקדמו לתיקון ונבקש להצביע על כוונת המחוקק, כפי שעולה הן מדברי ההסבר לתיקון והן מהפרוטוקולים של דיוני ועדת החוקה, חוק ומשפט של הכנסת שדנה בתיקון. כל אלה מספקים הבנה לגבי האופן המצומצם והזהיר שבו התכוון המחוקק שייעשה שימוש באובר־רולינג. במסגרת זו נבחן גם את ההוראות המקבילות לאלו שנקבעו במסגרת תיקון 20, כפי שאומצו על ידי המחוקק במדינות שונות.

במסגרת הניתוח האמפירי, נבקש להציג לראשונה סקירה מקיפה של החלטות האובר־רולינג שהתקבלו מאז שנחקק התיקון. בהמשך לכך ננסה לקשור בין מגמות שונות – ציבוריות ורגולטוריות, לבין מגמות השימוש בהחלטות האובר־רולינג לאורך השנים ולהצביע על מסקנות שונות העולות מסקירה זו. כפי שהניתוח האמפירי מלמד, בשנים 2022 ו־2023 אכן חלה עלייה בהיקף החלטות האובר־רולינג שהתקבלו, עד כי בשנת 2023 בלמעלה מ־65% מהמקרים שבהם האספה לא אישרה את התגמול המוצע, ביצע הדירקטוריון אובר־רולינג. כמו כן, עולה כי אצל כמה חברות, השימוש באובר־רולינג הוא "סדרתי" עד שהפך לנוהג קבוע, בכל פעם שהאספה הכללית לא אישרה את התגמול שהוצע. לא זו אף זו, עולה כי במקרים רבים החלטת האובר־רולינג נעשתה בסמיכות זמנים להחלטת האספה הכללית, באופן המותיר רושם של החלטה מוכתבת מראש (עוד טרם התכנסה בפועל האספה הכללית) ושל זלזול מסוים בעמדת בעלי המניות. תוצאות אלו מרמזות על כך שהשימוש באובר־רולינג, לפחות בחלק מהמקרים, אינו בהתאם לכוונת המחוקק, וייתכן שגם אינו ממלא את הוראות החוק.

על מנת להציג גוף ידע מבוסס ומעמיק, לא הסתפקנו רק בסקירה אמפירית, אלא מיפינו וניתחנו את תוכן הדיווחים שפרסמו החברות הציבוריות לגבי החלטות האובר־רולינג. זאת על מנת להסיק, לראשונה, על האופן שבו דירקטורים מנמקים את השימוש באובר־רולינג, ולבחון

nevo.co.il

האם השימוש נעשה במקרים המתאימים לכך, בהתאם להוראות החוק ולכוונת המחוקק. במסגרת זו בחנו את הנימוקים השונים שחזרו ועלו בדיווחים. בעיקר העלה הניתוח כי החלטות רבות מבוססות על נימוקים שאינם משכנעים ואינם מתאימים לעניין. כך למשל, נימוק שחזר על עצמו במספר רב של החלטות שלפיו עמדת המוסדיים שהתנגדו לאישור התגמול באספה הכללית מבוססת על שיקולים רוחביים, ולכן ניתן להתעלם ממנה. נימוק זה מעורר קשיים מאחר שהוא מלמד כי לדעת דירקטוריונים מסוימים יש להתייחס בביטול להצבעתו של גוף מוסדי נגד הצעת התגמול לנושא משרה של החברה, מאחר שהצעה זו עומדת בניגוד למדיניות ההצבעה של אותו גוף מוסדי, והאחרון מחליט שלא לסטות ממנה. בנוסף, על מנת לנסות ולהתוות את "דרך המלך" בסוגיה שעל הפרק, נבקש להצביע על החלטת אובר־רולינג שהנימוקים שנמסרו במסגרתה וההליך שבמסגרתו התקבלה מניחים את הדעת לטעמנו וממלאים את כוונת המחוקק ואת דרישות החוק.

לאחר מכן נתייחס בהרחבה לקשר שבין תמיכת דירקטור בביצוע אובר־רולינג לבין הצבעת בעל מניות נגד חידוש כהונתו. זאת, כאמור, בעקבות קריאתם של בעלי מניות שלא לחדש את כהונתם של דירקטורים שהשתתפו בהחלטות אובר־רולינג מסוימות – קריאות שבעקבותיהן אכן לא נמצא הרוב הדרוש באספה הכללית כדי לתמוך בחידוש כהונתם של כמה דירקטורים חיצוניים. במסגרת זו נבקש לשלול טענה שהועלתה, שלפיה התנגדותם של הגופים המוסדיים לחידוש כהונתו של דירקטור שהשתתף בביצוע אובר־רולינג מהווה שימוש שלא כחוק בזכות ההצבעה של בעלי המניות שאותם הם מייצגים.

לבסוף, על סמך הבחינה והניתוח שערכנו, נבקש להציג מסקנות והמלצות מדיניות שאנו סבורים כי יקדמו שיח איכותי וקונסטרוקטיבי בין הגופים המוסדיים ושאר בעלי המניות לבין החברות הציבוריות והדירקטורים סביב הסוגיה. זאת מתוך תקווה שהמאמר יסייע הן לדירקטורים והן לבעלי המניות לעשות, כל אחד מהם, שימוש ראוי בכוח שהוענק להם. בין היתר, וכבסיס להמלצות לדירקטוריונים, אנו סבורים כי ראוי שעמדת המוצא של כל דירקטוריון תהיה לנסות ולהימנע מביצוע אובר־רולינג. בנוסף, במסגרת זו, אנו קוראים למחוקק, לרשות ניירות ערך ולמשרד המשפטים להוסיף ולבחון את הצורך בהסדרת הסוגיה.

לאורך המאמר ננסה לשלב בין התאוריה והניתוח האמפירי למציאות בשטח, כפי שמלמד הניסיון המשותף שלנו. אנו לא מתיימרים להקיף את כל הסוגיות ותתי־הסוגיות שעשויות לעלות סביב נושא המאמר ומקווים שהמאמר ישמש בסיס להרחבת הדיון האקדמי והענייני בנושא. נציין כבר כאן כי איננו סבורים שיש לבטל את האפשרות לבצע אובר־רולינג. לעומת זאת, אנו מבקשים להתמקד באופן שבו מיושם הדין הנוכחי ובאופן בו ראוי ורצוי ליישמו.

אנו סבורים כי המסקנות העולות מניתוח הממצאים האמפיריים ומתוכן הדיווחים חשובות לעניין הדיון באופן יישום הדין הנוכחי – שהוא כאמור מוקד המאמר. על מנת להפנות את הזרקור לנושא זה, את הממצאים ניתחנו מנקודת מבט מהותית, עקרונית וביקורתית. כל זאת מבלי להתעמק בשאלת הדין הרצוי. שאלה זו היא שאלה נפרדת, שאנו קוראים לערוך בה דיון

מעמיק. בהתאם, המאמר אינו מרחיב בשאלת תכלית תיקון 20 ובהצדקות להגברת המעורבות של בעלי המניות בשאלות התגמול (נושא שנדון רבות במסגרות שונות).[4]

המאמר בנוי בסדר הבא: **בפרק ב** נציג את הרקע לתיקון 20 ולהסדר האובר־רולינג ואת התייחסות המשפט המשווה למעורבות האספה הכללית בסוגיית התגמול לנושאי משרה. **בפרק ג** נציג את הניתוח האמפירי שערכנו ואת תוצאותיו. **בפרק ד** ננתח את הנימוקים וההצדקות שהועלו במסגרת החלטות האובר־רולינג שמיפינו. **פרק ה** יוקדש לקשר בין השתתפות דירקטורים בהחלטות על ביצוע אובר־רולינג לבין הצבעה על מינוים. **בפרק ו** נציג מסקנות והמלצות מדיניות על בסיס הפרקים הקודמים.

ב. סקירה נורמטיבית

1. הרקע לתיקון 20 וסקירת ההסדר המשפטי לביצוע אובר־רולינג

בשנת 2012 נכנס לתוקף תיקון 20 לחוק החברות, אשר ביקש להסדיר את מבנה התגמול לנושאי משרה בחברות ציבוריות ובחברות איגרות חוב ולקבוע הליך מיוחד לאישורו.[5] התיקון מבוסס במידה כזו או אחרת על מסקנות הוועדה לעניין שכר בכירים בחברות ציבוריות (להלן: **ועדת נאמן**),[6] אשר הגישה את מסקנותיה בשנת 2011. ועדה זו הוקמה על פי החלטת ממשלה,[7] על רקע "טענות בדבר גובהו המופרז של שכר נושאי המשרה, ובעקבות הגשתן של הצעות חוק פרטיות להגבלת שכרם".[8]

אחת ממסקנותיה העיקריות של ועדת נאמן הייתה כי אין זה נכון להגביל את שכר הבכירים באמצעות סַפים כמותיים, כפי שביקשו לעשות הצעות החוק הפרטיות שהוגשו בזמנו.[9] במקום זאת, על בסיס מסקנותיה של אותה ועדה, נקבעו במסגרת תיקון 20 הסדרים שונים שנועדו

4 לאורך המאמר יובאו מקורות רבים לדיון הנרחב בנושא זה.

5 דברי הסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס' 20) (תנאי כהונה והעסקה בחברות ציבוריות ובחברות איגרות חוב), התשע"ב–2012, ה"ח הממשלה 742, 742 (להלן: הצעת החוק). נהוג לראות בתיקון 20 נדבך משלים לתיקונים קודמים לחוק החברות, בעיקר תיקון 16 שהתבסס על מסקנותיה של ועדת גושן, ומטרתו המוצהרת היא לשנות את יחסי הכוחות במשולש התאגידי: הדירקטוריון, בעלי השליטה ובעלי מניות המיעוט. הניסיון לאזן בין הגורמים הללו נעשה בעיקר על ידי הענקת השפעה גדולה יותר למיעוט בעיצוב החלטות החברה. להרחבה ראו הצעת חוק החברות (תיקון מס' 16) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע–2010), ה"ח הממשלה 566; יוסף גרוס "מהפך הממשל התאגידי בחברות ציבוריות – בעקבות תיקון 16 לחוק החברות והצעת תיקון מס' 15 **תאגידים** ח/2 3 (2011); משה צבירן, דן וייס ואלי מוגרבי "השפעת רגולציה וחקיקה על תגמול בכירים בישראל" **חידושים בניהול** 6, 4 (2020).

6 הוועדה לעניין שכר בכירים בחברות ציבוריות **דוח הוועדה** (2011).

7 החלטה 1674 של הממשלה ה־32 "הצעת חוק הקטנת פערי השכר במשק, התשס"ט–2009 של ח"כ שלי יחימוביץ' וחיים כץ (פ/1249)" (13.5.2010).

8 הצעת החוק, לעיל ה"ש 5, בעמ' 742.

9 ובעיקר, זו של ח"כ שלי יחימוביץ' וח"כ חיים כץ, לעיל ה"ש 7.

nevo.co.il

לחזק את הממשל התאגידי ולשפר את הליך קבלת ההחלטות הנוגעות לתגמול נושאי המשרה בחברה.

כך, בין היתר, נקבע במסגרת התיקון כי דירקטוריון של חברה ציבורית וחברת איגרת חוב ימנה מבין חבריו ועדת תגמול בהרכב של לפחות 3 חברים – רובם דירקטורים חיצוניים.[10] כמו כן נקבע כי אותה ועדת תגמול תמליץ לדירקטוריון מדי 3 שנים על מדיניות תגמול ראויה לנושאי המשרה של החברה וכן תאשר את תנאי כהונתם והעסקתם של נושאי המשרה.[11] בנוסף, נקבעו הוראות מפורטות לגבי אופן גיבוש מדיניות התגמול האמורה והשיקולים שצריכים להיות מובאים בחשבון בגיבושה.[12]

עוד נקבע כי בחברה ציבורית ובחברת איגרות חוב, הן מדיניות התגמול לנושאי המשרה, הן תנאי הכהונה וההעסקה למנכ"ל והן תנאי הכהונה וההעסקה לנושא משרה שאינו מנכ"ל אשר חורגים ממדיניות התגמול, יאושרו לא רק על ידי ועדת התגמול והדירקטוריון, אלא גם על ידי האספה, ובחברה ציבורית – ברוב מקרב בעלי המניות, למעט בעל השליטה ומי שיש לו עניין אישי בהחלטה (להלן: **רוב מיוחד**).[13] זאת, בהמשך למגמה עולמית בתחום הממשל התאגידי שהלכה והתפתחה באותן שנים, שבמסגרתה נקבעו מנגנונים שנועדו להגביר את מעורבותם של בעלי המניות בקבלת החלטות הנוגעות לתגמול ולתת בידם כלי פיקוח מספקים לעניין זה[14] – מנגנונים המכונים Say-on-Pay (SOP).[15]

בכך למעשה המחוקק – במודע ובמכוון, העניק כוח השפעה רב בסוגיות אלו לגופים המוסדיים. אלו מנהלים את כספי החסכונות של הציבור הרחב, אשר מושקעים, בין היתר, במניותיהן של חברות ציבוריות, ומשכך מחזיקים בזכויות ההצבעה הצמודות לאותן מניות. כך, בהמשך לקביעה כי חובה על הגופים המוסדיים להשתתף ולהצביע באספות שבהן נדרש רוב מיוחד, הפכו המוסדיים לשחקני מפתח בסוגיה שבמוקד.[16] כוח זה ניתן בידם מתוך תפיסה כי

10 ס' 118א לחוק.

11 ס' 118ב לחוק.

12 ס' 267ב לחוק. להרחבה ראו צבירן, וייס ומוגרבי, לעיל ה"ש 5, בעמ' 5; תלם, בנדר ומור, להלן ה"ש 15.

13 ס' 267א(ב)(1) לחוק. נציין כי לאורך השנים אושרו תקנות שונות הקובעות פטור מהצורך לאשר את מדיניות התגמול ועסקאות שונות בין החברה לבעלי עניין כאשר מתקיימים תנאים שונים: תקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי ענין), התש"ס–2000; תקנות החברות (הקלות לעניין החובה לקבוע מדיניות תגמול), התשע"ג–2013.

14 הצעת החוק, לעיל ה"ש 5, בעמ' 742.

15 דורון תלם, אביבית בנדר ועופר מור "תגמול מנהלים בראי ההתפתחויות בממשל התאגידי" **ספר גרוס** 283 (א' ברק ואח' עורכים 2015).

16 תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט–2009; תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים), התשע"ו–2015.

nevo.co.il

מעורבותם הפעילה של המוסדיים משפרת את ההגנה על האינטרסים של כלל בעלי מניות המיעוט.[17]

עוד נקבע במסגרת התיקון כי לגבי שלוש ההחלטות האמורות – שבהן נדרש רוב מיוחד, ככל שזה לא התקבל, יוכלו ועדת התגמול ולאחר מכן הדירקטוריון לאשר את ההחלטה חרף התנגדות האספה, לאחר דיון מחדש ורק במקרים ובתנאים מסוימים.[18] **הליך זה, שבמסגרתו ועדת התגמול והדירקטוריון למעשה דוחים את החלטת האספה ומחליטים בניגוד לה, מכונה "אובר־רולינג" (Overruling).**

על פי נוסח הסעיפים שאושרו לבסוף,[19] לגבי מדיניות התגמול, יכול הדירקטוריון לבצע אובר־רולינג על **יסוד נימוקים מפורטים**, לאחר שוועדת התגמול, ולאחריה הדירקטוריון, ערכו **דיון מחדש** במדיניות התגמול וקבעו, כי **אישור מדיניות התגמול על אף התנגדות האספה, הוא לטובת החברה.**[20] גם ביחס לאובר־רולינג לגבי תגמול למנכ"ל ולנושא משרה אחר שהתגמול המוצע לו חורג ממדיניות התגמול נדרש הדירקטוריון להראות כי הדבר נעשה **על בסיס נימוקים מפורטים** ולאחר **דיון מחדש** בתגמול המוצע. אלא שביחס לשתי החלטות אחרונות אלו, נקבע גם כי על הדירקטוריון לקבוע כי מדובר **במקרה מיוחד**, המצדיק את אישור התגמול בניגוד לעמדת האספה. כמו כן, ביחס לאובר־רולינג במקרים אלו, נקבע במפורש כי על הדירקטוריון לבחון, במסגרת הדיון מחדש בתגמול, את התנגדות האספה.[21]

בהתייחסה למנגנון ה־SOP הישראלי שהוצע על ידה, אשר שונה במהותו מאלו שאומצו עד אז במדינות אחרות,[22] ציינה ועדת נאמן כי מדובר במנגנון SOP "משופר", שלפיו עמדת האספה תהיה מחייבת, ולא מייעצת, אלא אם הדירקטוריון החליט לבצע אובר־רולינג.[23] תוכנו של מנגנון חריג זה נדרש, כך לפי ועדת נאמן, נוכח מבנה השוק הישראלי שבו לרוב החברות הציבוריות ישנו בעל שליטה דומיננטי,[24] ובהתבסס, בין היתר, על נתונים אמפיריים שהצביעו על עלייה חדה בשכר לנושאי המשרה שהסתבר שלא הייתה קשורה בהכרח לביצועי החברות. זאת, למרות ריבוי חברות עם גרעין שליטה, ובניגוד להנחה שלפיה במצב הדברים הרגיל, לבעלי השליטה או לדירקטוריון המתמנה על ידם אין תמריץ לשלם לנושא המשרה מעבר לתנאי הכהונה וההעסקה המשקפים את תרומתו הצפויה לחברה. מצב דברים זה העיד לדעת הוועדה על היעדר כלי פיקוח מספקים על התגמול לנושאי המשרה ועל קיומה של בעיית נציג

17 משרד האוצר **דו"ח הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל** (ינואר 2008) (להלן: ועדת חמדני); דב סולומון "אדישות רציונלית של בעלי מניות: כיצד לעורר את ציבור המשקיעים מתרדמתו?" **עיוני משפט** לט, 317, 320, 333 (2016).

18 הצעת החוק, לעיל ה"ש 5, בעמ' 742.

19 בהצעת החוק המקורית הוצע כי גם אובר־רולינג ביחס למדיניות התגמול ייעשה רק במקרים מיוחדים. בהמשך, במסגרת דיוני ועדת החוקה, חוק ומשפט בכנסת, הוסרה דרישה זו. במסגרת הדיון לא הובא נימוק סדור להסרת הדרישה. ראו בעמ' 18 לפרוטוקול ישיבה 665 של ועדת החוקה, חוק ומשפט הכנסת ה־18 (31.7.2012).

20 ס' 267א(ג) לחוק.

21 ס' 272(ג)(3) ו־272(ג1)(1)(ג) לחוק.

22 מאז, כפי שנראה בהמשך, השתנה מצב הדברים בדין המשווה.

23 דוח הוועדה, לעיל ה"ש 6, בעמ' 15.

24 שם.

אופקית בין בעל השליטה למיעוט בסוגיות אלו.[25] הנחה נוספת שעמדה בבסיס מסקנות הוועדה הייתה כי לא תמיד יש בידי האספה את מלוא המידע והמומחיות לצורך קבלת החלטות בנושא זה.[26] על כן, קבעה הוועדה כי במקרים מסוימים "המילה האחרונה" בסוגיית התגמול צריכה בכל זאת להיות בידי הדירקטוריון.

נדגיש כבר כאן – ונרחיב את הדיון בכך בהמשך, כי אנו כופרים בהנחה כי לא תמיד יש לאספה הכללית את מלוא המידע והמומחיות לצורך קבלת החלטות בנושא התגמול. אנו סבורים כי ישנו גם קושי רב לקבל את הטענה לפיה לבעל השליטה אין תמריץ לשלם למנכ"ל מעבר לתנאי תגמול שהולמים את תרומתו לחברה. והרי למעשה כבר הוכח כי לפחות בחלק מהמקרים הנחה זו שגויה, והתגמול משמש ככלי בידי בעל השליטה להכווין את התנהלותם של נושאי המשרה. כך למשל, בעניין דה לנגה,[27] שם נדון תגמול ששילם בעל השליטה בחברה למנכ"ל החברה ישירות מכיסו, ומעבר לתגמול שנקבע כי ישולם לו על ידי החברה. באותו מקרה, לבעל השליטה היה אינטרס אישי בקידום מהלך שהתגמול הנוסף למנכ"ל היה מותנה בהשלמתו.[28] גם רשות ניירות ערך ציינה כי הכשלים הקשורים באישור התגמול "רלוונטיים גם כאשר מדובר בחברה מפוזרת וגם בחברה ריכוזית בה קיים בעל שליטה... וזאת מאחר ובעל השליטה זקוק להנהלת החברה על מנת שזו תסייע לו לקדם אינטרסים מיוחדים ולנצל מעמדו הדומיננטי בחברה ללא הפרעה".[29]

אף אם נניח לצורך הדיון כי ההנחות שעליהן התבססה הוועדה עומדות בתוקפן, נראה כי בכל מקרה זכותו של הדירקטוריון "לומר את המילה האחרונה" כשעמדתו מנוגדת לעמדת בעלי המניות – ובקיצור, לבצע אובר־רולינג, במקרים שהדין מאפשר זאת, נועדה לעמוד לו במקרים חריגים ומיוחדים בלבד, וגם זאת רק כאשר קיימים נימוקים ברורים ומשכנעים לכך. הדבר נלמד הן מדברי ההסבר שליוו את התיקון, הן מנוסחו של התיקון והן מסקירת הפרוטוקולים של ועדת החוקה, חוק ומשפט, שעסקה בתיקון.

כך, ראשית, בדברי ההסבר להצעת החוק צוין כי זכות המילה האחרונה לדירקטוריון ניתנת לו במטרה "לאזן בין הותרת הסמכות לקביעת מדיניות התגמול בחברה בידי הדירקטוריון, לבין הרצון לתת משקל לעמדת האסיפה[30] הכללית, אשר גם אם אינה מחייבת, **הדירקטוריון אינו רשאי להתעלם ממנה**, שהרי מתפקידו לפעול להגשמת תכלית החברה שהיא השאת רווחים בעבור כלל בעלי המניות".[31] כן, כדוגמאות למקרים מיוחדים אשר בהתקיימם תעמוד לדירקטוריון האפשרות לבצע אובר־רולינג, צוינו מקרים שבהם "למועמד לכהונה כישורים

25 שם; הצעת החוק, לעיל ה"ש 5, בעמ' 742.
26 דוח הוועדה, לעיל ה"ש 6, בעמ' 13.
27 תנ"ג (מחוזי ת"א) 18994-07-15 **דה לנגה נ' החברה לישראל בע"מ** (נבו 30.4.2017).
28 ראו הרחבה אצל עמיר ליכט "רסן הזהב – נושא משרה המקבל תשלום מבעל השליטה: האחריות" **נקודה בסוף משפט** (4.5.2017) https://amirlicht.wordpress.com/2017/05/04/81/.
29 דוח הוועדה, לעיל ה"ש 6, בעמ' 7.
30 בציטוטים ממקורות רשמיים השארנו את הכיתוב השגוי "אסיפה" כפי שמופיע במקור.
31 הצעת החוק, לעיל ה"ש 5, בעמ' 746.

nevo.co.il

יוצאי דופן, או במטרה לשמר כוח אדם איכותי במיוחד".[32] ובמשתמע – רק אם לדעת הדירקטוריון שיקולים אלו לא הובאו כבר בחשבון כראוי על ידי בעלי המניות.

על הכוונה כי השימוש באובר־רולינג ייעשה אך ורק במקרים חריגים ומיוחדים וכאשר מתקיימים נימוקים משכנעים לכך ניתן ללמוד גם מנוסחן של הוראות החוק העוסקות בביצוע אובר־רולינג (ההדגשות אינן במקור), כפי שאושרו במסגרת התיקון:

אובר־רולינג לגבי מדיניות התגמול לנושאי משרה

> 267א(ג). "על אף האמור בסעיפים קטנים (א) ו־(ב), דירקטוריון החברה, למעט בחברה נכדה ציבורית, רשאי לקבוע את מדיניות התגמול גם אם האסיפה הכללית התנגדה לאישורה, ובלבד שוועדת התגמול ולאחריה הדירקטוריון החליטו, **על יסוד נימוקים מפורטים ולאחר שדנו מחדש** במדיניות התגמול, כי אישור מדיניות התגמול על אף התנגדות האסיפה הכללית הוא לטובת החברה; לעניין זה, 'חברה נכדה ציבורית' – חברה ציבורית הנשלטת בידי חברה ציבורית או בידי חברה פרטית שהיא חברת איגרות חוב, שהיא עצמה נשלטת בידי חברה ציבורית או בידי חברה פרטית שהיא חברת איגרות חוב אחרת, הנשלטת בידי בעל שליטה".

אובר־רולינג לגבי תגמול לנושא משרה שאינו מנכ"ל שחורג ממדיניות התגמול

> 272(ג)(3). **"**על אף הוראות פסקה (2), בחברה, למעט חברה נכדה ציבורית כהגדרתה בסעיף 267א(ג), ועדת התגמול ולאחריה הדירקטוריון רשאים, **במקרים מיוחדים**, לאשר עסקה כאמור באותה פסקה גם אם האסיפה הכללית התנגדה לאישור העסקה, ובלבד שוועדת התגמול ולאחריה הדירקטוריון החליטו על כך, **על יסוד נימוקים מפורטים, לאחר שדנו מחדש בעסקה ובחנו בדיון כאמור, בין השאר, את התנגדות האסיפה הכללית**".

אובר־רולינג לגבי תגמול למנכ"ל

> 272(ג1)(1)(ג). "האסיפה הכללית, ובלבד שבחברה ציבורית מתקיים האמור בסעיף 267א(ב)(1) או (2); לעניין אישור האספה הכללית לפי פסקת משנה זו, יחולו הוראות סעיף קטן (ג)(3)".[33]

כמו כן, הכוונה כי השימוש באובר־רולינג ייעשה אך ורק במקרים חריגים ומיוחדים עולה גם מדבריו של אבי ליכט, שהיה אז המשנה ליועצת המשפטית לממשלה, בציינו במהלך דיוניה של ועדת החוקה, חוק ומשפט בעניין התיקון כי **"הסיכוי שהדירקטוריון יקבל החלטה אחרת** [כלומר, יחליט בניגוד לעמדת בעלי המניות] **הוא סיכוי נמוך, הוא בכל זאת צריך להתחשב**

32 שם, בעמ' 749.
33 הסעיף מפנה לס' 272(ג)(3) לחוק.

במה שאמרה לו האסיפה הכללית, אבל אם יהיו מקרים שהדירקטוריון יסבור שנפלה שגגה באספה הכללית, עדיין האחריות היא עליו והוא יוכל לסטות".[34] כמו כן הוא הדגיש כי "**אם הדירקטוריון חושב שההחלטה של האסיפה הכללית, ושהמיעוט טועה, עדיין האחריות היא שלו. אבל אני מסכים שיהיה לו קשה לעשות את זה אחרי שכל הגופים המוסדיים אמרו לו הגזמת. הגזמת. זה מה שאנחנו רוצים לומר פה".**[35]

גם אילן פלטו, שהיה אז (ולמועד כתיבת מאמר זה הוא עדיין) מנכ"ל איגוד החברות הציבוריות,[36] והציג שם את עמדת הדירקטורים והמנהלים בחברות אלו, ציין לפרוטוקול כי "**מכל הבדיקות שעשינו – ותשאלו עורכי־דין, ובטח בניסוח של הצעת החוק כפי שמנוסח היום, שמדובר בנסיבות מיוחדות – לא יהיה דירקטוריון שיוכל לקבל החלטה שהיא מנוגדת להחלטה של האסיפה הכללית. לא יהיה דירקטוריון כזה, ובעצם אנחנו משאירים את זה כזכות וטו למיעוט באספה הכללית ולא נוכל לשנות את זה אחרי כן".**[37]

כך, ניתן לקבוע כי התפיסה השלטת בדיונים שבהם נדון תיקון 20 הייתה שהשימוש באובר־רולינג יהיה נדיר, אם בכלל.

לעניין הכוונה כיצד ומתי ייעשה שימוש באובר־רולינג ניתן ללמוד גם מהתייחסותו של פרופ' שמואל האוזר, יו"ר רשות ניירות ערך דאז, לתיקון 20, בציינו כי "הוא נועד לקשור בין שכר מנהלים לבין ביצועי החברות ויש חברות שפשוט מצפצפות כשהן מאשרות תלושי שכר תלושים מהמציאות". כן הוא הדגיש כי "הזכות של over ruling **צריכה להיעשות במשורה** – רק במקרים מיוחדים ועל יסוד נימוקים מפורטים. מנקודת מבטה של רשות ני"ע, המסר הוא **שידכם צריכה להיות זהירה על ההדק לפני שמאשרים שכר בניגוד לעמדת האסיפה הכללית. הכלל הוא שיש לכבד את עמדת אסיפת בעלי המניות".**[38]

גם כאשר הגיע לפתחו של בית המשפט הכלכלי מקרה שבו אושר תגמול בניגוד לעמדת האספה, הדגיש בית המשפט כי "כאשר הדירקטוריון בוחר לדחות את עמדת האסיפה, יש להתייחס לכך **בזהירות ובחשדנות ולבחון היטב כי החלטתו אכן נעשתה מטעמים ענייניים**". וכן כי "דחיית עמדת האסיפה מחייבת **נימוקים ברורים וענייניים**, שעל בית־המשפט לוודא שהתקיים".[39]

באופן תמוה למדי, במשך עשור מאז חקיקת תיקון 20 וגיבוש הסדר האובר־רולינג – ולמרות שבשנים האחרונות השימוש בכלי זה מצד דירקטוריונים הלך וגבר (כפי שנמחיש בפרק הבא), **המחוקק ורשות ניירות ערך לא פנו להסדיר בחוק, בתקנות או בעמדה מסודרת מהם לעמדתם המקרים החריגים והמיוחדים אשר מקיימים את כוונת המחוקק ומצדיקים את העדפת עמדת הדירקטוריון על זו של האספה.**

34 עמ' 8 לפרוטוקול ישיבה 652 של ועדת החוקה, חוק ומשפט הכנסת ה־18 (16.7.2012).
35 פרוטוקול ישיבה 665, לעיל ה"ש 19, בעמ' 23. (ההדגשה הוספה).
36 איגוד החברות הציבוריות הוא עמותה, אשר, נכון לשנת 2022, ייצג 163 מתוך 668 חברות ציבוריות.
37 פרוטוקול ישיבה 652, לעיל ה"ש 34, בעמ' 19. (ההדגשה הוספה).
38 דברי יו"ר רשות ניירות ערך (דאז) בכנס איגוד הדירקטורים (25 פברואר 2016) https://tinyurl.com/3f4p9fry.
39 תנ"ג (מחוזי ת"א) 8095-09-15 **ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ** (נבו 5.7.2017).

לאחרונה נאלצה הרשות להתייחס לסוגיה בשני מקרים. הראשון, כאשר תאגיד פיננסי פנה לביצוע אובר־רולינג. אלא שלגבי תאגידים פיננסיים שהם חברות ציבוריות, מעבר להוראות חוק החברות, על ענייני תגמול חל גם חוק תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים (אישור מיוחד ואי־התרת הוצאה לצורכי מס בשל תגמול חריג), התשע״ו–2016 (להלן: **החוק להגבלת שכר הבכירים בתאגידים פיננסיים**). חוק זה, שתכליתו לרסן את התגמול לנושאי משרה בתאגידים הפיננסיים,[40] קובע כי אישור תגמול לנושא משרה בכירה או עובד, שההוצאה החזויה בשלו צפויה לעלות על שני מיליון וחצי ש״ח בשנה, טעון את אישור האספה.[41] הרציונל מאחורי קביעה זו הוא שמאחר שלפי הוראות החוק הוצאה בשל תגמול העולה על שני מיליון וחצי ש״ח בשנה אינה מוכרת לתאגיד הפיננסי כהוצאה לצורכי מס,[42] יש לקבל גם את אישור האספה כחלק מהליך אישור תגמול שזו תוצאתו. לכן, כאשר דירקטוריון איי.די.איי. חברה לביטוח בע״מ ביקש לבצע אובר־רולינג ולאשר למנכ״ל החברה תגמול שעלותו 4.5 מיליון ש״ח בשנה בניגוד להחלטת האספה הכללית, עלתה השאלה: האם הדירקטוריון אכן יכול לבצע אובר־רולינג במקרה האמור למרות הדרישה המפורשת כי התגמול האמור יאושר על ידי האספה הכללית? הרשות קבעה שהתשובה לשאלה זו היא שלילית.[43] נראה כי הקביעה האמורה התקבלה אצל החברה לאחר דיונים עם רשות ניירות ערך. אנו סבורים כי ראוי היה שהרשות תפרסם עמדה פומבית וסדורה בסוגיה זו.

התייחסות נוספת לסוגיית האובר־רולינג, לראשונה בדמות עמדה משפטית וסדורה, פורסמה על ידי רשות ניירות ערך רק לאחר שהוגשו כמה תובענות נגזרות שעסקו בסוגיה.[44] הרשות פרסמה את העמדה בצמוד להגשת עמדת היועצת המשפטית לממשלה לבית המשפט. מלבד חזרה לקונית למדי על כך כי ביצוע האובר־רולינג מהווה חריג, ולא הכלל, עמדת הרשות מתרכזת בהוראות גילוי על אודות החלטת אובר־רולינג, ואינה עוסקת מהותית באופן שבו לדעת הרשות יש ליישם את הדין.

באשר לעמדת היועצת המשפטית לממשלה, זו הוגשה כאמור לבית המשפט, לבקשתו, במסגרת הדיון באותן תביעות נגזרות שהוגשו לאחרונה ועסקו בסוגיית האובר־רולינג וביישום הדין הרלוונטי על ידי נושאי המשרה שנגדם הוגשו התביעות.[45] עמדה זו מהווה לראשונה מאז חקיקת תיקון 20 התייחסות כוללת, מקיפה ונדרשת לאופן יישום הדין ביחס להחלטת האובר־רולינג. נוסף על סקירת הרקע הרלוונטי לסוגיית האובר־רולינג, ובניגוד לעמדת הרשות שתוארה לעיל, זו כוללת ניסיון לאפיין מקרים מיוחדים המצדיקים ביצוע אובר־רולינג ואת

40 דברי הסבר להצעת חוק תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים (אישור מיוחד ואי־התרת הוצאה לצורכי מס בשל תגמול חריג), התשע״ד–2014, ה״ח הממשלה 883.

41 ס׳ 2(א)(3) לחוק להגבלת שכר הבכירים בתאגידים פיננסיים.

42 שם, ס׳ 4.

43 איי.די.איי. חברה לביטוח בע״מ, דיווח על אובר־רולינג לגבי תגמול למנכ״ל מיום 29.5.2023.

44 עמדה משפטית מספר 101-28: גילוי בדבר אישור תגמול לנושא משרה או מדיניות תגמול על אף התנגדות האסיפה הכללית (Over Ruling) **רשות ניירות ערך** (5.12.2024) (להלן: עמדת הרשות).

45 למשל, תנ״ג (מחוזי ת״א) 50050-11-23 **קאשי נ׳ מטריקס אי. טי. בע״מ** (נבו 5.12.2024) (להלן: עמדת היועצת המשפטית). התייחסות היועצת המשפטית לממשלה לנימוקים השונים שהועלו לביצוע אובר־רולינג תובא בהמשך המאמר.

nevo.co.il

השיקולים שעל הדירקטוריון לשקול במקרים כאמור. בין היתר, מתייחסת עמדת היועצת המשפטית לנסיבות מיוחדות הקשורות לזהות המנכ"ל המכהן – נסיבות שצוינו כאמור גם בדברי ההסבר לחוק, ולהיצע מצומצם של כוח אדם פוטנציאלי בנסיבות הספציפיות של החברה; לנסיבות מיוחדות הקשורות לחברה המצדיקות את שימור היציבות והימנעות מחילופי כוח אדם; ולנסיבות מיוחדות הקשורות ליתרון היחסי של הדירקטוריון במקרה הספציפי שלפניו.[46] כמו כן, עמדת היועצת המשפטית מתייחסת גם לאופן שבו על הדירקטוריון ליישם את דרישת הדיון המחודש בתגמול לאחר התנגדות האספה הכללית, תוך שהיא מדגישה כי אין טעם כי תוכנו של דיון זה יהיה זהה או דומה לדיונים קודמים שנערכו לפני החלטת האספה הכללית. לעומת זאת, הודגש כי על הדירקטוריון לבחון שיקולים נוספים המצדיקים את העדפת עמדת הדירקטוריון על זו של האספה.[47] עוד מדגישה עמדת היועצת המשפטית כי בבחינת התנגדות האספה, על הדירקטוריון גם לבחון את שיעור המתנגדים להחלטת התגמול – בציינה כי ככל שזה גבוה יותר, כך נחלשת ההצדקה להתגבר על החלטת האספה הכללית.[48] עוד מעניין לציין כי עמדת היועצת המשפטית מדגישה כי ככל שהתגמול שאושר באובר־רולינג חורג יותר ממדיניות התגמול או מהתגמול שבו היו בעלי המניות תומכים – על בסיס המידע הקיים לעניין זה אצל הדירקטוריון, כך ההצדקה להחלטת האובר־רולינג צריכה להיות מובהקת יותר.[49] עוד מדגישה היועצת המשפטית בעמדתה כי על הנימוקים המפורטים לביצוע האובר־רולינג להיות נימוקים חדשים ביחס לאלו שהופיעו בזימון לאספה.[50] כמו כן, כוללת עמדת היועצת המשפטית גם התייחסות לסטנדרט הביקורת השיפוטית שלגישתה על בית המשפט להפעיל בבואו לבחון את החלטת האובר־רולינג שקיבל הדירקטוריון.

באשר למקרים שבהם רשאי הדירקטוריון לבצע אובר־רולינג, ולמען שלמות התמונה, נציין כי המחוקק סייג את האפשרות לבצע אובר־רולינג במקרה שבו מדובר על חברה נכדה ציבורית. במקרה כזה, כך לדעת המחוקק, ראוי שעמדת האספה הכללית תהיה מחייבת וסופית. זאת "בשל מאפייניה של חברה כאמור שבה לא קיימת התאמה בין יכולת השליטה של בעל השליטה לבין האינטרס ההוני שלו, וכתוצאה מכך גדל החשש לאישור תנאי כהונה והעסקה מופרזים שנועדו לתמרץ את נושאי המשרה לפעול בהתאם לאינטרסים אחרים שאינם עולים בהכרח בקנה אחד עם טובת החברה".[51] בנוסף, יש להזכיר כי דירקטוריון אינו יכול לבצע אובר־רולינג לגבי תגמול לנושא משרה או לעובד אחר בחברה שהוא בעל השליטה או קרובו – תגמול כאמור חייב לקבל את אישור האספה הכללית ברוב שאינו כולל את בעל השליטה או בעלי מניות אחרים שהם בעלי עניין אישי בהחלטה,[52] והחלטת האספה הכללית היא סופית. כמו כן, דירקטוריון אינו יכול לבצע אובר־רולינג לגבי התגמול לדירקטורים עצמם – תגמול

46 שם, בעמ' 2.
47 שם, בעמ' 3.
48 שם, בעמ' 4.
49 שם, בעמ' 5.
50 שם.
51 הצעת החוק, לעיל ה"ש 5, בעמ' 746.
52 ס' 275 לחוק.

כאמור נדרשים לאשר ועדת התגמול והדירקטוריון ולאחריהם האספה הכללית ברוב רגיל (מתוך כלל בעלי המניות).[53] נדגיש כי המדיניות לעניין תגמול לנושא משרה שהוא בעל השליטה או קרובו וכן לדירקטורים כלולה במסגרת מדיניות התגמול שעליה יכול הדירקטוריון לבצע אובר־רולינג.[54]

2. התייחסות המשפט המשווה למעורבות האספה הכללית בסוגיית התגמול לנושאי משרה

נדגיש כי מאחר שהמאמר מתמקד ביישום הדין הנוכחי – ולא בשאלה מהו הדין הראוי בנוגע לאופן קביעת התגמול לנושאי משרה, סקירת המשפט המשווה תתמקד גם היא בהסדר החוקי הרלוונטי במדינות שונות. כל זאת מבלי להכריע איזה הסדר עדיף, תוך הבנה כי הן מבנה השווקים והן התנהלות המשקיעים אינם זהים בין מדינה למדינה.

כאמור, מנגנונים המאפשרים לבעלי המניות לחוות את דעתם בנוגע לסוגיית התגמול לנושאי המשרה מכונים Say-on-Pay – או בקיצור, SOP. אנגלייה הייתה הראשונה לאמץ הוראה מסוג זה עבור חברות ציבוריות כבר בשנת 2002.[55] זאת, בעקבות דיון ציבורי ער בשאלת התגמול המנופח של נושאי משרה בחברות,[56] ולאחר שהוראות וולונטריות, לפיהן דו״ח שנתי לגבי התגמול לנושאי משרה יובא בפני בעלי מניות, לא סיפקו את הסחורה.[57] במסגרת החקיקה שאומצה אז נקבע כי מדי שנה יציגו הדירקטורים דו״ח מפורט על אודות מדיניות התגמול לנושאי המשרה, שבו יתוארו התגמול המוצע כמו גם הנימוקים לקביעתו.[58] כמו כן, נקבע כי דו״ח זה יעמוד לאישור האספה הכללית השנתית. אלא, שמאחר שנקבע גם כי זכאותו של נושא משרה לתגמול אינה תלויה באישור האספה הכללית, אישור זה למעשה היה מייעץ – ולא מחייב.[59]

53 הסעיפים העוסקים באובר־רולינג אינם חלים על תגמול לנושא משרה שהוא דירקטור שיש לאשר לפי ס׳ 273 לחוק על ידי הדירקטוריון והאספה הכללית מבלי שיש לדירקטוריון אפשרות לבצע אובר־רולינג. זאת, אלא אם מדובר על תגמול החורג ממדיניות התגמול של החברה, אז נדרש לאשר את התגמול ברוב מיוחד בהתאם לס׳ 267א(ב)(1) או (2) ורק אם מתקיימים שאר התנאים הקבועים בס׳ 273(ב).

54 ס׳ 267א לחוק.

55 The Directors' Remuneration Report Regulations 2002, SI 2002/1986.

56 Martin Conyon & Graham Sadler, *Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK*, 18 CORPORATE GOVERNANCE: AN INTERNATIONAL REV. 296, 297 (2010); Lee Roach, *The Directors' Remuneration Report Regulations 2002 and the Disclosure of Executive Remuneration*, 25 THE COMPANY LAWYER, 2 (2004).

57 שם, בעמ׳ 3–4.

58 שם, בעמ׳ 5; Konstantinos Stathopoulos & Georgios Voulgaris, *The Importance of Shareholder Activism: The Case of Say-on-Pay*, 24 CORPORATE GOVERNANCE (OXFORD) 359, 362 (2016).

59 Conyon & Sadler, לעיל ה״ש 56, בעמ׳ 298.

אחרי אנגלייה, גם ארצות הברית, אוסטרליה וכמה מדיניות באירופה (למשל, הולנד ונורווגיה) אימצו כולן הוראות המקנות לבעלי המניות זכות מסוימת להשמיע את קולם בסוגיה.[60]

אלא שבעוד ההוראה שאומצה אז באנגלייה קבעה שהצבעת האספה הכללית לגבי החלטות התגמול תהיה מייעצת, מדינות מסוימות באירופה (למשל שווייץ, הולנד ושוודיה) קבעו, בדומה לנקבע במסגרת תיקון 20, כי הצבעת האספה הכללית היא מחייבת.[61]

בהמשך, בשנת 2013 – על רקע מה שהמחוקק האנגלי תפס כתגובה רפה מצד דירקטורים להתנגדות שהביעו בעלי מניות למדיניות התגמול שהוצגה, השתנה מנגנון ה־SOP באנגלייה מקצה לקצה.[62] ראשית, נקבע כי מדי שלוש שנים תובא מדיניות תגמול (מקיפה יותר מזו שנדרשה החברה להציג על פי החקיקה שאומצה ב־2002)[63] לאישור האספה הכללית – שהצבעתה תהיה מחייבת.[64] עוד נקבע כי אם האספה הכללית לא אישרה את מדיניות התגמול, רק באספה הכללית השנתית הבאה יוכל הדירקטוריון להציע מדיניות תגמול מעודכנת, ועד אז תעמוד בתוקפה מדיניות התגמול האחרונה שאושרה.[65] כמו כן, לפי החקיקה החדשה, נקבע כי נדרשת גם הצבעה מייעצת של האספה הכללית לגבי דו"ח התגמול – בו על הדירקטוריון לתאר כיצד עמדה החברה במדיניות התגמול שנקבעה.[66] נציין עוד כי ההוראות כוללות גם התייחסות נפרדת לתגמול עבור סיום העסקה – שעליו להיות משולם על פי מדיניות התגמול.[67] בכל מקרה, הדירקטוריון יכול לסטות ממדיניות התגמול רק במקרה שבו האספה הכללית אישרה זאת בנפרד.[68] בחינת הוראות החוק מלמדת כי אין בדין האנגלי דרישה לאשר את החלטות האספה הכללית הנוגעות לתגמול ברוב מיוחד וכן כי על החלטות אלו של האספה הכללית אין הדירקטוריון יכול לבצע אובר־רולינג.

באשר למנגנון ה־SOP בדין האמריקאי – זה אומץ לראשונה בחקיקה כבר ב־2008 כדרישה מנדטורית במסגרת תוכנית ממשלתית שאומצה על ידי ממשל אובמה במטרה לחלץ חברות שעמדו על סף קריסה בעקבות המשבר הפיננסי שאירע באותה שנה. חברות שקיבלו סיוע במסגרת התוכנית חויבו לאפשר לבעלי מניותיהן להצביע הצבעה מייעצת לגבי התגמול לנושאי המשרה שלהן.[69] הרקע לאימוץ המנגנון בחקיקה היה לחץ ציבורי שהחל עוד קודם

60 Stathopoulos & Voulgaris, לעיל ה"ש 58, בעמ' 359.

61 שם, בעמ' 362; תלם, בנדר ומור, לעיל ה"ש 15, בעמ' 285.

62 Carsten Gerner-Beuerle & Tom Kirchmaier, *Say on Pay: Do Shareholders Care*, 9 DISCUSSION PAPER NO 751 (2016), וההפניות שם.

63 Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) Regulations 2008, SI 2008/410, Schedule 8, Paragraphs 4–5.

64 Enterprise and Regulatory Reform Act 2013, c. 24, Department for Business, Innovation & Skills.

65 Companies Act 2006, c. 46, s. 226D.

66 שם, 439A.

67 שם, 226C.

68 שם, 226B.

69 American Recovery and Reinvestment Act of 2009, Pub. L. No. 111–5, 123 Stat. 115; תלם, בנדר ומור, לעיל ה"ש 15, בעמ' 286; Jie Cai & Ralph A. Walkling, Shareholders' Say on

לכן ובא לידי ביטוי בפעילות אקטיבית נמרצת מצד בעלי מניות, שביקשו להביע את התנגדותם לתגמול שאותו אישר הדירקטוריון לנושאי משרה של החברה. זאת, הן על ידי דרישה, במסגרת זכותם להציע נושאים לסדר יומה של האספה הכללית, כי הצעות התגמול יובאו לאישור האספה הכללית[70] והן על ידי קמפיינים מצד בעלי מניות, שקראו להתנגד למינוי של דירקטורים על רקע השתתפותם באישור תגמול גבוה לנושאי משרה.[71] אף על פי שלחץ ציבורי זה בא לידי ביטוי בדבר חקיקה שביקש לקבוע מנגנון SOP והוצג לראשונה עוד ב־2007,[72] הביקורת הציבורית על רמות התגמול הגבוהות ועל תרומתן לנכונות של מנהלי החברות לקחת סיכונים מופרזים – סיכונים שגולגלו אל הציבור במסגרת המשבר הפיננסי, נתנה לקובעי המדיניות רוח גבית להשלים את המהלך.[73] זאת כאמור, ראשית, במסגרת תנאי תוכנית החילוץ שהציג הממשל האמריקאי בעקבות המשבר הפיננסי של 2008, ובהמשך, ב־2011, במסגרת רפורמת Dodd-Frank,[74] שנועדה להציג תיקונים נרחבים ברגולציה הפיננסית, כלקח מהמשבר. במסגרת זו נקבע, בין היתר, כי כל חברה ציבורית נדרשת להעלות את התגמול לנושאי המשרה של החברה להצבעת בעלי מניותיה מדי שלוש שנים. אלא שבניגוד להוראות תיקון 20 והדין האנגלי העדכני, מדובר בהצבעה מייעצת, ולא מחייבת. כלומר, אף אם בעלי המניות הצביעו נגד מדיניות התגמול, הדירקטוריון אינו חייב לערוך בה שינויים. כמו כן, נקבע כי הצבעה זו צריכה להתייחס לתגמול למנכ"ל החברה, לסמנכ"ל הכספים של החברה ולזה של לפחות שלושה נושאי משרה נוספים בעלי התגמול הגבוה ביותר. עוד, החברות נדרשות לפרסם מידע על התגמול לאותם נושאי משרה, לרבות את המדיניות הנוגעת לאותו תגמול ואת סכומי התגמול ששולמו להם בשלוש השנים שקדמו להצבעה. כלומר, הצבעה זו דומה יותר להצבעה על מדיניות התגמול הנדרשת על פי הדין הישראלי, ופחות להצבעה הנדרשת לגבי התגמול הספציפי למנכ"ל החברה. עוד נקבע כי מדי 6 שנים על החברה הציבורית לאפשר לבעלי המניות לקבוע כל כמה שנים על החברה לבקש את אישור האספה הכללית למדיניות התגמול ("Say-On-Frequency").[75]

לסיכומם של דברים, הדין החל באנגלייה כיום דומה יותר לזה הישראלי – ושניהם שונים מזה החל על חברות נסחרות בארצות הברית, במובן זה שגם לפיו אישור האספה הכללית מחייב. אלא שבעוד בישראל יש לאשר את מדיניות התגמול על פי רוב מיוחד, באנגלייה נדרש

Pay: Does It Create Value, 46 THE JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, 299, 304 (2011); Randall S. Thomas & Christoph Van der Elst, *Say on Pay around the World*, 92 WASH. U L. REV. 653, 659 (2015).

70 Cai & Walkling, שם, בעמ' 301; Thomas & Van der Elst, שם, בעמ' 659.

71 Stathopoulos & Voulgaris, לעיל ה"ש 58, בעמ' 365.

72 House Bill 1257: Shareholder Vote on Executive Compensation Act.

73 Fabrizio Ferri, *Say on Pay in* RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 319, 321 (Jennifer G. Hill & Randall S. Thomas eds., 2015).

74 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L. No. 111–203, 124 Stat. 1376.

75 Investor Bulletin: *Say-on-Pay and Golden Parachute Votes*, SEC (2011) https://tinyurl.com/ysn9kshx.

רוב רגיל. נראה כי הדבר תואם את ההתייחסות בדברי ההסבר ובדו"ח ועדת נאמן למבנה שוק ההון הישראלי, בו – להבדיל מארצות הברית ומאנגלייה, קיימות חברות רבות שלהן בעל שליטה שיש צורך לרסן את השפעתו על התגמול לנושאי המשרה של החברה.[76] בנוסף, בעוד בישראל יכול הדירקטוריון לבצע אובר־רולינג לגבי מדיניות התגמול, כאמור, לפי הדין החל באנגלייה, אין לדירקטוריון אפשרות שכזו, ויתר על כן, הוא אינו יכול להחיל מדיניות שלא אושרה על ידי האספה הכללית – וכל עוד זו המעודכנת לא אושרה, הוא חייב לפעול לפי המדיניות הקודמת. כמו כן, ובניגוד לדין הישראלי, באנגלייה, אישור האספה הכללית אינו נדרש ביחס לתגמול ספציפי לנושאי המשרה. אך בכל אופן, לפי הדין האנגלי הנוכחי, הדירקטוריון אינו מוסמך לאשר תגמול החורג ממדיניות התגמול שאושרה על ידי האספה הכללית מבלי לקבל לשם כך את אישור האספה הכללית. גם הדין האמריקאי אינו דורש את הצבעת בעלי המניות לגבי תגמול ספציפי, אלא רק לגבי מסגרת התגמול לנושאי המשרה.

ג. ראיות וניתוח

1. מתודולוגיה

לצורך ניתוח המקרים שבהם ביצעו דירקטוריונים שונים אובר־רולינג מאז שחוקק תיקון 20, בחנו את הדיווחים של החברות המדווחות המופיעים באתר מאי"ה[77] החל מכניסת תיקון 20 לתוקף בשנת 2012 ועד ה־31 בדצמבר 2024, היום שבו סיימנו את איסופם.[78]

למרבה הצער, מאחר שרשות ניירות ערך אינה דורשת מהחברות המדווחות לדווח על ביצוע אובר־רולינג בטופס מיוחד, לצורך איתור הדיווחים נאלצנו לבצע חיפוש מורכב שהתבסס, בין השאר, על מילות מפתח שונות. למיטב ידיעתנו, הצלחנו למצוא את הרוב המוחלט של הדיווחים מאז תיקון 20 ועד סיום איסוף הנתונים – סה"כ 141 דיווחים.

76 דוח הוועדה, לעיל ה"ש 6, בעמ' 15; דברי ההסבר להצעת החוק, לעיל ה"ש 5, בעמ' 743. בישראל, נכון לשנת 2020, היו 88% מהחברות הנסחרות בישראל עם בעל שליטה (משרד המשפטים, מצגת בנושא תזכיר חוק החברות (ממשל תאגידי בחברות ציבוריות שאין בהם בעל שליטה), התשפ"א–2021, https://www.runi.ac.il/media/bhicvgtb/law-company.pdf). לעומת זאת, נכון לשנת 2017, בארצות הברית ובאנגלייה בפחות מ־10% ומ־20% (בהתאמה) מהחברות הנסחרות בבורסה היו בעלי מניות המחזיקים מעל 50% מהמניות של החברה (De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019), "Owners of the World's Listed Companies", OECD Capital Market Series, Paris, www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm).

77 מאי"ה – מערכת אינטרנט להודעות של אתר הבורסה לניירות ערך בתל אביב.

78 הנתונים כוללים גם דיווחים של שותפויות ציבוריות שהשותף הכללי בהן כפוף להוראות דומות לאלו שנקבעו במסגרת תיקון 20 ואומצו בפקודת השותפויות [נוסח חדש], התשל"ה–1975 במסגרת הצעת חוק לתיקון פקודת השותפויות (מס' 5) (ממשל תאגידי בשותפות מוגבלת ציבורית), התשע"ד–2014.

נציין כי בחלק מהדיווחים מעדכנת החברה על יותר מהחלטת אובר־רולינג אחת. כלומר, באותו דיווח מתארת החברה כי הדירקטוריון קיבל שתי החלטות אובר־רולינג – למשל, אחת ביחס למדיניות התגמול ואחת ביחס לתגמול למנכ״ל. לפיכך, במסגרת המיפוי, בחנו לא רק כמה **דיווחים** על ביצוע אובר־רולינג פורסמו, אלא גם את מספר ההחלטות שהתקבלו במסגרת אותם הדיווחים, אותן סיווגנו לפי סיווגים שונים.

כמו כן, לצורך ניתוח היחס בין החלטות האובר־רולינג שהתקבלו על ידי הדירקטוריון לבין החלטות בנושא תגמול שנדחו על ידי האספה הכללית – עליהן ניתן לבצע אובר־רולינג, ערכנו בחינה מקיפה של דיווחי תוצאות אספות כלליות שפורסמו במערכת המידע של רשות ניירות ערך (מגנ״א)[79] בין השנים 2020–2024. באמצעות כריית נתונים (Data Scraping) מהמערכת, נאספו נתונים על למעלה מ־24,000 החלטות שהובאו לאישור האספות הכלליות במהלך תקופת המחקר. ערכנו סינונים נוספים במטרה להתמקד באותן החלטות בנושאי תגמול שלא אושרו על ידי האספה הכללית וניתן היה לבצע עליהן אובר־רולינג.[80]

2. ממצאים, ניתוח ומסקנות

מיפוי הדיווחים העלה כי 100 חברות שונות החליטו על ביצוע אובר־רולינג ב־162 מקרים אשר פורסמו ב־141 דיווחים. כלומר, ב־21 דיווחים דיווחו החברות על כך שדירקטוריון החברה קיבל שתי החלטות אובר־רולינג. החלטת האובר־רולינג הראשונה שאיתרנו התפרסמה ב־21 במאי 2013. החלטת האובר־רולינג האחרונה שפורסמה בתקופה אותה מיפינו פורסמה ב־17 בנובמבר 2024.

(א) מיפוי החלטות אובר־רולינג לפי שנים

תיקון 20 אִפְשֵׁר לדחות את תחולת הוראותיו הנוגעות לאישור מדיניות התגמול לשלהי 2013.[81] לכן, נתוני שנת 2013, שבה התקבלו 6 החלטות אובר־רולינג, אינם מייצגים שנה מלאה. במהלך שנת 2014 – כאשר עד לסופה חלפה לפחות שנה מאז שתיקון 20 נכנס לתוקף במלואו, התקבלו 33 החלטות על ביצוע אובר־רולינג.

בהמשך, בין השנים 2015 עד 2016, ניתן לראות ירידה בכמות החלטות האובר־רולינג – עד ל־7 החלטות בשנת 2016. מגמה זו השתנתה ב־2017, אז שוב נראית עלייה בהיקף השימוש באובר־רולינג, עם 22 החלטות אובר־רולינג באותה שנה. בשנים 2018 עד 2019 התקבלו בכל שנה מספר נמוך יחסית של החלטות אובר־רולינג. לעומת זאת, בשנת 2020 התקבלו 16 החלטות אובר־רולינג.

79 מגנ״א – **מ**ערכת **ג**ילוי **נ**אות **א**לקטרונית.

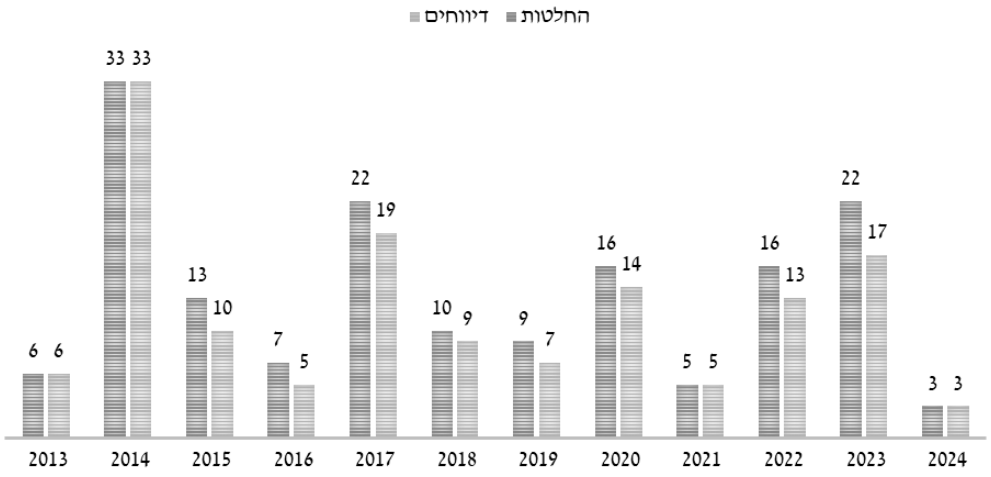
80 מיפוי תוצאות האספות הכלליות אינו כולל אספות כלליות של חברות דואליות, מאחר שאלו אינן נדרשות לדווח על תוצאות האספה בטופס של רשות ני״ע, אלא מצרפות את הדיווח שלהן (Form 6-K) בטופס דיווח מיידי C002 שיכול לכלול דיווחים מיידיים בכל נושא. כמו כן, המיפוי כולל תוצאות אספות כלליות של מחזיקי יחידות השתתפות בשותפויות ציבוריות, בהמשך לאמור בה״ש 78.

81 ס׳ 12 לחוק החברות (תיקון מס׳ 20), התשע״ג–2012.

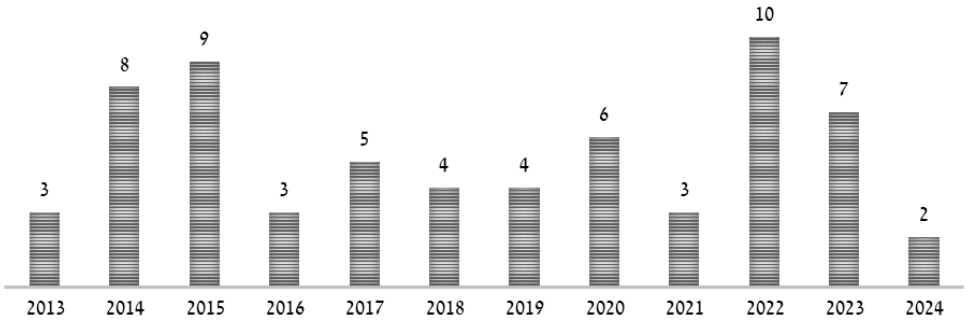
אחרי ששוב בשנת 2021 התקבלו יחסית מעט החלטות אובר־רולינג, בשנים 2022 ו־2023 התקבלו מספר רב יחסית של החלטות אובר־רולינג — 16 ו־22 החלטות, בהתאמה. בשנת 2024, עד לסיום איסוף הנתונים על ידינו בחודש דצמבר, התקבלו רק 3 החלטות אובר־רולינג.

תוצאות מיפוי ההחלטות מוצגות בתרשים 1, בו מוצגת **כמות הדיווחים** על ביצוע אובר־רולינג בחלוקה שנתית, ולצידה **כמות החלטות** האובר־רולינג אשר יכולה להיות, כאמור לעיל, גדולה ממנה. כמו כן, בתרשים 2 מוצג בנפרד מיפוי החלטות אובר־רולינג שבוצעו לגבי תגמול למנכ"ל על פי סעיף 272(ג1)(1)(ג).

תרשים 1: אובר־רולינג לפי שנים



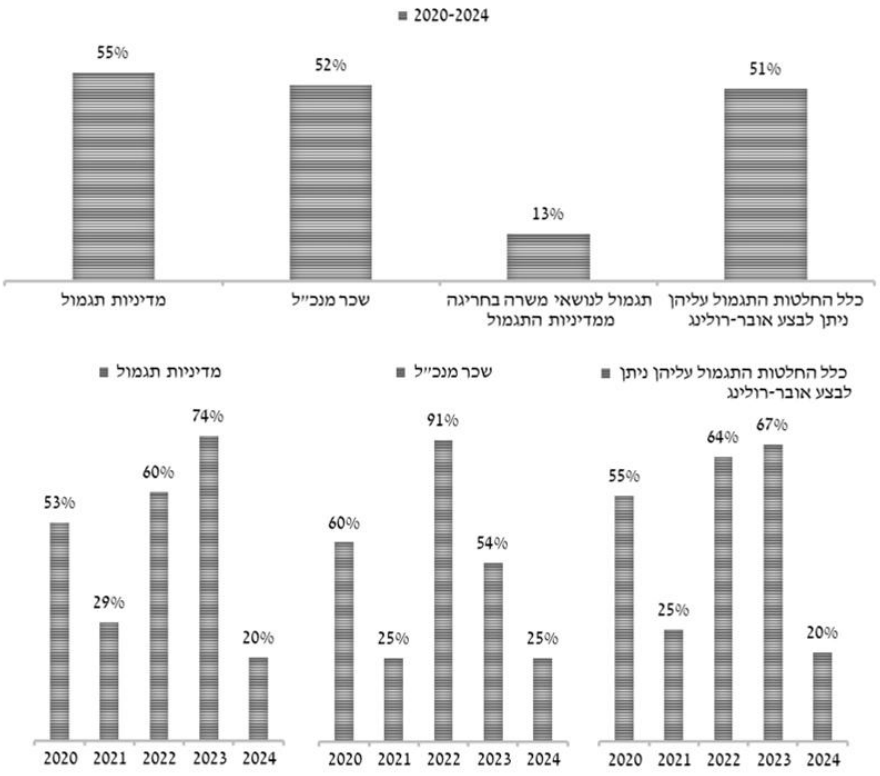
תרשים 2: אובר־רולינג לגבי תגמול למנכ"ל לפי שנים



נתונים אלו הופכים למשמעותיים שבעתיים כאשר בוחנים אותם ביחס לסך ההחלטות בנושאי תגמול שנדחו על ידי האספה הכללית עליהן ניתן היה לבצע אובר־רולינג.[82] כך, בין השנים 2020 ל־2024, ב־51% מהמקרים שבהם האספה הכללית לא אישרה את החלטת התגמול שהובאה בפניה – והיה מדובר בהחלטה עליה יכול היה הדירקטוריון לבצע אובר־רולינג, אכן בחר הדירקטוריון באפשרות זו. בשנת 2022 ובשנת 2023 הרקיע נתון זה ל־64% ול־67% מהמקרים, בהתאמה. לא זו אף זו, בשנת 2022 בוצע אובר־רולינג לגבי 91% מההחלטות שלא לאשר את התגמול שהציעה החברה למנכ"ל ולגבי 60% מההחלטות שלא לאשר את מדיניות התגמול. כלומר, באותן שנים, במרבית המקרים שבהם החליטה האספה הכללית לדחות הצעה שהדירקטוריון הביא בפניה ואשר עליה ניתן היה לבצע אובר־רולינג, הדירקטוריון אכן בחר לעשות כן.

תוצאות מיפוי החלטות האובר־רולינג בין השנים 2020–2024 ביחס להחלטות בנושאי תגמול שלא אושרו על ידי האספה הכללית וניתן לבצע לגביהן אובר־רולינג מוצגות בתרשים 3.

תרשים 3: אובר-רולינג מסך החלטות התגמול שנדחו ע"י האספה



82 לצורך חישוב נתון זה לא התחשבנו בהחלטות אובר־רולינג שהתקבלו בחברות דואליות – החלטות שכן הובאו בחשבון בשאר המיפויים שערכנו. זאת מאחר שכאמור לעיל גם במיפוי תוצאות האספות הכלליות לא נכללו תוצאות האספות הכלליות של חברות דואליות.

על רקע הנתונים האמפיריים, ובניסיון להסביר את שינויי המגמות בהיקף השימוש באובר־רולינג לאורך השנים, התחקינו אחר תהליכים ציבוריים ורגולטוריים שונים שאירעו מאז חקיקת תיקון 20 הקשורים בסוגיית התגמול לנושאי משרה. בהתאם, ננסה להציע הסברים אפשריים לתוצאות האמפיריות.

ראשית נציין כי על רקע האמירות שנשמעו במהלך הדיונים על התיקון לחוק, לפיהן אף דירקטוריון לא יעז לקבל החלטה מנוגדת להחלטתה של האספה הכללית, כמות החלטות האובר־רולינג שהתקבלו בשנים 2013–2014 – מייד עם כניסת תיקון 20 לתוקף – נראית גבוהה למדי, הגבוהה ביותר מאז כניסת החוק לתוקף.[83]

כהסבר אפשרי אחד לכמות גבוהה זו של החלטות אובר־רולינג, נציע לראות בכך מעין תגובת נגד מצד מנהלי החברות, אשר למעשה לא קיבלו את הטענות שעלו לגבי היות התגמול מופרז – טענות שעוררו מלכתחילה את הצורך בתיקון 20, בדומה ללחץ הציבורי שקדם לאימוץ מנגנוני SOP בעולם. נזכיר, כי התיקון עלה כ"פשרה", על רקע הצעה להגביל את התגמול בחקיקה. במובן זה, ייתכן שניתן לראות בשימוש המוגבר באובר־רולינג – בניגוד לציפיות, כמעין איתות מצד אותן הנהלות ודירקטוריונים כי הם אינם מרוצים מהעברת כוח ההכרעה בסוגיות התגמול לאספה הכללית, ולכן ייתכן שבחרו להשתמש באפשרות לבצע אובר־רולינג ביתר שאת כדי להתגבר על העברת כוח כפויה זו. הרי שימוש שכזה הופך למעשה, בניגוד לכוונת המחוקק, את החלטת האספה הכללית להחלטה מייעצת. כמו כן, מאחר שמדובר בהתנסויות ראשונות של הדירקטוריונים באובר־רולינג, סביר כי החברות שבחרו להשתמש בכלי זה עשו מעין "בדיקת גבולות" – מבלי שהיה להן בסיס להניח כי ביצוע אובר־רולינג יהיה כרוך באובדן מוניטין או בתגובת שוק שלילית. לעניין זה אף נציין כי באחד הדיווחים הראשונים על ביצוע אובר־רולינג, לא הובא כל נימוק לגבי ההחלטה, והדיווח מתמצה בחזרה תמציתית ולקונית על נוסח החוק.[84] כלומר, באותו מקרה הדירקטוריון התעלם מהדרישה לפרט את הנימוקים לביצוע האובר־רולינג על ידו.

את מגמת הירידה בכמות ההחלטות על ביצוע אובר־רולינג בין שנת 2015 לשנת 2016 ייתכן שניתן לייחס לעיסוק המתחדש בסוגיית התגמול לנושאי משרה בחברות הנסחרות החל משנת 2014 כמעין תנועת מטוטלת:

על מנת להמחיש טיעון אפשרי זה, נגדיר את תחילת עיסוק המחוקק בסוגיית התגמול לבכירים בהגשתן של כמה הצעות חוק פרטיות, בין השנים 2002–2009, אשר ביקשו להגביל את התגמול על ידי הקטנת פערי השכר בין העובדים בחברה (מבלי לקבוע הגבלה כמותית).[85] הצעות אלו אומנם לא הבשילו לחוק, אך כאמור בשנת 2010 החליטה הממשלה על הקמתה של ועדת נאמן, אשר עסקה בנושא והגישה את מסקנותיה בשנת 2011 – מסקנות שעל בסיסן נוסח תיקון 20, אשר נכנס כאמור לתוקף בסוף שנת 2012 (וחלקים ממנו במהלך שנת 2013). נראה כי באותן שנים היה ההד הציבורי בדבר התגמול לנושאי משרה בשיאו – שיא שגם המחאה

83 נזכיר כי שנת 2013 אינה מייצגת שנה מלאה מאחר שהתיקון אפשר לחברות לדחות את מועד יישומו לראשונה לשלהי שנת 2013.

84 אר.אס.אל. אלקטרוניקה בע"מ, דיווח על אובר־רולינג לגבי מדיניות התגמול מיום 30.11.2013.

85 למשל, הצעת חוק להקטנת פערי השכר במשק, התשס"ט–2009 פ/1249.

החברתית של שנת 2011 בוודאי תרמה לו.[86] אלא שלמרות שהעיסוק בסוגיית התגמול אכן הוליד שינוי חקיקה, ניתן לטעון כי לפחות במובן מסוים חקיקת תיקון 20 כאילו אותתה למנהלי החברות על הנמכת הלהבות. זאת מאחר שבסופו של דבר המחוקק – בעקבות מסקנות ועדת נאמן ובניגוד להצעות החוק הפרטיות, למעשה ויתר על ההתערבות הישירה בגובה התגמול, והסתפק ב"התערבות עקיפה במנגנוני קבלת ההחלטות".[87] ואכן, כאמור, בשנים 2013–2014, ובניגוד לאמירות שנשמעו לאורך הליך החקיקה, התקבלו מספר רב של החלטות אובר־רולינג. על רקע זה, ייתכן שאפשר להבין מדוע מנהלי החברות למעשה המשיכו בדרכם – באמצעות האפשרות של ביצוע אובר־רולינג, גם כאשר הפרוצדורה שאושרה במסגרת תיקון 20 הקשתה עליהם לאשר שכר גבוה.[88] במובן זה, נראה שאפשר לטעון כי לפחות חלק מהחברות התייחסו לפרוצדורה שנקבעה במסגרת תיקון 20 כהמלצה לא מחייבת שניתן להתגבר עליה בקלות באמצעות אובר־רולינג – אשר, לפרשנותן, נועד בדיוק למטרה זו. במילים אחרות, הממצאים עשויים לרמוז כי התיקון לא נתפס כשינוי מהותי, אלא כבעל השפעה פרוצדורלית ותו לא, שבסופו של דבר מאפשר לאשר את התגמול המבוקש גם כשאינו זוכה לתמיכת בעלי המניות.

אלא שכבר באפריל 2014 חזר לסדר היום העיסוק בתגמול נושאי המשרה הבכירים – שהתמקד אז באלו המכהנים בגופים הפיננסיים.[89] העיסוק המחודש בנושא היה בהובלתו של יאיר לפיד, שהיה אז שר האוצר, וסופו בחקיקת החוק להגבלת שכר הבכירים בתאגידים פיננסיים. חוק זה אומנם לא קבע רף כספי מוחלט לתגמול לנושא משרה בתאגידים פיננסיים, אך קבע (בין היתר) כי אישור תגמול לנושא משרה שההוצאה בגינו גבוהה מ־2.5 מיליון ש"ח בשנה מצריך את אישור האספה הכללית[90] – החלטה שלגביה, כאמור, הדירקטוריון אינו רשאי לבצע אובר־רולינג. חקיקת החוק לוותה בדיון ציבורי נרחב בעד ונגד החוק,[91] דיון שאף מצא את מקומו בבג"ץ בעקבות עתירת איגוד הבנקים ואיגוד חברות הביטוח נגד החוק.[92]

86 הנושא זכה גם להתייחסות הוועדה לשינוי כלכלי חברתי (ועדת טרכטנברג): ראו הוועדה לשינוי כלכלי חברתי **דו"ח הוועדה** 29 (2011); תלם, בנדר ומור, לעיל ה"ש 15, בעמ' 284.

87 הצעת החוק, לעיל ה"ש 5, בעמ' 742.

88 ואכן, מחקר שהתפרסם לאחרונה מלמד כי בשנים אלו נבלם במידה מסוימת המשך הירידה בתגמול לנושאי משרה, שהחלה בשנת 2007. בשנת 2013, במקביל לכניסתו לתוקף של החוק, אף נראה כי חל גידול בתגמול האמור: ד"ר מיטל גראם רוזן "תגמול בכירים בחברות ציבוריות בישראל" **בנק ישראל** (יולי 2024) https://tinyurl.com/bp8ybthf (להלן: מחקר תגמול בכירים). מחקר שערכה פירמת הייעוץ BDO זיו האפט גם מלמד שרגע אחרי חקיקת תיקון 20 נצפתה דווקא עלייה בתגמול שהתבקשו בעלי המניות לאשר לנושאי המשרה הבכירים במסגרת מדיניות התגמול. כך שנראה שהציפייה שעצם התיקון יצנן את התגמול התבדתה: אלי שמעוני "שכר הבכירים: החגיגה עולה מדרגה" **כלכליסט** (19.8.2013) https://tinyurl.com/mr2zre36.

89 משרד האוצר "משרד האוצר נוקט בצעדים שיגבילו את שכר הבכירים במוסדות הפיננסים ובגופים המנהלים את כספי הציבור" (הודעת דוברות 6.4.2014)

90 ס' 2(א)(3) לחוק התגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים.

91 ראו למשל סטלה קורין ליבר, רון שטיין ועמירם ברקת "חשש: החוק להגבלת שכר הבכירים יבריח חברות היי־טק מהבורסה" **גלובס** (21.3.2016) https://tinyurl.com/4vbe48jr; עמירם ברקת "החוק להגבלת שכר הבכירים ייצור מצב שבו אנשים בינוניים ינהלו את הפנסיות שלנו" **גלובס** (23.5.2016) https://tinyurl.com/bdcu5wr4. נציין לעניין זה כי מחקר שפרסם לאחרונה

ואכן, כאמור, בשנים 2015–2016 התקבלו מעט מאוד החלטות על ביצוע אובר־רולינג. אם כן, ייתכן שניתן לסמן את "חידוש" העיסוק בנושא התגמול לנושאי משרה – עד להשלמת החקיקה של חוק התגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים, כבעל אפקט מצנן על השימוש באובר־רולינג. למעשה, ניתן אולי להניח כי עצם הדיון המחודש בנושא התגמול לבכירים צינן מראש את ציפיות השכר של נושאי המשרה הבכירים אשר מחייבות את אישור האספה הכללית גם בשאר החברות בכמה היבטים. ראשית, ייתכן כי עצם קביעתו של רף תגמול – גם אם אינו נוקשה, של 2.5 מיליון ש"ח, הפחית את דרישות התגמול מצד נושאי משרה בכירים בחברות שאינן פיננסיות (אולי לפחות בלם את עלייתן). לעניין זה נזכיר כי גם הגופים המוסדיים עצמם כפופים לחוק זה. ואכן, היו בזמנו מי שטענו כי בשל כך הגופים המוסדיים יתנגדו לתגמול העולה על הרף לו הם עצמם כפופים.[93] עניין זה עשוי היה לתרום להתכנסות התגמול המוצע לאישור האספה הכללית לתגמול נמוך יותר, שאיתו יוכלו הגופים המוסדיים "לחיות", ומכאן גם לירידה בשימוש באובר־רולינג.[94] שנית, ניתן לראות בעצם חקיקת החוק וקביעה לראשונה של רף כמותי כהוצאה לפועל של "איום" המחוקק לעשות כן, דבר שעשוי היה להרתיע חברות שאינן פיננסיות מהמשך התנהלות כתמול שלשום שמא המחוקק ישתמש באותו מקל – שכבר העז להשתמש בו כלפי החברות הפיננסיות, גם כלפיהן – איום שגם נשמע בהליך החקיקה.[95]

הסבר אפשרי אחד למספר החלטות האובר־רולינג הגבוה יחסית בשנת 2017 – בה התקבלו 22 החלטות אובר־רולינג, הוא סיום הליך חקיקת החוק להגבלת שכר הבכירים בתאגידים פיננסיים מבלי שיכלול לבסוף הגבלות על התגמול לנושאי משרה בשאר החברות. ייתכן שהיה בכך כדי לאותת לאותן החברות, שאינן תאגידים פיננסיים, כי הן יכולות להמשיך בדרכן מבלי לחשוש מ"המקל" שהונף בפני התאגידים הפיננסיים. כך, גם במקרים שבהם התגמול נדחה על ידי האספה הכללית, באמצעות ביצוע אובר־רולינג. כאפשרות אחרת נציע כי, כפי שנטען שיקרה, בעקבות החלת המגבלות על התגמול לנושאי המשרה בגופים המוסדיים (הנכללים בהגדרת תאגידים פיננסיים), אלו הפכו נוקשים יותר כלפי אישור תגמול מופרז לנושאי משרה בחברות אחרות. למעשה ייתכן שחברות שלא היו מוכנות לפעול לפי "כללי המשחק החדשים" הרחיבו את השימוש באובר־רולינג כדי להתגבר על המכשול. כך או כך, העלייה בשימוש

בנק ישראל מלמד כי לא התממשו האיומים שנשמעו לאורך הליך חקיקת החוק להגבלת שכר הבכירים בתאגידים פיננסיים – לפיהם החקיקה תפגע בביצועי הבנקים: ד"ר מיטל גראם רוזן "יעילות חוק שכר הבכירים: עדות מישראל" **בנק ישראל** (יולי 2024) https://tinyurl.com/yv68u6dj.

92 בג"ץ 4406/16 **איגוד הבנקים בישראל נ' כנסת ישראל** (נבו 29.9.2016).

93 איתן אבריאל "תמות נפשי עם פלישתים. אם אני לא אקבל שכר של מיליונים, מה פתאום שהם יקבלו?" **דה־מרקר** (5.6.2016) https://tinyurl.com/4veahb3. לפי מסקנותיה של פירמת הייעוץ BDO זיו האפט ממחקר שערכה בשנת 2018, אכן כך היה: אביב לוי "חוק שכר הבכירים ממשיך להשפיע: שכר המנכ"לים ירד ב־2018 בעוד 5%" **גלובס** (4.4.2019) https://tinyurl.com/527ukasn.

94 מחקר תגמול בכירים, לעיל ה"ש 88, בעמ' 25 תומך במסקנה זו.

95 ליבר, שטיין וברקת, לעיל ה"ש 91; רחלי בינדמן ורעות שפיגלמן "יו"ר ועדת הכספים: 'חוק הגבלת השכר עשוי להתרחב לכלל החברות במשק'" **כלכליסט** (11.7.2016) https://tinyurl.com/3p944azy.

באובר־רולינג בשנת 2017 מרמזת, לפחות במידה מסוימת, כי הלך הרוח הציבורי לא עשה הרבה רושם על אותן חברות ציבוריות שהחליטו לבצע אובר־רולינג ועל נושאי המשרה שלהן.

מגמת הירידה בהיקף השימוש באובר־רולינג על פני התקופה שבין שנת 2018 לשנת 2019 השתנתה שוב בשנת 2020, בה התקבלו מספר גבוה יחסית של החלטות אובר־רולינג. כהסבר אפשרי אחד לכך, נציין כי באמצע שנת 2019 התעורר עניין ציבורי רב סביב אישור תגמול גבוה במיוחד למנכ"ל חברת שיכון ובינוי בע"מ.[96] אנטרופי – שהייתה אז הגוף המייעץ הדומיננטי בשוק, המליצה לגופים המוסדיים לתמוך באישור התגמול החריג. בעקבות זאת, עלו טענות כי המלצה זו של אנטרופי נגועה בניגוד עניינים, ואף נטען כי במקרים רבים היא תמכה באישור החלטות שעלו על סדר יומן של אספות כלליות של חברות שלהן היא סיפקה שירותים אחרים בשכר.[97] עוד נציין כי בהמשך, ובעקבות הביקורת הרבה על התנהלותה, אנטרופי הלכה וצמצמה את היקף פעילותה. מצד אחד, על רקע האירועים הללו, ובעיקר אישור התגמול החריג בהיקפו למנכ"ל חברת שיכון ובינוי, ייתכן כי היקף השכר שהתבקשו בעלי המניות לאשר בשנת 2020 הלך וגדל. מנגד, ייתכן כי צמצום פעילותה של חברת אנטרופי וההד הציבורי השלילי על היקף התגמול שאושר תרמו להרחבת המקרים שבהם התנגדו בעלי המניות לאישור התגמול. שני אלה במקביל עשויים יחד להסביר את הרחבת השימוש באובר־רולינג בתקופה זו. מחקר אמפירי נוסף נדרש כדי לאשש הסבר זה.

כך או כך, לאחר שבשנת 2021 התקבלו יחסית מעט החלטות אובר־רולינג, בשנת 2022 ובשנת 2023 התקבל שוב, בכל שנה, מספר דו־ספרתי של החלטות אובר־רולינג, אשר היוו, כאמור לעיל, יותר מ־65% מהמקרים שבהם האספה הכללית לא אישרה את החלטת התגמול שהובאה לאישורה.

נציין כי הנתון לגבי מספר החלטות האובר־רולינג שהתקבלו בשנת 2022 חורג מהמחזוריות אותה ניתן לזהות בהיקף השימוש באובר־רולינג: מאז שנת 2014 ועד שנת 2022, מדי שלוש שנים, ניתן לזהות "שיאים" של החלטות אובר־רולינג. מחזוריות זו תואמת את העובדה כי לפי החוק, את מדיניות התגמול יש לאשר לפחות מדי שלוש שנים.[98] נתון זה גם תואם את התוצאות בתרשים 2, המראות כי באותן שנים שבהן מספר החלטות האובר־רולינג גבוה במיוחד, רוב החלטות האובר־רולינג היו לגבי מדיניות התגמול. לעומת זאת, בשנת 2022 – שכאמור חורגת מאותה מחזוריות, רוב החלטות האובר־רולינג היו ביחס לתגמול למנכ"ל.

היקף השימוש הגבוה בהחלטות אובר־רולינג בשנים 2022–2023, ובמיוחד – כפי שנראה בהמשך, ביצוע אובר־רולינג גם במקרים שבהם הנימוקים שהציג לכך הדירקטוריון אינם משכנעים דיים, עוררו את הדיון בנושא והוציאו אותו מחדרי הדיונים אל פני השטח. הדיון

96 רחלי בינדמן "אייל לפידות ירוויח בשיכון ובינוי 43% יותר מהשכר הכולל של הבכירים שקדמו לו" **כלכליסט** (17.4.2019) https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3760585,00.html.

97 רחלי בינדמן "ברקת פרסם דוח ביקורת על ניגודי העניינים של אנטרופי: המוסדיים מסתמכים עליה באופן עיוור" **כלכליסט** (7.12.2019) https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3775290,00.html.

98 ס' 267א(ד) לחוק.

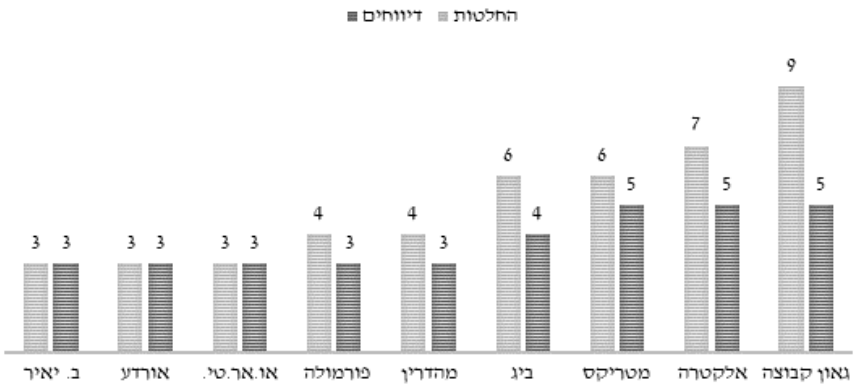
הציבורי הער בנושא הלך והתגבר עם קריאותיהם של בעלי מניות שלא לחדש את כהונתם של דירקטורים שהשתתפו בהחלטות אובר־רולינג מסוימות. הנושא עלה לכותרות במיוחד לאחר שקריאות אלו אכן הביאו לאי־חידוש כהונתם של כמה דירקטורים חיצוניים. נוכח השתלשלות זו עלו גם טענות שונות באשר להתנהלותם של אותם גופים מוסדיים שהצביעו נגד חידוש כהונתם של הדירקטורים האמורים.[99] השיח הער לצד תגובת הגופים המוסדיים נתנו בוודאי את אותותיהם והביאו לצניחה דרמטית בהיקף השימוש בהחלטות אובר־רולינג בשנת 2024.

(ב) מיפוי דיווחים והחלטות אובר־רולינג לפי חברות

בתרשים 4 מוצגות חברות שפרסמו במהלך התקופה שבחנו לפחות שלושה דיווחים על ביצוע אובר־רולינג. לצד מספר הדיווחים על ביצוע אובר־רולינג שפרסמה כל חברה, מוצג גם מספר החלטות האובר־רולינג שהתקבלו לאורך התקופה. ברוב המוחלט של המקרים שבהם בדיווח על ביצוע אובר־רולינג נכללו שתי החלטות, מדובר על החלטת אובר־רולינג לגבי מדיניות התגמול (לפי סעיף 267א(ג) לחוק) ולגבי תנאי התגמול למנכ"ל (לפי סעיף 272(ג1)(1)(ג) לחוק).

שיאניות השימוש באובר־רולינג הן קבוצת גאון בע"מ, אלקטרה בע"מ, מטריקס אי.טי בע"מ וביג מרכזי קניות בע"מ. הדירקטוריונים של גאון, אלקטרה ומטריקס קיבלו בעשור האחרון 9 החלטות, 7 החלטות ו־6 החלטות (בהתאמה) על ביצוע אובר־רולינג, אשר פורסמו ב־5 דיווחים נפרדים. גם בביג לאורך העשור האחרון קיבל הדירקטוריון 6 החלטות אובר־רולינג, אשר פורסמו ב־4 דיווחים נפרדים.

תרשים 4: אובר־רולינג לפי חברות



99 ראו דיון בהמשך.

הממצאים מלמדים כי ישנן חברות שעושות שימוש סדרתי באובר־רולינג – שימוש שלדעתנו מלמד, מטבעו, על שימוש החשוד כי אינו מגשים את כוונת המחוקק. זאת מאחר שכפי שעולה מהרקע לתיקון 20 ומהליך החקיקה, השימוש באובר־רולינג נועד להישמר למקרים חריגים ומיוחדים.

נתון זה חריג במיוחד כשנבחן ביחס למספר החלטות התגמול שלא אושרו באספה הכללית בשנים 2020–2024 – בחברות גאון, מטריקס, ביג ואו.אר.טי, ב־100% מהמקרים בהם האספה הכללית לא אישרה את החלטת התגמול, ומדובר בהחלטה עליה יכול הדירקטוריון לבצע אובר־רולינג, אכן קיבל הדירקטוריון החלטה לבצע אובר־רולינג. באלקטרה ובמהדרין היה כך ב־75% וב־80% מהמקרים, בהתאמה.

כלומר, ב־10 השנים האחרונות הדירקטוריונים של קבוצת גאון, אלקטרה, מטריקס ביג ועוד סברו שרוב בעלי המניות שאינם מקרב בעלי השליטה אינם מקבלים את ההחלטה הנכונה לגבי נושא התגמול בחברה, ולכן יש להתעלם מהחלטתם.

מסקנה אחרת היא שחברות אלו אינן מנסות או אינן מצליחות לשכנע את בעלי מניותיהן לגבי נכונות הצעותיהן בנושא התגמול לנושאי המשרה שלהן ולכן עושות שימוש סדרתי באובר־רולינג, אף כאשר הדבר אינו בהתאם לכוונת המחוקק. על פי מסקנה זו, שימוש חוזר ונשנה בכלי זה על ידי חברה עשוי ללמד יותר על ממשל תאגידי חלש מאשר "שנפלה שגגה באספה הכללית".[100]

(ג) מיפוי החלטות אובר־רולינג לפי סוג ההחלטה

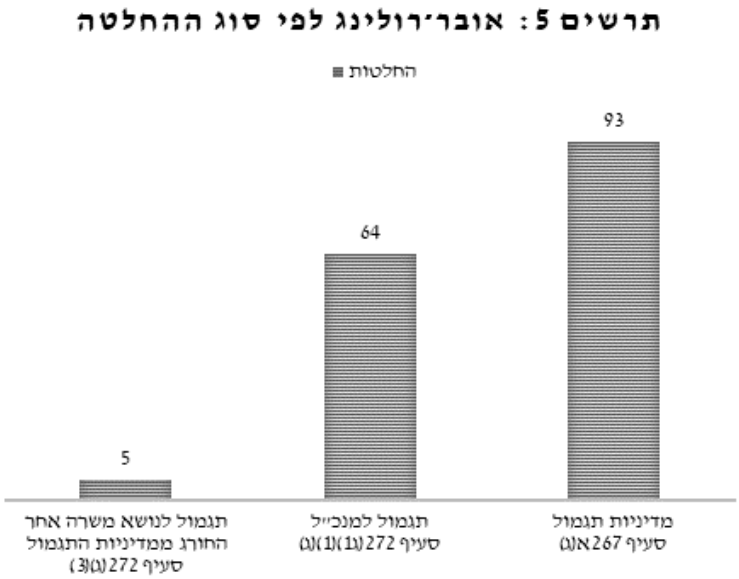
בתרשים 5 מוצגות החלטות האובר־רולינג בחלוקה לפי סוג ההחלטה: אובר־רולינג על התנגדות האספה לאישור מדיניות התגמול לפי סעיף 267א(ג) לחוק; אובר־רולינג על התנגדות האספה לאישור תגמול למנכ"ל לפי סעיף 272(ג1)(1)(ג) לחוק; אובר־רולינג על התנגדות האספה לאישור תגמול לנושא משרה אחר שהוא בחריגה ממדיניות התגמול לפי סעיף 272(ג)(3) לחוק.

כפי שניתן היה לצפות, במרבית המקרים החלטת האובר־רולינג התייחסה לאישור מדיניות תגמול לפי סעיף 267א(ג) לחוק; חלק ניכר מהחלטות האובר־רולינג היו ביחס לאישור התגמול למנכ"ל לפי סעיף 272(ג1)(1)(ג) לחוק; ורק במעט מאוד מהמקרים החלטת האובר־רולינג הייתה ביחס לתגמול לנושא משרה שהוא בחריגה ממדיניות התגמול לפי סעיף 272(ג)(1) לחוק. ניתן להניח כי מיעוט השימוש בסעיף זה נובע מכך שחברות שביצעו אובר־רולינג ביחס למדיניות התגמול ממילא התגברו בכך על הצורך לאשר תגמול לנושא משרה שהוא בחריגה ממדיניות התגמול בדרך של אובר־רולינג.

נציין כי בלא מעט מקרים החברות שגו בדיווח ובמקום לציין את סעיף 272(ג1)(1)(ג) ציינו את סעיף 272(ג)(1). בנוסף, בחלק מהדיווחים צוינו סעיפים אחרים שכלל אינם רלוונטיים.

100 מתוך דבריו של אבי ליכט, שהיה אז המשנה ליועמ"ש, בדיון בנושא תיקון 20, לעיל ה"ש 34.

nevo.co.il



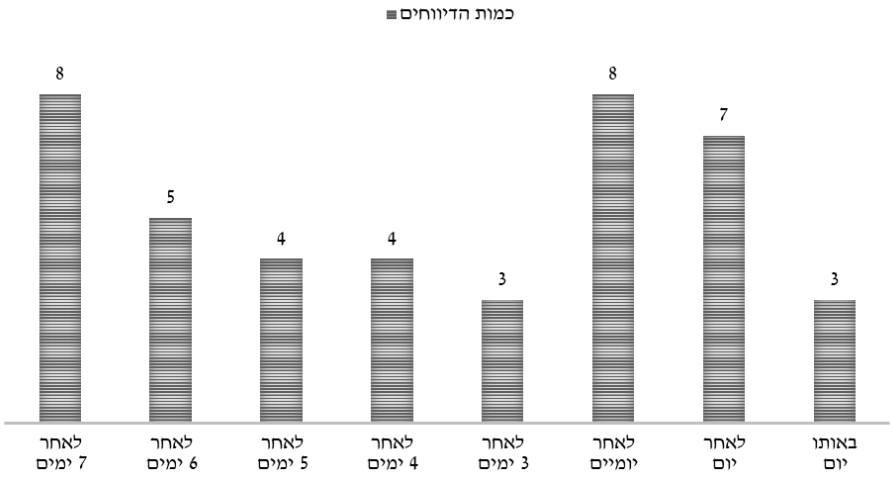
(ד) מספר הימים בין מועד האספה הכללית למועד ההחלטה על ביצוע אובר־רולינג

בתרשים 6 מוצגות ההחלטות בחלוקה על פי מספר הימים שחלפו בין החלטת האספה הכללית לבין קבלת ההחלטה על ביצוע האובר־רולינג על ידי ועדת התגמול והדירקטוריון. בתרשים מוצגות רק החלטות אובר־רולינג שהתקבלו תוך 7 ימים ממועד האספה הכללית. לטעמנו, יש חשיבות לנתון זה על מנת לבחון האם החלטות אובר־רולינג מתקבלות בחופזה, עד כי קשה להשתכנע כי הדירקטוריון הספיק לקיים, כנדרש, את הדיון המחודש בתגמול המוצע באופן מיודע, מעמיק ומספק.

מיפוי החלטות האובר־רולינג מלמד כי בכ־30% מהמקרים ההחלטה התקבלה בתוך 7 ימים ממועד החלטת האספה הכללית על התנגדותה למדיניות התגמול או לאישור התגמול לנושא המשרה. בכמה מקרים ההחלטה אף התקבלה במהירות שיא – באותו יום או למוחרת.[101]

101 למשל: אובר־רולינג במנדלסון תשתיות ותעשיות בע"מ, מועד האספה הכללית: 20.5.2023 בשעה 16:00, החלטת ועדת התגמול והדירקטוריון התקבלה באותו יום ממש; אובר־רולינג באברות תעשיות בע"מ, מועד האספה הכללית: 1.5.2023 בשעה 15:00, החלטת ועדת התגמול והדירקטוריון התקבלה למוחרת, ב־2.5.2023.

תרשים 6: פרק הזמן בין האספה לבין האובר-רולינג



נזכיר כי על פי דרישות החוק, בבואם לקבל החלטה על ביצוע אובר־רולינג על הדירקטורים לדון מחדש במדיניות התגמול או בתגמול הספציפי שהובא בפני האספה הכללית, לבחון במסגרת הדיון את התנגדות האספה הכללית ולקבל את ההחלטה על בסיס נימוקים מפורטים. דיונים כאמור נדרשים לעשות הן ועדת התגמול והן הדירקטוריון – כל אחד מהם בנפרד.[102]

לכן, במקרים שבהם ההחלטה התקבלה בתוך 7 ימים ממועד החלטת האספה הכללית על התנגדותה למדיניות התגמול או לאישור התגמול לנושא המשרה, ניתן לתהות האם ההחלטה על ביצוע האובר־רולינג התקבלה כלאחר יד. בוודאי קשה להשתכנע כי בטווח זמנים כה קצר יכולים היו גם ועדת התגמול וגם הדירקטוריון לקיים דיונים מחדש – מספקים ומעמיקים, בתגמול המוצע לאור החלטת האספה הכללית להתנגד לתגמול. האם ניתן להשתכנע כי ועדת התגמול והדירקטוריון הספיקו לדון ברצינות בעמדת בעלי מניות המיעוט ולקיים שיחות עם בעלי המניות לאחר הצבעתם? כיצד החליטו ועדת התגמול והדירקטוריון כעבור כמה שעות בלבד שמדובר במקרה מיוחד המצדיק ביצוע אובר־רולינג? יש להדגיש כי אפילו אם הם אכן החליטו שמדובר ב"מקרה מיוחד", אין משמעות הדבר שבאופן אוטומטי העניין הופך להיות דחוף ומחייב קבלת החלטת אובר־רולינג מיידית. למעשה, ניתן להניח כי רובם המוחלט של נושאי התגמול אינם כה דחופים.

סמיכות הזמנים בין החלטת האספה הכללית להחלטת הדירקטוריון על ביצוע האובר־רולינג מותירה רושם של החלטה מוכתבת מראש (עוד טרם התקבלה בפועל עמדת האספה הכללית) ושל זלזול בעמדת האספה הכללית. ואכן, ניתוח תוכן הדיווח על החלטות

102 ס' 267א(ג), 272(ג)(3) ו־272(ד1)(1)(ג) לחוק.

האובר־רולינג מעלה כי במיוחד בהחלטות שנתקבלו בחופזה, רמת פירוט הנימוקים – הנדרשים כדי להראות כי ההחלטה התקבלה בהתאם לדרישות החוק, לוקה בחסר.

אף אם נניח בצד את השאלה האם במצב כאמור מתקיימות דרישות הדין, לבטח החלטות אלו מציפות ביתר שאת את "בעיית הנציג"[103] – דירקטורים, "הנציגים" של בעלי המניות, מתייחסים בביטול לעמדת בעלי המניות, "שולחיהם", והופכים אותה מבלי להתעמק בה כנדרש. כאשר מביאים בחשבון שחלק מבעלי המניות הם משקיעים מוסדיים, שהם משקיעים מתוחכמים, התייחסות זאת של הדירקטורים מוקשה אף יותר.

מצד שני, ניתן למנות גם הסברים שלפיהם אין פסול בחלוף פרק זמן קצר בין הצבעת האספה לבין קבלת החלטת האובר־רולינג. למשל, הדירקטורים כבר מכירים את עמדת הגופים המוסדיים באשר לתגמול, בין אם מכיוון שנציגי החברה נפגשו עם נציגי המוסדיים ושמעו את עמדתם עוד בטרם האספה, ובין אם מכיוון שמדיניות ההצבעה של המוסדיים ידועה ופומבית; הגופים המוסדיים לא גילו גמישות ביחס לתגמול שהם מוכנים לאשר בסבב השיחות הראשון ואין טעם לבזבז זמן ומשאבים בפגישות סרק עימם; דירקטוריון החברה קיים דיונים טרם האספה וקבע מראש כי במקרה שהאספה לא תאשר את הצעת התגמול של החברה הוא יבצע אובר־רולינג.

עולה השאלה – מה מצופה כי יבצעו הדירקטורים בין מועד התנגדות האספה הכללית לבין מועד ההחלטה על ביצוע האובר־רולינג – האם עליהם לקיים מו"מ מחודש בתנאי התגמול? האם עליהם לבקש חוות דעת מקצועית נוספת באשר לתנאי התגמול? האם חובה על הדירקטורים לקיים פגישות עם הגופים המוסדיים שהתנגדו לאישור התגמול גם אם אלו כבר מכירים את עמדתם?

אומנם עד כה שאלות אלו (ואחרות) לא זכו להתייחסות המחוקק והרגולטור, אך הממצאים לגבי החלטות חפוזות – במיוחד כשהן חסרות פירוט, מעבירים תחושה כאילו לדעת לפחות חלק מהדירקטורים אין באמת טעם לשמוע את עמדת בעלי המניות, וההחלטה החפוזה על ביצוע אובר־רולינג היא מעין הוכחה לכך. זאת, בניגוד לעובדה שמניות החברה הן גם רכושם של בעלי מניות המיעוט, וגם להם יש אינטרס בהצלחתה (ולא רק לבעל השליטה). עובדה זו נעלמת, לכאורה, מעיני הדירקטורים, שמעדיפים את עמדתם על זו של בעלי מניות המיעוט להם התכוון המחוקק להעניק כוח מסוים בסוגיות אלו. נוצר הרושם כי הדירקטורים נחושים להעביר את ההחלטה המקורית שקיבלו, מבלי לתת את המשקל הראוי (או משקל כלשהו) לעמדתם של בעלי המניות. הדירקטוריון כאילו אומר, כמאמר המשפט המשעשע: "זוהי עמדתי ואני תומך בה".

103 הסוגיה של בעיית הנציג וכללי הממשל התאגידי השונים שנועדו להתמודד איתה עמדה בבסיסם של מאמרים רבים. למשל: זוהר גושן "'בעיית הנציג' כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" **ספר זיכרון לגואלטירו פרוקצ'יה** 239 (1996); Eugene F. Fama, *Agency problems and the theory of the firm*, 88 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 288 (1980); Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 3 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 305 (1976).

נציין כבר כאן כי לטעמנו, ראוי שעמדת המוצא של כל דירקטוריון תהיה כיצד להימנע מביצוע אובר־רולינג. לכן, אנו סבורים כי אף אם בסופו של דבר יגיע הדירקטוריון למסקנה כי החלטת אובר־רולינג היא מוצדקת וראויה, לפני כן עליו למצות את הדיונים עם בעלי המניות על מנת להגיע לתגמול שיזכה לאישורם של בעלי המניות. לכל הפחות, דיונים אלו יסייעו לדירקטוריון לבחון את התנגדות בעלי המניות, כנדרש בחוק. במסגרת זאת, ברור כי גם על הגופים המוסדיים חל נטל לקדם שיח קונסטרוקטיבי, מועיל וחסר פניות.

ד. ניתוח החלטות אובר־רולינג – נימוקים, מסקנות וטובת החברה

ראשית, נדגיש כי למרות שדרישות החוק הן כי החלטת הדירקטוריון תתקבל על יסוד נימוקים מפורטים, חלק מהחברות מדווחות על ביצוע האובר־רולינג בלקוניות, במסגרת טופס דיווח כללי, מבלי לצרף קובץ מפורט. לא זו בלבד שקיים קושי של ממש לנתח החלטת אובר־רולינג כאשר החברה אינה מגלה את הנימוקים לה, היעדר נימוקים להחלטה מעלה ספק האם היא נעשתה באופן המקיים את דרישות המחוקק וכוונתו. נציין כי גם רשות ניירות ערך וגם היועצת המשפטית לממשלה עמדו לאחרונה על חשיבותו של דיווח מפורט בהחלטה על ביצוע אובר־רולינג.[104]

בכל זאת, להלן ננתח חלק מהנימוקים העיקריים והשגורים להחלטות האובר־רולינג כפי שהובאו בדיווחי החברות. ניתוח זה נועד לאפשר – לראשונה מאז חוקק תיקון 20, דיון מקיף בנימוקים אלו על מנת להסיק מסקנות לגבי האופן שבו ראוי ומוצדק להשתמש בכלי האובר־רולינג. הכוונה לשימוש שאינו רק מקיים את דרישות המחוקק, אלא גם מגשים את כוונתו להעניק לאספה סמכות בהחלטות תגמול, תוך שמירה על שיח מכבד ועניני בין האספה לבין הדירקטוריון. כל זאת, גם תוך שמירה על טובת החברה – כאשר נקודת המוצא היא שאין, ולא יכולה להיות, רק החלטת תגמול אחת ויחידה שמקיימת תכלית זו.

1. ניתוח הנימוקים להחלטות אובר־רולינג

חזרה על הנימוקים שהוצגו בזימון האספה הכללית

בכמה דיווחים, הנימוקים שעל בסיסם התקבלה ההחלטה על ביצוע האובר־רולינג זהים לאלו שהוצגו במסגרת דו"ח זימון האספה – נימוקים שלא שכנעו מלכתחילה את בעלי המניות לתמוך בהחלטה. חזרה טאוטולוגית על אותם טיעונים אשר כבר נדחו על ידי האספה אינה יכולה להוות בסיס נאות לביצוע אובר־רולינג – מאחר שהחוק דורש מהדירקטוריון לבחון את

104 מתוך דבריו של עו"ד אמיר גרוכר, אחראי תחום ממשל תאגידי, מחלקת תאגידים רשות ניירות ערך ב"כנס מועדון הדח"צים" של איגוד הדירקטורים והמרכז לממשל תאגידי בישראל של אוניברסיטת בר אילן (5.6.2024); עמדת הרשות, לעיל ה"ש 44; עמדת היועצת המשפטית, לעיל ה"ש 45.

התנגדות האספה. עמדה זו הביעה לאחרונה גם רשות ניירות ערך,[105] ועל כך גם עמדה היועצת המשפטית בעמדתה.[106] כל זאת במיוחד כאשר מדובר על אובר־רולינג ביחס למדיניות התגמול, מפני שבהתאם לחוק, ועדת התגמול והדירקטוריון נדרשים לקבוע על בסיס נימוקים מפורטים מדוע החלטת האובר־רולינג – ולא מדיניות התגמול, היא לטובת החברה. לפיכך, נדרש שבהחלטת האובר־רולינג יפורטו נימוקים להעדפת עמדת הדירקטוריון על פני זו של האספה, ואין די באותם נימוקים לתמיכה במדיניות התגמול שכבר נדחו על ידי האספה הכללית.

ייחוס התנגדות האספה ל"שיקולים רוחביים"

במסגרת חלק ניכר מהדיווחים מתייחסות החברות ל"שיקולים רוחביים" שלפיהם הצביעו לכאורה המוסדיים,[107] באופן שלילי, המצדיק לטענתן ביצוע אובר־רולינג.[108] בחלק מהמקרים אף מצוין כי במסגרת הצבעתם, לא שקלו המוסדיים את טובת החברה, **אלא** שיקולים רוחביים.[109]

טיעון זה מתקשר לביקורת הנשמעת על כך כי על המוסדיים – לעומת הדירקטורים, לא מוטלת חובה מוגדרת לפעול לטובת החברה הספציפית, אלא לטובת העמיתים שאת כספם הם מנהלים.[110] וכן, כי מדיניות ההצבעה של המוסדיים לא נועדה לשרת את טובת החברה הספציפית. לכן, כך לפי הטיעון, הכפפת התגמול לשיקולים רוחביים עשויה לעמוד בניגוד לטובת החברה הספציפית המבקשת לאשר תגמול לנושאי המשרה שלה.

105 שם.

106 עמדת היועצת המשפטית, לעיל ה"ש 45, בעמ' 5.

107 לאורך המאמר מושם דגש גדול יותר על התנהלותם של בעלי המניות המוסדיים. זאת מאחר שבעלי המניות הפרטיים ממעטים להצביע באספות הכלליות (בעיקר נוכח בעיית האדישות הרציונלית (ראה סולומון, לעיל ה"ש 17), והם, על פי רוב, מחזיקים במספר נמוך של מניות ולכן בעלי כוח השפעה קטן יחסית. לעומת זאת, המוסדיים מחויבים בחוק להשתתף בהצבעות, שיעור ההחזקה שלהם הוא, בדרך כלל, מהותי והם מבססים את עמדתם על מחקר וניתוח מקצועי.

108 למשל במסגרת הדיווח על ביצוע אובר־רולינג לגבי התגמול למנכ"ל מיום 11.6.2015, מציינת חברת אלקטרה בע"מ כך: "כמו כן, ועדת התגמול ערכה שיחות פורמאליות עם נציגי שני בעלי מניות מוסדיים מובילים שהתנגדו להתאמת התגמול ו/או להקצאת כתבי האופציה למנכ"ל. במהלך השיחות, התרשמה הוועדה שלמרות הפעלת מערכת שיקולים אובייקטיבים בלתי תלויה וקריטריונים כמותיים, **בבסיס החלטותיהם עמדו שיקולים רוחביים. ועדת התגמול ודירקטוריון החברה סבורים שטובת החברה מחייבת חשיבה מעבר לשיקולים רוחביים כוללים אלה של המשקיעים המוסדיים**".

109 למשל, במסגרת הדיווח של חברת מטריקס אי.טי. בע"מ על ביצוע אובר־רולינג לגבי התגמול למנכ"ל מיום 29.10.2015 צוין כך: "... טובת החברה גוברת על השיקולים הרוחביים שנשקלו על ידי בעלי המניות המוסדיים... "; במסגרת הדיווח של חברת ביג מרכזי קניות בע"מ על ביצוע אובר־רולינג לגבי מדיניות התגמול והתגמול למנכ"ל מיום 30.5.2019 צוין כך: "... טובת החברה גוברת על שיקולים רוחביים שאינם בוחנים את צרכי החברה..."

110 ס' 3 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה–2005; ס' 75 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד–1994.

nevo.co.il

בעוד לדיון בקשר בין טובת החברה לקבלת החלטת אובר־רולינג נקדיש בהמשך הפרק דיון נפרד, נציין כבר כאן כי אנו סבורים כי נימוק זה לוקה בכמה מישורים ואינו משכנע לעניין קבלת החלטה על ביצוע אובר־רולינג במקרה ספציפי.

ראשית, התייחסות לכלל המוסדיים כמקשה אחת היא מנוגדת למציאות. לא רק שהמוסדיים אינם מאוגדים (בשונה מהחברות הציבוריות), אלא שגם חל עליהם איסור לפעול בתיאום ובמשותף.[111] בנוסף, ברוב החברות הנסחרות מחזיק יותר מבעל מניות מוסדי אחד. כך, בשכיחות שאינה נדירה, ישנן חברות שבקרב בעלי המניות שלהן ישנם יותר מ־10 בעלי מניות מוסדיים.[112] על כן, ככלל, לגבי כל נושא המובא להחלטת האספה, מצביעים מספר רב של גופים מוסדיים – לכל אחד מהם מדיניות הצבעה משלו, אשר נקבעה על ידו ואושרה בהליך פנימי. לרוב, אף קיימת שונות בין מדיניות הצבעה של מוסדי אחד לזו של מוסדי אחר (זאת, חשוב לציין, אלא אם מדובר על חלק מקרנות הנאמנות אשר אימצו את מדיניות ההצבעה שפרסם גוף מייעץ מומחה).[113] בנוסף, בין אם המוסדי מצביע על פי מדיניות הצבעה שגיבש בעצמו ובין אם על פי מדיניות הצבעה של גוף מייעץ שאותה אימץ, כל החלטה נבחנת לגופה וכל מוסדי שומר לעצמו את האפשרות לסטות ממדיניות ההצבעה בהתאם לנסיבות.[114] כך, כאשר כל אחד מהמוסדיים מגבש את עמדתו כיצד יצביע בנושא העולה לאספה, הדבר נעשה

111 אלא במקרים מוגדרים ותחת הנסיבות המפורטות בגילוי דעת 1\19 "שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים שלא בתחום התחרות" **רשות התחרות** (17.6.2019).

112 למשל, באספה הכללית של חברת אלקטרה בע"מ מיום 2.4.2023 (על החלטתה בוצע אובר־רולינג ב־3.4.2023) השתתפו 68 ישויות משפטיות שונות המגדירות את עצמן "גוף מוסדי", ולפחות ל־22 מהן יש מדיניות הצבעה עצמאית.

113 בהתאם לחוזר למנהלי קרנות ונאמנים בדבר עמדת סגל הרשות ביחס להתקשרות מנהל קרן עם גורם מקצועי לצורך קבלת המלצות לגבי אופן ההצבעה באספה כללית מיום 14.2.2014 שפרסמה רשות ניירות ערך, https://tinyurl.com/k4twu7k8 (להלן: חוזר למנהלי קרנות); ראו למשל "אופן הצבעה באספות מחזיקים – קרנות נאמנות" חברת הראל, https://tinyurl.com/26by3d3n. נכון למועד כתיבת המאמר, ולמיטב ידיעתנו, מרבית קרנות הנאמנות שבחרו לאמץ מדיניות הצבעה של גוף מקצועי התקשרו לשם כך עם עמדה מחקר כלכלי בע"מ, שמהווה כיום את הגוף העיקרי המעניק שירות מסוג זה. בכך, החליפה עמדה את חברת אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ. נציין כי גם מחוץ לישראל יש דומיננטיות של מספר מצומצם מאוד של חברות ייעוץ המעניקות שירותים כאלו. למשל, בארצות הברית, שתי חברות ייעוץ שולטות ב־97% מהשוק (ראו למשל, Thomas Kingsley, *Proxy Advisory Firms: A Primer*, AMERICAN ACTION FORUM (July 12, 2023), https://www.americanactionforum.org/insight/proxy-advisory-firms-a-primer-2). ראו גם דיון נרחב לגבי פעילותן של חברות הייעוץ אצל סולומון, לעיל ה"ש 17, בעמ' 351 וכן אצל אסף אקשטיין וקובי קסטיאל "מינוי דירקטורים: תאוריה, ראיות, מדיניות" **משפטים** נב 429, 479 (2023).

114 כך למשל מציינות הפניקס חברה לביטוח בע"מ והפניקס פנסיה וגמל בע"מ (להלן: הפניקס) במדיניות ההצבעה שלהן לשנת 2023: "כל החלטה תתקבל בהתאם למדרג הסמכויות הפנימי בהפניקס אשר תלוי במורכבות הנושא על סדר היום, האינטרס הכלכלי של הפניקס בנייר הערך ו/או בחברה ושיקולים רלוונטיים נוספים. להפניקס שיקול הדעת הבלעדי והמוחלט לגבש החלטות הצבעה בהתאם להשקפתה והשיקולים הרלוונטיים לנושא העומד על סדר היום, כאשר **בהתקיימות נסיבות מיוחדות להפניקס שיקול דעת בלעדי, בכפוף לקבלת אישור מראש של ועדת השקעות, לסטות מהמדיניות המפורטת להלן**".

בהתאם למדיניות ההצבעה הספציפית שאימץ ובהתבסס על החלטתה של ועדת ההשקעות של אותו מוסדי או של צוות מקצועי פנימי.

על כן, למעשה, כשמדובר על הצבעת "המוסדיים", מדובר בעשרות אנשים המכהנים בגופים מוסדיים בלתי קשורים אשר קיבלו החלטה עצמאית המבוססת על מְדִינִיּוּיוֹת הצבעה שונות. כאשר מספר רב של גופים מוסדיים, שאין קשר ביניהם, ובתהליך קבלת החלטתו של כל מוסדי היו מעורבים עשרות אנשים בעלי ניסיון ומומחיות, מגיעים לאותה מסקנה – להצביע נגד הצעה באספה, נראה כי לכל הפחות על הדירקטורים לתת לכך משקל מהותי. עמדה זו הביעה גם היועצת המשפטית לממשלה, שציינה בעמדתה כי בבחינת התנגדות האספה להחלטת התגמול יש לתת תשומת לב לשיעור המתנגדים להחלטה וכן לזהותם. עוד הודגש שם כי יש הצדקה לקיים בדיקה מדוקדקת של טעמי ההתנגדות של הגופים המוסדיים ושל גופי הייעוץ – גופים שהם בעלי משאבים ורא‌יית רוחב.[115]

בנוסף, נימוק זה, שעלה כאמור במספר רב של החלטות, מלמד כי לדעת אותם דירקטוריונים יש להתייחס בביטול לכך שגוף מוסדי מחליט להצביע נגד הצעת תגמול כשזו חורגת מסַפים כמותיים שהוגדרו במדיניות ההצבעה שלו.[116] לעניין זה נדגיש קודם כול כי לא כל המוסדיים קבעו סַפים כמותיים במדיניות ההצבעה שלהם.[117] שנית, מאחר שלכל מוסדי קיימת האפשרות לסטות ממדיניות ההצבעה, אותו שיקול רוחבי המבוסס על חריגה מספים כמותיים הוא למעשה גם שיקול פרטני, לפיו, לעמדת המוסדי, באותו מקרה אין זה מתאים לחרוג ממדיניות ההצבעה. לכן, משהחליט שלא לסטות מהמדיניות, המשמעות היא שלא סבר (ולא שוכנע) כי ראוי לתגמל את אותו נושא משרה **ספציפי** מעבר לרף שנקבע. נדגיש כי לטעמנו, התייחסות היועצת המשפטית לנימוק זה כנימוק לגיטימי – בציינה כי התנגדות מטעמים של מדיניות הצבעה רוחבית צריכה לקבל משקל נמוך יותר,[118] היא התייחסות שגויה אשר מתעלמת מיכולתם של המוסדיים לסטות ממדיניות ההצבעה שלהם. יתר על כן, אנו סבורים כי התייחסות זו נותנת לגיטימיות להפרת חובות מצד המוסדיים – ככל שאכן ישנה טענה כאילו לא פעלו לטובת החברה, אלא מטעמים חיצוניים.

לעניין זה נזכיר כי המחוקק והרגולטורים, בעקבות מסקנותיה של ועדת חמדני,[119] הם שקבעו כי המוסדיים חייבים לקבוע מדיניות הצבעה ולפעול על פיה,[120] וכן, באותה נשימה,

115 עמדת היועצת המשפטית, לעיל ה"ש 45 בעמ' 5. לדיון נרחב בדבר חשיבותם של המוסדיים כבעלי מניות ראו אקשטיין וקסטיאל, לעיל ה"ש 113, בעמ' 435 וההפניות שם.

116 למשל במסגרת הדיווח על ביצוע אובר־רולינג לגבי מדיניות התגמול מיום 21.5.2021, מציינת חברת מנדלסון תשתיות בע"מ כך: "יצוין, כי החברה פנתה אל חלק מבעלי המניות שהינם גופים מוסדיים שהצביעו נגד אישור מדיניות התגמול המעודכנת, והובא לידיעתה כי התנגדותם נובעת מכללי מדיניות של הגופים המייעצים למוסדיים, ביחס לתקרת התגמול למנכ"ל החברה שנקבעה במדינות התגמול המעודכנת, אשר הוגבלה לסך של 3.5 מיליון ש"ח (הגבלה שהינה מחמירה ביחס למדיניות התגמול הקודמת שאושרה בשנת 2018), **הכוללים שיקולי רוחב**, וכי לא נבחנו טובת החברה ונסיבותיה הספציפיות".

117 ראו למשל, מדיניות ההצבעה של כלל חברה לביטוח בע"מ, https://tinyurl.com/yc5szcxy.

118 עמדת היועצת המשפטית, לעיל ה"ש 45, בעמ' 5.

119 ועדת חמדני, לעיל ה"ש 17.

nevo.co.il

קבעו כי לא רק שעל המוסדי חובה להשתתף באספה,[121] אלא שבסוג ההחלטות שעליהן ניתן לבצע אובר־רולינג נדרש רוב מיוחד – רוב אשר בדרך כלל תלוי בתמיכת המוסדיים. מכאן שהמחוקק, בעיניים פקוחות ובכוונת מכוון, העניק לגופים המוסדיים כוח רב להשפיע על סוגיות אלו. על כן אנו סבורים כי נימוק לביצוע אובר־רולינג – שלמעשה מבוסס על כך שהמוסדיים פועלים בהתאם לחוק, הוא נימוק, לכל הפחות, בעייתי.

מעניין לציין כי בניגוד להתייחסות השלילית הגורפת לנימוק הרוחבי, באופן פרדוקסלי דווקא חברה אחת ציינה את הנימוק הזה לטובה – כאשר הגופים המוסדיים הצביעו **בעד** אישור מדיניות התגמול והתגמול למנכ"ל, אך בעלת מניות אחרת התנגדה.[122]

נקודה חשובה נוספת בהקשר הזה היא שבעוד חברות נוטות להלין כאשר מדיניות ההצבעה של הגופים המוסדיים אינה אחידה או אינה ברורה או שאינה מתייחסת לנושא מסוים, הינה דווקא כשקיימת במדיניות ההצבעה של הגוף המוסדי התייחסות סדורה כמצופה, הופך הדבר לשיקול רוחבי הזוכה להתייחסות שלילית. לא זו אף זו, חברות קובלות לא אחת כי קשה להן להתאים את התנהלותן למדיניות ההצבעה של כל גוף מוסדי. אולם, הינה גם במקרה דוגמת רף התגמול לנושא משרה, כשמדיניות ההצבעה של חלק מהגופים המוסדיים דומה, החברות אינן מתרצות.

עליונות השיפוט של הדירקטוריון

נקודה נוספת שעולה מסקירה והעמקה בדיווחי החברות על החלטות אובר־רולינג היא כי לתפיסת הדירקטוריון יש לו מעין "עליונות שיפוט" על פני בעלי המניות. זאת בהתאם לטענה – שהועלתה גם במסגרת דו"ח ועדת נאמן, הגורסת כי לדירקטורים יש מידע רב ומומחיות גדולה יותר מאלו הנמצאים בידי הציבור, ולפיכך החלטתם מיודעת יותר לעומת זו של בעלי המניות. זאת במיוחד כאשר ההחלטה על התגמול אושרה על ידי ועדת התגמול, שנחשבת לוועדה מתמחה שהמחוקק הכיר בחשיבותה להליך קביעת התגמול.[123]

אנו סבורים כי ככלל, תפיסה זו אינה מתקיימת ביחס לנושאי התגמול.

ראשית, ברוב המוחלט של המקרים, אין – ולא אמור להיות, "מידע פנים" שעשוי להוביל למסקנה שלדירקטורים יש עדיפות בהכרעה בנושא התגמול. זאת גם בהתאם לדין, הקובע כי

120 ס' 3 לחוזר גופים מוסדיים 2014-9-6 "הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל" (10.6.2014) https://www.gov.il/BlobFolder/dynamiccollectorresultitem/regulation-1498/he/regulation_2014-9-6.pdf.

121 תק' 2 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט–2009.

122 מהדרין בע"מ, דיווח על אובר־רולינג לגבי תגמול למנכ"ל מיום 20.4.23: "תמיכתם של מרבית הגופים המוסדיים, המבצעים בחינה וניתוח של ההחלטות המובאות לאישורם, בין באמצעות מחלקות ייעודיות הפועלות בהם ובין באמצעות חברות הייעוץ המובילות בישראל מחזקת את המסקנה כי מדיניות התגמול הינה סבירה, הוגנת, תואמת את הפרקטיקה המקובלת בשוק בנושא תגמול נושאי משרה, עולה בקנה אחד עם תכליתו של סעיף 267א לחוק החברות ומשקפת את צרכי החברה ומשרתת את טובתה".

123 Roach, לעיל ה"ש 56, בעמ' 9.

nevo.co.il

כאשר חברה מזמנת אספה שעל סדר יומה מצויים נושאי תגמול, זו נדרשת לתת גילוי בהיר ומפורט על אודות כלל המידע הרלוונטי שלדעת הדירקטוריון צריך לעמוד בפני בעלי המניות, על מנת שהם, בתורם, יוכלו להגיע להחלטה מיודעת.[124] ולא סתם כך – קיומה של דרישה זו בדין נועדה לאפשר לאספה למלא את ייעודה ולממש את הסמכות שהעניק לה המחוקק בהחלטות מסוג זה. מקרה מיוחד שהובא בעמדת היועצת המשפטית לממשלה שבו עשוי להיווצר פער מידע שכזה הוא כאשר אישור התגמול למנכ"ל נדרש מקום בו ישנו משא ומתן לקידומה של עסקה – שנוכח השלב שבו הוא מתנהל לא נוצרה לחברה חובת דיווח לגביו, והמשך כהונתו של המנכ"ל חיוני לצורך הבשלתו.[125] לעומת זאת, במקרים שבהם אין הצדקה ממשית לקיומו של פער מידע שעשוי להקנות לדירקטוריון יתרון על פני האספה בקבלת החלטת התגמול, אנו סבורים כי הדירקטוריון יכול להצדיק את החלטת האובר־רולינג בקיומו של מידע שאינו בידי בעלי המניות. יתר על כן, התבססות על טיעון זה עשויה להוביל למסקנה כי דו"ח זימון האספה שפרסמה החברה חסר פרטים הנדרשים על פי הדין.

כאמור, טיעון נוסף בהקשר זה הוא שהדירקטורים הם מקצועיים ויש להם מומחיות שאין לבעלי המניות.[126] לכן, לפי הטענה, משהם החליטו על ביצוע אובר־רולינג, החלטתם נכונה יותר. אנו סבורים כי טיעון זה הוא בעייתי, מאחר שהוא מתעלם מהעובדה שבעלי המניות המוסדיים הם גופים גדולים בעלי משאבים ומומחיות המאפשרים להם להגיע להחלטות מיודעות ומקצועיות לגבי האופן שבו יצביעו באספות כלליות.[127] לא זו אף זו, בעוד חברה ציבורית נדרשת להעלות נושאי תגמול (אשר בהם עסקינן) לאישור אספה אחת ל־3 שנים, גוף מוסדי נדרש להצביע – ולצורך כך, לבצע מחקר – בנושאים כאלו עשרות פעמים בשנה. ניתן בקלות לטעון שהמוסדי צובר ניסיון ומומחיות בנושאים אלו עשרת מונים יותר מכל חברה ציבורית או דירקטור.[128] והרי המחוקק עצמו, אשר ביקש להישען על מומחיות זו, קבע את חובות ההצבעה של המוסדיים בסוגיות אלו ואחרות.[129]

טובת החברה

במסגרת דיווחים רבים על החלטות האובר־רולינג ביחס למדיניות התגמול, הדירקטוריון מפרט מדוע **אישור מדיניות התגמול הוא לטובת החברה** – ליתר דיוק, מסקירת הדיווחים על ביצוע אובר־רולינג שאיתרנו, עולה כי רק ב־14 מקרים (10%) לא הוזכרו צמד המילים "טובת

124 תק' 37א3 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל–1970 (להלן: תקנות הדיווח).
125 עמדת היועצת המשפטית, לעיל ה"ש 45, בעמ' 3.
126 ראו דיון אצל סולומון, לעיל ה"ש 17, בעמ' 336.
127 ועדת חמדני, לעיל ה"ש 17.
128 סולומון, לעיל ה"ש 17, בעמ' 337.
129 ראו את ההפניות לעיל בה"ש 16–17; עמדת היועצת המשפטית, לעיל ה"ש 45, בעמ' 4.

nevo.co.il

החברה" כנימוק לביצוע האובר־רולינג. באחד הדיווחים צמד המילים אף חזר על עצמו 14 פעמים(!).[130]

אלא שנימוק זה הוא למעשה מיותר. ראשית, מפני שההנחה היא שכל החלטה של הדירקטוריון היא לטובת החברה – אחרת, הדירקטורים ימצאו את עצמם מפירים את הדין. שנית, מפני שבנוגע לאובר־רולינג ביחס למדיניות התגמול, דורש החוק כי ועדת התגמול והדירקטוריון צריכים לקבוע, על בסיס נימוקים מפורטים, כי אישור מדיניות התגמול – **על אף התנגדות האספה** – הוא לטובת החברה.[131] כלומר, הדירקטוריון נדרש לנמק מדוע **עצם ביצוע האובר־רולינג** הוא לטובת החברה, ולא מדוע ההחלטה שלגביה מתבצע האובר־רולינג היא לטובת החברה. כאשר הדירקטוריון מתמקד בהצדקת מדיניות התגמול הוא למעשה מנסה להתעלם באלגנטיות (במודע או שלא במודע) מקביעה שעמדת בעלי המניות נוגדת את טובת החברה – ולכן יש להעדיף את עמדת הדירקטוריון. זו כמובן קביעה שלדירקטוריון הרבה יותר קשה לנמק, נוכח נקודת המוצא לפיה אין רק החלטת תגמול אחת ויחידה שמקיימת את טובת החברה.

יתר על כן, העובדה שהתיבה "טובת החברה" מופיעה ברוב רובם של הדיווחים על אובר־רולינג מרמזת על תפיסה לפיה הדירקטוריון מבין טוב יותר מבעלי המניות מהי ההחלטה הנכונה. אלא שכפי שנקבע בישראל, ככלל, לא כך הדבר. הרי עמדת המחוקק היא כי רק במקרים חריגים, על בסיס נימוקים מפורטים ומשכנעים, יהיה הדירקטוריון בעל המילה האחרונה. בכל המקרים האחרים, עמדת בעלי מניות המיעוט נתפסת ככזו המקיימת את טובת החברה, ולכן אין לסטות ממנה.

ואכן, החלטה בנושאי תגמול אינה חד־חד־ערכית – אין רק סכום תגמול או מבנה תגמול אחד ויחיד שהוא "הנכון" ולכן מגשים את טובת החברה. בעלי מניות שונים יכולים לחשוב על תגמול אחר – לדוגמה, נמוך או גבוה יותר, עם רכיב הוני או בלי – שיאפשר לחברה להשיג את אותם יעדים בדיוק. בשל כך, אנו סבורים כי כל עוד עמדת האספה היא סבירה, ואינה **נוגדת** את טובת החברה, יש להעדיפה.

לפי טיעון אחר שנשמע, מאחר שעל הדירקטורים חלות חובות (אמונים[132] וזהירות)[133] שלפיהן עליהם לפעול בצורה מיודעת ולטובת החברה בלבד, ואילו על בעלי המניות חלות חובות חלשות יותר (תום לב[134] והגינות),[135] החלטת הדירקטוריון מקיימת בהכרח את טובת החברה – וכל החלטה אחרת – לא. אלא שכאמור, נקודת המוצא בנושאי תגמול היא כי אין רק החלטה אחת ויחידה שמקיימת את טובת החברה. לעומת זאת, מדובר על טווח של החלטות סבירות שיכולות כולן לקיים את טובת החברה. אין הכוונה לטעון כי בהחלטתם המקורית

130 בחישוב זה לא הובאו בחשבון החלטות אובר־רולינג שהתקבלו על ידי חברות דואליות, מאחר שהדיווח על ההחלטה לא היה בעברית.
131 ס' 267א(ג) לחוק.
132 לפי ס' 254 לחוק.
133 לפי ס' 253 לחוק.
134 לפי ס' 192 לחוק.
135 רק כאשר מדובר בבעל שליטה או בבעל כוח הכרעה, לפי ס' 193 לחוק.

nevo.co.il

לאשר את התגמול הפרו הדירקטורים את חובותיהם המקצועיות, אלא שגם עמדת בעלי המניות – ובמיוחד זו של המוסדיים, היא בהחלט עמדה מקצועית, מיודעת ומבוססת, ולכן ניתן לסטות ממנה – כמצוות המחוקק, רק במקרים מיוחדים על בסיס נימוקים משכנעים ומפורטים.

התגמול אינו שונה מהותית

נימוק נוסף שחוזר על עצמו בכמה החלטות על ביצוע אובר־רולינג הוא כי מדיניות התגמול או התגמול שמבקשת החברה לאשר לנושאי המשרה אינם שונים מהותית ממדיניות התגמול או מהתגמול שאושר ב"סיבוב" הקודם או אף כוללים הפחתות. נימוק זה כולל הנחה מובלעת לפיה מה שהיה בעבר נכון שיהיה גם בעתיד. מבלי להרחיב בשאלה האם אכן כך הדבר, רק נזכיר כי את מדיניות התגמול ואת התגמול למנכ"ל נדרש לאשר מחדש בכל שלוש שנים. אלו יכולים להיות זהים למדיניות התגמול או לתגמול הקודם, לפי העניין. אלא שמדובר בתיאור עובדתי, ולא בנימוק משכנע. במילים אחרות, העובדה שמדיניות התגמול או התגמול זהים לאלו שאושרו בעבר, אין משמעותה כי יש לאשרם באופן אוטומטי, ולכן גם הצבעה נגדם יכולה להיות סבירה. העובדה שמדיניות התגמול נדרשת לאישור מחדש מדי שלוש שנים מצביעה על החשיבות שראה המחוקק בריענון וחשיבה מחדש. בעוד לדעתנו העובדה כי התגמול אינו חורג מהותית ממדיניות התגמול אינה מצדיקה כשלעצמה את אישור התגמול למרות התנגדות האספה לחריגה זו, נציין כי לעמדת היועצת המשפטית לממשלה, ככל שהחריגה ממדיניות התגמול משמעותית יותר כך ההצדקה לגבור על החלטת האספה צריכה להיות מובהקת יותר.[136]

כן נציין כי לעיתים מדיניות התגמול הקודמת או התגמול הקודם אושרו באובר־רולינג. במיוחד במקרים כאלו, אנו סבורים כי טיעון לתמיכה באובר־רולינג שלפיו לא חל שינוי מהותי במדיניות התגמול או בתגמול הקודמים מעורר קושי ממשי – הרי מלכתחילה גם אלו לא זכו לתמיכת בעלי המניות. לעניין זה התייחסה גם היועצת המשפטית, בציינה כי השאלה האם מדיניות התגמול או התגמול הקודם אושרו גם הם בהחלטה אובר־רולינג צריכה להיות מובאת בחשבון במסגרת דיוני הדירקטוריון בהחלטה על אובר־רולינג.[137]

אובר־רולינג ב"מקרים מיוחדים"

ראשית, למרות שהחוק דורש במפורש כי החלטה על אובר־רולינג בנוגע לתגמול למנכ"ל או בנוגע לתגמול לנושא משרה החורג ממדיניות התגמול תיעשה אך ורק במקרים מיוחדים, במרבית ההחלטות שסקרנו, החברות אפילו אינן משתמשות ברטוריקה המתארת מקרה "מיוחד" או "יוצא דופן". בכמה דיווחים אף נכלל (במכוון או בשגגה) ציטוט מהוראת החוק הרלוונטית תוך השמטת המילים "מקרה מיוחד".[138] גם היועצת המשפטית לממשלה עמדה על

136 עמדת היועצת המשפטית, לעיל ה"ש 45, בעמ' 5.

137 שם.

138 כך למשל בדיווח של חברת מטריקס על ביצוע אובר־רולינג לגבי התגמול למנכ"ל החברה מיום 29.12.2022 נכתב כך: "בהתאם להוראות סעיף 272(ג1)(1)(ג) לחוק החברות, דירקטוריון החברה

כך כי על ועדת התגמול והדירקטוריון להתייחס בהחלטתם להיות המקרה "מקרה מיוחד" המצדיק את החלטת האובר־רולינג.[139] בין היתר, זו ציינה מקרים שבהם מתקיימות נסיבות מיוחדות הקשורות לזהות המנכ"ל המכהן או לחברה.[140]

כמו כן, בכמה דיווחים על ביצוע אובר־רולינג מצוין כי ההחלטה נדרשת על מנת לשמור על ההון האנושי האיכותי של החברה. אין ספק כי שמירה על ההון האנושי היא מטרה חשובה, במיוחד כאשר מדובר באנשי מפתח. עם זאת, אנו סבורים כי מדובר בנימוק גנרי עד כדי חסר משמעות. הרי ההנחה היא שהחברה אינה מעסיקה או מנסה לשמר הון אנושי **שאינו** איכותי. לעומת זאת, מצופה מהדירקטוריון שיתייחס, במסגרת נימוקיו לביצוע אובר־רולינג, לשאלה האם ומדוע **רק** הצעתו הספציפית (שנדחתה באספה) תאפשר לחברה לשמר הון אנושי איכותי. בין היתר, ובהמשך לעמדת היועצת המשפטית לממשלה, באשר למקרים המיוחדים שעשויים להצדיק החלטת אובר־רולינג, ניתן לחשוב על מצב שבו לדעת הדירקטוריון מתקיימות נסיבות מיוחדות בשלן ישנו קושי לשמר הון איכותי בחברה או שישנה חשיבות מיוחדת להימנעות מחילופי הנהלה בשל התקיימותן של נסיבות מיוחדות.[141] לעניין זה נציין את הסתייגותנו מחלק מהדוגמאות האחרות שהובאו שם למקרים אחרים. כך, אנו סבורים כי מקרה שבו המנכ"ל מקבל הצעה מתחרה **אינו מהווה בהכרח** מקרה מיוחד המצדיק אובר־רולינג. לעומת זאת, מקרה שכזה יהיה מקרה מיוחד, העונה לדרישות ולכוונת המחוקק, מקום בו לדעת הדירקטוריון מתקיימות אותן נסיבות מיוחדות שהוזכרו לעיל בשלן ישנם חשיבות שלא להחליף את המנכ"ל או קושי בהחלפתו. אחרת, אנו סבורים כי על הדירקטוריון להתחשב בעמדת האספה המתנגדת להעלאת התגמול למנכ"ל – גם במחיר החלפתו. תוצאה שונה יכולה להוביל לשימוש פסול באפשרות לביצוע אובר־רולינג בטענה גנרית כי המנכ"ל מחוזר על ידי חברות מתחרות. מקרה אחר שהוזכר בעמדת היועצת המשפטית לממשלה כמקרה מיוחד המצדיק את ביצוע האובר־רולינג הוא מקרה שבו לדירקטוריון יש יכולת מדויקת מזו של האספה להעריך את תרומתו של המנכ"ל ולקבל מערך תמריצים שהאספה מתקשה להעריך נכונה את חשיבותו.[142] בכל הכבוד, אנו סבורים כי, לכל הפחות, מקום שבעלי המניות כוללים גופים מוסדיים דוגמה זו אינה מתאימה. כאמור, מדובר בבעלי מניות מתוחכמים, בעלי משאבים, המבססים את החלטותיהם על אנליזות וניתוחים. קשה לומר כי אלו אינם מסוגלים להעריך נכונה את תרומת המנכ"ל או את מערך התמריצים הרצוי. במילים אחרות, נראה כי אין מדובר במצב מיוחד שבו קיים פער מידע שעשוי להצדיק עליונות של הדירקטוריון על בעלי המניות, אלא במצב שבו קיים חוסר הסכמה על רמת או מבנה התגמול הרצוי – מצב, שלטעמנו, אין די בו כדי להצדיק את החלטת האובר־רולינג.

רשאי לאשר תנאי תגמול למנכ"ל, לאחר שהאסיפה הכללית התנגדה לאישורם, ובלבד שוועדת התגמול ולאחריה הדירקטוריון, יחליטו, על יסוד נימוקים מפורטים, כי אישור תנאי התגמול, על אף התנגדות האסיפה הכללית, הינו לטובת החברה, וזאת לאחר שדנו מחדש בתגמול המנכ"ל ובחנו בדיון כאמור, בין השאר, את התנגדות האסיפה הכללית".

139 עמדת היועצת המשפטית, לעיל ה"ש 45, בעמ' 5.

140 שם, בעמ' 3.

141 שם.

142 שם.

בנוסף, בכמה מקרים נטען כי החלטת האובר־רולינג נעשית "בלית ברירה" מאחר שלשאר עובדי החברה אושר זה מכבר עדכון בתנאי התגמול,[143] אך האספה מתנגדת לאשר עדכון דומה למנכ"ל. במצב כזה, כך לפי הטענה, אם לא תתקבל החלטת האובר־רולינג, המנכ"ל יופלה לרעה לעומת שאר מנהלי החברה ועובדיה. אנו סבורים כי מדובר בנימוק בעייתי במיוחד. ככל שהדירקטוריון סבור כי נדרש לעדכן את התגמול לכמה עובדים – לגבי חלקם נדרש אישור האספה ולגבי חלקם הוא אינו נדרש, מוטב שיקבל קודם כול את אישור האספה לבצע את העדכון כפי שנדרש. שאם לא כן, התעמקות בנימוק ה"בלית ברירה" המוזכר לעיל מובילה למסקנה שהדירקטוריון החליט כבר מראש שככל שהאספה תתנגד לאישור התגמול, הוא ישלים את עדכון התגמול באמצעות אובר־רולינג.

החלטת האובר־רולינג כ"פשרה"

בכמה דיווחים על ביצוע אובר־רולינג מציין הדירקטוריון כי בעקבות התנגדות האספה הכללית, נעשו שינויים במדיניות התגמול או בתגמול לנושא המשרה, כך שלמעשה נותרו רק מעט נושאים שנויים במחלוקת ורק לגביהם נדרשת החלטת האובר־רולינג. בדומה, נטען גם כי החברה ניסתה "לצמצם את פערי העמדות מול המחזיקים...למרות האפשרות שחוק החברות מקנה לוועדת התגמול ולדירקטוריון לאשר את מדיניות התגמול לנושאי המשרה, על אף התנגדות האסיפה".[144]

מחד גיסא, אין ספק כי מקרים אלו מצביעים על כך שהתקיים שיח – חשוב לדעתנו, בין גופים מוסדיים לחברות הציבוריות. מאידך גיסא, אנו סבורים כי מדובר בטיעון שאינו יכול לשמש הצדקה לביצוע אובר־רולינג. אומנם, מדיניות התגמול או התגמול שאושרו באובר־רולינג "מזכים" ביחס לאלו שלא אושרו על ידי האספה הכללית,[145] אך למעשה מדובר בתנאי תגמול שמעולם לא הובאו להצבעת האספה הכללית, ולפיכך לא אושרו וגם לא נדחו על ידה. לטעמנו, כאשר מדובר במדיניות תגמול או בתנאי תגמול השונים מאלו שהובאו בפני האספה הכללית, נדרש להביא את ההחלטה המעודכנת לאישור האספה הכללית. רק במקרה שבו האספה הכללית דחתה גם את ההחלטה המעודכנת, יכול הדירקטוריון – ורק במקרה שבו הדבר נעשה בהתאם להוראות החוק – לקבל החלטה על ביצוע אובר־רולינג. לעניין זה נציין גם את עמדת היועצת המשפטית, שם הודגש כי ככל שמידת החריגה מעמדת האספה הכללית (עליה למד הדירקטוריון מהשיח שקיים עם בעלי המניות) גדולה יותר, כך לדעת היועצת המשפטית ראוי שההצדקה לגבור על עמדת האספה הכללית תהיה מובהקת יותר.[146]

143 בדרך כלל מדובר על עדכון תוספת המימוש של האופציות שהוענקו כאשר מחיר המניה ירד ולכן השווי של האופציות ירד.

144 דיווח של חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ על ביצוע אובר־רולינג לגבי מדיניות התגמול מיום 2.6.2023.

145 אז המצב דומה "רעיונית" לעסקה שאין בה אלא כדי לזכות את החברה, שאז קובע ס' 1(2) לתקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי ענין), התש"ס–2000 כי העסקה אינה טעונה את אישור האספה הכללית.

146 עמדת היועצת המשפטית, לעיל ה"ש 45, בעמ' 5.

nevo.co.il

טענה אחרת שחוזרת על עצמה בדיווחים רבים על ביצוע אובר־רולינג היא כי מדיניות התגמול היא למעשה רק מסגרת לא מחייבת לתנאי התגמול, ולכן אין ממש טעם להתנגדות האספה הכללית לאמור בה. כך למשל, במקרה שבו גופים מוסדיים שונים התנגדו לתקרות שנקבעו במדיניות התגמול לגבי התגמול למנכ״ל, ציינה החברה כי הרי אישור מדיניות התגמול המוצעת אין משמעותו אישור תגמול למנכ״ל בפועל.[147] ממילא, כך לפי אותה טענה, אישור תנאי תגמול למנכ״ל דורש אישור ספציפי של האספה הכללית, לו היא תוכל להתנגד, ולכן, אין לייחס חשיבות לתקרות המופיעות במדיניות התגמול.

אלא שטענה זו סותרת את תכליתן של הוראות החוק הקובעות את החובה לקבוע מדיניות תגמול ומכירות בחשיבות ובמשמעות של קביעת מדיניות תגמול מפורטת. לא זו אף זו, אם תתקבל הטענה כי אין חשיבות לתקרות המופיעות במדיניות התגמול, הרי יתייתר השימוש באובר־רולינג לפי סעיף 272(ג)(3) — הקובע את האפשרות של הדירקטוריון לבצע אובר־רולינג כאשר מדובר בתגמול לנושא משרה שאינו מנכ״ל החורג ממדינות התגמול. החברות עלולות לקבוע תקרות גבוהות דיין כך שבפועל לא יהיה תגמול לנושא משרה שיימצא בחריגה ממדיניות התגמול. במקרה כזה, נזכיר, לא נדרש אישור האספה הכללית לתגמול, ולכן לא יהיה צורך בביצוע אובר־רולינג. אנו סבורים כי מצב זה אינו תואם את כוונת המחוקק, ולכן ראוי שלא ייעשה בנימוק זה שימוש.

עניין אישי של בעלי מניות

לפי נימוק נוסף שחוזר על עצמו בכמה דיווחים על ביצוע אובר־רולינג, חלק מבעלי מניות המיעוט אשר התנגדו להחלטה על התגמול הם בעלי עניין אישי בהחלטה, ובניכוי הצבעתם, יש רוב בעד התגמול.[148]

147 דיווח של חברת הכשרת הישוב בישראל בע״מ, לעיל ה״ש 144: ״תנאי ההעסקה של המנכ״ל הכלולים במסגרת המדיניות המקורית, **הם, כפשוטם, מדיניות בלבד, אינם משקפים הסכמה אוטומטית למתן תגמול כלשהו בפועל, אינם צפויים להביא לשינוי כלשהו בתנאי התגמול הנוכחי של המנכ״ל** על־פי הסכם אשר בתוקף עד מרץ 2024, מה גם שחידושו או שינוי בו, ממילא כרוכים באישור אסיפה כללית ברוב מיוחד, כך שממילא לא ניתן לבצע עדכון בתנאי התגמול בפועל של המנכ״ל, מבלי שתהיה לבעלי המניות הזדמנות לאשרם במועד שהדבר יהיה רלבנטי״.

148 ראו למשל, בדיווח של ליטו גרופ בע״מ על ביצוע אובר־רולינג לגבי התגמול למנכ״ל מיום 31.3.2014: ״בעלי המניות אשר הצביעו נגד אישור הסכם העסקה החדש באסיפה הכללית, מחזיקים במניות המהוות שיעור של כ־7.7% מסך זכויות ההצבעה בחברה. בעלי מניות אלו, הצביעו באמצעות כתב הצבעה נגד שתי ההחלטות אשר היו על סדר יומה של האסיפה הכללית, ביניהן אישור הסכם העסקה החדש. ועדת התגמול ודירקטוריון החברה עודכנו ע״י היועץ המשפטי של החברה כי **בשנים האחרונות בעלי מניות אלו, הצביעו נגד כל החלטה הדורשת רוב מיוחד, שהובאה לאישור אסיפה כללית של בעלי מניות החברה בהן השתתפו. לפיכך, ועדה התגמול ודירקטוריון החברה בדעה כי התנגדות האסיפה הכללית להסכם העסקה החדש הייתה לא עניינית, ונובעת מאינטרס שלילי בהחלטה, או מאינטרסים אחרים שלא גולו״**; כמו כן בדיווח של אס. טי. ג׳י. אינטרנשיונל בע״מ על ביצוע אובר־רולינג לגבי מדיניות התגמול מיום 26.1.23: ״לטעמה של החברה, בעלי המניות מן הציבור עמם ניהלה החברה מגעים, התנגדו למדיניות התגמול המוצעת מטעמים **צרים, אינטרסנטיים, שלא לומר סחטניים, שאינם טובתה של החברה,**

nevo.co.il

אנו סבורים כי מדובר בנימוק תמוה במיוחד. ראשית, גריעה של בעלי מניות מיעוט מסוימים לפי שיקול דעת סלקטיבי של הדירקטוריון שומטת את הקרקע תחת הרעיון להקנות לבעלי המניות זכות להביע את עמדתם לגבי נושאים המחייבים את אישור האספה הכללית. חשוב מכך, כפי שכבר קבע בית המשפט, כאשר לדעת החברה יש לבעל מניות מסוים עניין אישי **שלילי** בהחלטה, על החברה לסווגו בהתאם (או במקרים המתאימים לפנות לשם כך לבית המשפט על מנת שיסווג את בעל המניות האמור בהתאם), כך שהצבעתו לא תימנה – כפי שקובע הסעיף.[149] לו היו פועלות כך החברות, ובאותם מקרים אכן היה נקבע שאין לכלול במניין הקולות את הצבעתו של בעל מניות מסוים מאחר שהוא בעל עניין אישי שלילי, היה מתייתר מאליו הצורך בביצוע אובר־רולינג. זוהי דרך המלך (ואולי הדרך היחידה) במקרה שכזה.

טענה אחרת שעלתה בלפחות דיווח אחד על ביצוע אובר־רולינג לגבי תגמול למנכ"ל היא כי מאחר שמדובר בתגמול למנכ"ל **פורש**, אין לבעל השליטה עניין אישי מיוחד בהחלטה.[150] מבלי להיכנס כעת לשאלה הנוגעת לעצם הרעיון של אישור תגמול נוסף למי שממילא כבר הודיע על עזיבת החברה (ואז הטיעון על שימור הון אנושי איכותי כבר אינו רלוונטי),[151] נציין כי לדעתנו מדובר בטענה שמעוררת אי־נוחות של ממש. טענה זו למעשה נועדה "להכשיר" את חוסר ההתחשבות בהתנגדות של בעלי מניות המיעוט ואת העדפת העמדה (התומכת בתגמול) של בעל השליטה. זאת כמובן למרות שהחוק קובע באופן מכוון[152] וברור כי מדובר בהחלטה

אלא להיפך. לדידה של החברה, מטרתם ליצור לחץ פסול ובלתי הוגן על נושאי המשרה של החברה שיפעלו בניגוד עניינים ותוך הפרה של חובת הנאמנות והזהירות החלה עליהם כלפי החברה ויתר בעלי המניות שלה לצורך קידום ענייניהם האישיים על חשבונה של החברה, והראייה היא הדרישה להכרזת דיבידנד בחברה. לכך, החברה ונושאי המשרה שלה לא יתנו יד."

149 ה"פ (מחוזי ת"א) 44660-12-11 **איי אי אל ישראל אקוויטי בע"מ נ' תדביק בע"מ** (נבו 10.1.2012); ת"א (מחוזי ת"א) 18327-12-11 **כמיפל בע"מ נ' ניאופרם השקעות 1966 בע"מ** (נבו 30.4.2013); ת"א (מחוזי חי') 4806-06-22 **פנדה יישומי מסחר בע"מ נ' להב** (נבו 13.4.2023); עמדה משפטית מספר 101-19: חובת החברה לבחון ולסווג בעל מניות אשר יש לו עניין אישי בעסקה **רשות ניירות ערך** (8.12.2015).

150 דיווח של נ. ר. ספאנטק תעשיות בע"מ על ביצוע אובר־רולינג לגבי התגמול למנכ"ל הפורש מיום 12.1.2017: "למעלה מ־77% מבעלי המניות, כולל בעלי שליטה ובעלי עניין אישי כמוגדר בחוק, שהשתתפו בהצבעה תמכו בתשלום המענק כאמור. להערכת ועדת התגמול והדירקטוריון, לבעלי השליטה אין עניין אישי עודף בתשלום מענק פרישה למנכ"ל החברה שפרש ואיננו מכהן יותר בתפקידו (וכפי שמסר מר חזי ניסן לחברי ועדת התגמול והדירקטוריון, איננו מועסק על ידו בכל דרך אחרת), והינו למען טובת החברה בלבד".

151 לעניין זה ראו למשל את החלטת האובר־רולינג של חברת נייס בע"מ, מיום 8.7.2024, לגבי הענקת תגמול הוני בסך 10.2 מיליון דולר למנכ"ל החברה שהודיע על סיום כהונתו (https://maya.tase.co.il/reports/details/1603674/2/0). דירקטוריון החברה לא פירט ולא נימק את החלטת האובר־רולינג כנדרש בחוק, ובכלל זה אף לא ציין כי מדובר במקרה מיוחד.

152 על פי דברי ההסבר להצעת החוק, לעיל ה"ש 5, בעמ' 743: "... כך, אישור מדיניות התגמול באסיפה הכללית של חברה ציבורית יהיה טעון, בנוסף לרוב רגיל של בעלי המניות, גם רוב מקרב בעלי המניות **למעט בעל השליטה ומי שיש לו עניין אישי בהחלטה** שנובע מקשרים עם בעל השליטה".

nevo.co.il

שיש לקבלה ברוב מיוחד, שאינו כולל את בעל השליטה ומי שיש לו עניין אישי בהחלטה – ללא קשר לשאלה האם מדובר במנכ"ל חדש או כזה העומד לסיים את כהונתו.

התנגדות האספה אינה מנומקת

בכמה דיווחים על ביצוע אובר־רולינג ציינה החברה כי בעלי המניות לא נימקו את התנגדותם ולכן ועדת התגמול ודירקטוריון החברה לא יכלו לדון בהתנגדות האספה.[153] נימוק זה, כהצדקה לביצוע אובר־רולינג, מתעלם מהסדרים חוקיים ורגולטוריים. כמו כן, נימוק זה ממש מתעלם מהמציאות בשטח.

ראשית, על הדירקטורים מוטלת החובה לנקוט "אמצעים סבירים לקבלת מידע הנוגע לכדאיות העסקית של פעולה המובאת לאישורו או של פעולה הנעשית על ידיו בתוקף תפקידו, ולקבלת כל מידע אחר שיש לו חשיבות לעניין פעולות כאמור".[154] מכאן שהדירקטוריון אינו יכול להסתפק בכך שלא הגיע אליו מידע שהוא זקוק לו כדי לקיים את הדיון הנדרש בחוק. במקום זאת, על הדירקטורים מוטלת החובה לפעול, באופן אקטיבי, ולהשיג כל מידע נחוץ. דירקטורים המקבלים החלטה על בסיס מידע חסר, אשר באמצעים סבירים ניתן היה להשיגו, אינם פועלים בצורה נאותה לטעמנו ואף עלולים להימצא מפירים הן את חובת הזהירות והן את חובת האמונים החלות עליהם.[155]

בנוסף, לפחות בכל הקשור לנימוקים להצבעתם של גופים מוסדיים, נראה כי לדירקטוריון אין כל קושי לקבל גישה למידע. זאת מפני שככלל, בין התאגידים הנסחרים לבין המוסדיים קיים קשר (engagement) שוטף.[156] באמצעות קשר זה מוחלפות דעות ועמדות לפני מועד קיום האספה מתוך כוונה להגיע להבנות אשר יבטיחו את אישור ההצעה שבכוונת החברה להעלות. במקרים רבים אף ניתן גילוי על קשר כזה בדיווחי חברות על דחיית מועד האספה לצורך דיונים עם מוסדיים.

כמו כן, כאמור לעיל, לכל מוסדי יש מדיניות הצבעה סדורה המפורסמת באתר האינטרנט שלו. אומנם, גוף מוסדי יכול לסטות ממדיניות ההצבעה שקבע, אך היא מהווה מסגרת מסוימת

153 ראו למשל, בדיווח של נ. ר. ספאנטק תעשיות בע"מ, לעיל ה"ש 150: "יצוין, כי בכתבי ההצבעה שהועברו לחברה במסגרת האסיפה הכללית, לא פורטו הסיבות שבגינן לא אושר מענק הפרישה, ולחברה לא הועברו הסתייגויות או הנמקות מפורטות להתנגדות לתשלום מענק הפרישה. לאור האמור **לא יכלו ועדת התגמול ודירקטוריון החברה לדון בסיבות להתנגדות האסיפה הכללית לאישור תשלום מענק הפרישה**, והחליטו לאשר את תשלום מענק הפרישה חרף התנגדות האסיפה הכללית, בהתבסס על השיקולים והנימוקים המפורטים להלן".

154 ס' 253 לחוק.

155 תנ"ג (מחוזי מרכז) 10466-09-12 **אוסטרובסקי נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ** (נבו 9.8.2015); עמיר ליכט "עיזה פזיזה – אחריות נושא משרה לשיקול דעת עסקי פזיז" **נקודה בסוף משפט** (11.8.2015) https://amirlicht.wordpress.com/2015/08/11/21/.

156 קיום קשר מקדים בין חברות נסחרות לבין בעלי מניותיהם המוסדיים טרם זימון אספה, בנושאים שאין בהם מידע פנים, הוא דבר מומלץ הן על ידי רגולטורים והן על פי מחקרים אקדמיים. ראו למשל אסף חמדני וקובי קסטיאל "בעלות מבוזרת, שליטה ושיתופי פעולה בין גופים מוסדיים במינוי דירקטורים" **המשפט** כו 265, 272 (2020); עמדה משפטית מספר 24-101: הקשר ("Engagement") בין תאגיד מדווח לבין המשקיעים בניירות הערך שלו **רשות ניירות ערך**.

ממנה ניתן ללמוד כיצד מתכוון המוסדי להצביע. יתר על כן, במקרה של קרנות נאמנות, אלו מחויבות לפרסם את הנימוקים להצבעתן.[157] גם מדיניות ההצבעה של הגוף המייעץ, שלפיה הוא קובע את המלצותיו,[158] וכן ריכוז של נימוקי ההמלצות שהעביר בתקופה החולפת לגופים המוסדיים שאימצו מדיניות זו[159] מפורסמים וגלויים. גם הגופים המייעצים מקיימים קשר עם החברות,[160] כך שלחברות קיימת גם גישה לנימוקיהם.

אשר על כן, הטענה כי חברה אינה יודעת מדוע הצביע גוף מוסדי נגד החלטה כלשהי היא טענה מוזרה לכל הפחות. למעשה, לא ידוע על טענה קונקרטית של חברה ציבורית לפיה גוף מוסדי סירב למסור לה נימוקים לאופן הצבעתו. בפועל, למיטב ידיעתנו ובהכירנו את השוק היטב, אין כל מניעה לחברה המעוניינת בכך לברר מהי עמדתו של גוף מוסדי לגבי כל נושא שהוא.

הצדקה נוספת – ולא משכנעת, הקשורה לנימוקי התנגדות האספה הכללית היא כי אלו אינם מספקים "מידע חדש אשר יש בו כדי לשנות את ההחלטה המקורית של ועדת התגמול ודירקטוריון החברה או ההצדקה שבבסיסה."[161] מדובר בטענה מוזרה למדי מאחר שהגוף שאמור לספק את המידע הרלוונטי להחלטה הוא הדירקטוריון, ולא האספה הכללית. למעשה, ההפך הוא הנכון – האספה הכללית אינה צריכה לשכנע את הדירקטוריון. הרי, לפי הוראות המחוקק, וכפי שעולה גם מרוח הדברים שליוותה את הליך חקיקת תיקון 20, הכלל הוא שיש להעדיף את החלטת האספה הכללית, ורק על פי נימוקים מפורטים ומשכנעים (וכאשר מדובר על החלטה על ביצוע אובר־רולינג לגבי תגמול ספציפי נדרש גם שיהיה מדובר במקרה מיוחד) הדירקטוריון יכול להעדיף את עמדתו על פני זו של האספה הכללית. כלומר, כאשר הדירקטוריון בוחר לבצע אובר־רולינג ולהעדיף את עמדתו על זו של האספה הכללית – הוא זה שעליו הנטל לשכנע כי החלטתו מוצדקת. עמדה על כך גם היועצת המשפטית לממשלה בציינה כי על הדירקטוריון לאסוף נתונים נוספים או לקבל חוות דעת חדשות – ככל שעלה צורך בכך בעקבות השיח עם בעלי המניות.[162]

נימוקים גנריים

ראשית נציין כי בכמה החלטות אובר־רולינג נעשה שימוש בנימוקים גנריים המועתקים, בשינויים קלים בלבד, מחברה לחברה.[163] העתקת פסקאות, בפרט כשהן מתארות את תהליכי

157 ס' 27(א)(6) לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (דוחות), התשנ"ה–1994.

158 ראו למשל מדיניות הצבעה, חברת עמדה מחקר כלכלי בע"מ 2023–2024, https://tinyurl.com/45bsbff7.

159 חוזר למנהלי קרנות, לעיל ה"ש 113, ס' 2(ד).

160 שם, ס' 4(א).

161 מהדרין בע"מ, דיווח על אובר־רולינג לגבי תגמול למנכ"ל מיום 20.4.2023.

162 עמדת היועצת המשפטית, לעיל ה"ש 45, בעמ' 4.

163 השווה למשל בין הדיווח של חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ מיום 2.6.2023 (https://mayafiles.tase.co.il/rpdf/1526001-1527000/P1526169-00.pdf) לדיווח של חברת אבגול תעשיות בע"מ מיום 8.11.2023 (https://mayafiles.tase.co.il/rpdf/1556001-1557000/P1556987-00.pdf) וכן בין הדיווח של חברת מהדרין בע"מ

עבודת הדירקטוריון ואת הלך מחשבת הדירקטורים, לא רק שמציגה את החלטת האובר־רולינג כהליך סטנדרטי במהלך העניינים הרגיל, אלא עלולה אף להעלות תהיות לגבי שיקול הדעת העצמאי שהפעילו הדירקטורים בהחלטת האובר־רולינג – כך במיוחד כאשר תיאור הליך קבלתה והטיעונים לקבלתה למעשה הועתקו מדיווח של חברה אחרת לגבי החלטת אובר־רולינג שקיבל הדירקטוריון שלה. הגנריות שבטיעונים היא שמעלה את התחושה כי אין בנימוקי הדירקטוריון דבר משמעותי וכי הדירקטוריון אינו פועל "בלב פתוח ונפש חפצה" במגעיו עם בעלי המניות שמינו אותו.

נימוקים אחרים שחזרו על עצמם במסגרת הדיווחים, לא הצלחנו לתאר אלא כ"סתומים". לדעתנו, לא רק שנימוקים אלו אינם מוסיפים משקל להחלטת האובר־רולינג, אלא שהם גם מעוררים קשיים רבים.

הכוונה למשל לנימוק לפיו בעל השליטה בחברה הצביע בעד אישור מדיניות התגמול ו/או התגמול הספציפי שהובא לאספה.[164] משמעות הטיעון היא שאלמלא היה צורך ברוב מיוחד, כפי שנדרש על פי החוק, ההצעה הייתה זוכה לאישור האספה. טענה זו מוזרה שבעתיים כאשר מעלות אותן חברות עם גרעין שליטה. הרי בחברות כאלו, כל החלטה אשר לא נדרש רוב מיוחד לאישורה, מאושרת באספה בזכות הצבעת בעל השליטה (שלו "היכולת לכוון את פעילותו של התאגיד").[165] לא רק שטענה זו כלל לא תורמת להצדקת החלטת האובר־רולינג, מאחר שמציינת את המובן מאליו, אלא שטענה זו מתעלמת לחלוטין מתכלית החקיקה, שהתכוונה להתמודד עם בעיית הנציג, על ידי מיתון כוחו הרב של בעל השליטה.

טיעון סתום אחר שהועלה באחת מהחלטות האובר־רולינג עוסק בסיטואציה שבה האספה הכללית התנגדה הן לעדכון מדיניות התגמול והן לתגמול למנכ"ל החורג ממדיניות התגמול הנוכחית של החברה. במסגרת נימוקי הדירקטוריון לגבי ביצוע אובר־רולינג – הן לגבי מדיניות התגמול והן לגבי התגמול למנכ"ל, ציינה החברה כי ההענקה למנכ"ל תבוצע **רק** לאחר עדכון מדיניות התגמול.[166] כלומר, רק לאחר שהדירקטוריון יקבל החלטת אובר־רולינג לגביה. אין

(https://mayafiles.tase.co.il/rpdf/1518001-1519000/P1518290-00.pdf) מיום 20.4.2023 לדיווח של חברת אברות תעשיות בע"מ מיום 3.5.2023 (https://mayafiles.tase.co.il/rpdf/1520001-1521000/P1520217-00.pdf).

164 איי.די.איי. חברה לביטוח בע"מ, דיווח על ביצוע אובר־רולינג לגבי מדיניות התגמול והתגמול למנכ"ל, מיום 4.4.2023: "**בעלת השליטה בחברה**, אשר למיטב ידיעת החברה, הינה בעלת שיעור ההחזקה הגבוה ביותר בחברה, **הצביעה בעד אישור מדיניות התגמול ועדכון חלק מתנאי הכהונה של מנכ"ל החברה**, כפי שהובאו בפני אישור האסיפה"; הכשרת הישוב התחדשות עירונית בישראל בע"מ, דיווח על ביצוע אובר־רולינג מדיניות התגמול מיום 27.2.2023: "**על אף שמדיניות 2023 המעודכנת זכתה לתמיכת רוב בעלי המניות** של החברה שהשתתפו באסיפה הכללית (96.28% מקרב בעלי המניות המשתתפים), **לא התקבלה תמיכת רוב בעלי המניות מקרב בעלי מניות המיעוט**, קרי לא התקבל רוב מתוך סך בעלי המניות שאינם בעלי שליטה או עניין אישי שהשתתפו בהצבעה, כנדרש לפי הוראות... לחוק החברות".

165 הגדרת "שליטה", ס' 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח–1968.

166 אלקטרה בע"מ, דיווח על ביצוע אובר־רולינג לגבי מדיניות התגמול והתגמול למנכ"ל, מיום 3.4.2023: "**ההענקה תבוצע לאחר עדכון מדיניות התגמול** של החברה ככל שנוגע להענקת כתבי

בטיעון זה כדי להניח את הדעת לגבי האובר־רולינג על התגמול למנכ״ל. הרי תגמול למנכ״ל – ללא קשר לשאלה אם הוא חורג או לא ממדיניות התגמול, טעון את אישור האספה הכללית. טיעון זה חושף כי לדעת הדירקטוריון החלטות אובר־רולינג הן עניין שגרתי ופעוט. הדירקטוריון אינו רואה כל קושי בביצוע אובר־רולינג כדי לאשר כל החלטה הטעונה את אישור האספה הכללית ככל שלא התקבל.

טיעון סתום אחר קובע כי בעלי המניות לא הביעו התנגדות עקרונית לעצם אישור התגמול למנכ״ל, אלא רק לגובהו.[167] על פי נימוק זה, ניתן להצדיק כל החלטת אובר־רולינג – כאשר בדרך כלל, כפי שעולה מהחלטות האובר־רולינג, התנגדות האספה נוגעת לגובה התגמול.

לפי טיעון סתום נוסף, בשל היעדרותם הפיזית של בעלי המניות מהאספה, לא יכלו הדירקטורים לשקול את נימוקי ההתנגדות של בעלי המניות.[168] קשה להתייחס בכובד ראש לטענה זו. הרי אספה, בשונה מישיבת דירקטוריון, אינה פורום לקיום דיונים אשר בסופם מתקבלות החלטות. כך לפחות בשנים האחרונות מאז שבכל העולם הלכו והתפתחו אפשרויות הצבעה שאינן דורשות נוכחות פיזית של בעלי המניות, אשר לעיתים מרוחקים אלפי קילומטרים ממיקום האספה של החברה.[169]

החלטת אובר־רולינג מוצדקת? קווים לדמותה

מתוך 141 הדיווחים על ביצוע אובר־רולינג שסקרנו וניתחנו, נבקש להרחיב, כדוגמה, לגבי דיווח אחד שמתאר החלטה על ביצוע אובר־רולינג אשר לדעתנו מקיימת את כוונת המחוקק וכן נראה כי נעשתה באופן ראוי ובמקרה מיוחד ומתאים (תיאור מפורט של המקרה בנספח א׳).

במאי 2022 הודיעה חברת פועלים אי.בי.אי. – ניהול וחיתום בע״מ (ששינתה מאז את שמה לאי.בי.אי. – ניהול וחיתום בע״מ) על ביצוע אובר־רולינג לגבי מדיניות התגמול, התגמול למנכ״ל והתגמול לשני נושאי משרה נוספים החורג ממדיניות התגמול.[170] התעמקות בתוכן הדיווח מלמדת כי החלטת האובר־רולינג נעשתה בהתאם לדרישות החוק ולכוונת המחוקק:

אופציה למנכ״ל החברה, כך שהיא תהיה **תואמת להוראות מדיניות התגמול של החברה** ותעמוד במגבלות מדיניות התגמול כאמור״.

167 מימון ישיר מקבוצת ישיר (2006) בע״מ, דיווח על ביצוע אובר־רולינג לגבי התגמול למנכ״ל מיום 9.9.2021: ״ועדת התגמול ודירקטוריון החברה הדגישו, כי **לא הובעה מאת בעלי המניות** שהעבירו עמדתם לחברה **הסתייגות עקרונית להקצאה הפרטית למנכ״ל** ו/או לתנאי האופציות, **למעט כאמור ביחס לעלות הכוללת של תגמול המנכ״ל** לחברה בהתחשב גם בהקצאה הפרטית למנכ״ל״.

168 מלם־תים בע״מ, דיווח על ביצוע אובר־רולינג לגבי התגמול למנכ״לים מיום 17.3.2020: ״**כל בעלי המניות שהתנגדו לאישור הנושאים הנ״ל לא נכחו באסיפה** הכללית והשתתפותם נעשתה באמצעות משלוח כתב הצבעה ו/או הצבעה אלקטרונית, והם אף לא פירטו את הסיבות שבגינן התנגדו״.

169 ראו התייחסות רחבה לסוגיה זו ב״מערכת הצבעה אינטרנטית בישראל והשתתפות משקיעים לא־מוסדיים״ **רשות ניירות ערך בשיתוף ד״ר ישראל קליין, אוניברסיטת אריאל** (יוני 2023) https://tinyurl.com/2ms95nh8.

170 דיווח של פועלים אי.בי.אי – ניהול וחיתום בע״מ על ביצוע אובר־רולינג לגבי מדיניות התגמול, התגמול למנכ״ל והתגמול לנושאי משרה אחרים החורגים ממדיניות התגמול מיום 23.5.2022.

מתוארים בה באופן נרחב הדיון המחודש שנערך לאחר התנגדות האספה הכללית והנימוקים המפורטים להחלטה וכן מוסבר מדוע סבר הדירקטוריון כי אכן מדובר במקרה מיוחד המצדיק את העדפת עמדתו על זו של האספה הכללית. כמו כן, עולה מהדיווח כי ההחלטה על ביצוע האובר־רולינג נעשתה כמוצא אחרון, כאשר לדעת הדירקטוריון, ההחלטה עצמה – ולא אישור התגמול – התקבלה לטובת החברה. בין היתר, הדירקטוריון הסביר ונימק כי מדובר במצב בו אי־קבלת ההחלטה תפגע אנושות בחברה וזאת נוכח החשש מעזיבת נושאי המשרה שאת התגמול להם התבקשו לאשר.

בעוד זו אינה החלטת האובר־רולינג היחידה שבה מציין הדירקטוריון כי מדובר במקרה מיוחד המצדיק את קבלתה, הסיבה שהצורך בהחלטה זו משכנע ומניח את הדעת היא כי לאורך שנים רבות, באופן עקבי, עוד לפני קבלת ההחלטה, נתנה החברה גילוי נאות לגבי התלות המהותית שיש לה בנושאי המשרה הבכירים שלה ועל השפעתם המהותית על יכולותיה ועל כושר התחרות שלה בשוק. גם בדיווח על האובר־רולינג ניתן פירוט נרחב על תלות זו, ובצורה שאינה משתמעת לשתי פנים. במיוחד, מהפרטים שנכתבו בדיווח יכולים בעלי המניות ללמוד כי תחום החיתום – בו עוסקת החברה, נשען על ידע, מומחיות וקשרים שישנם רק לקומץ של אנשים, אשר יכולים, בֵּן רגע, לעזוב את החברה ולהמשיך בפעילותם תחת מסגרת שונה.

והרי, ההנחה היא כי כל נושא משרה בחברה – ובמיוחד כזה שלו מעוניינת החברה לשפר את תנאי התגמול, אף מעבר למדיניות התגמול, הוא בעל תרומה משמעותית וחשובה לחברה שעזיבתו עלולה לפגוע בצורה מסוימת בהתנהלותה, כך שלא בהכרח מדובר בטענה מספקת לביצוע אובר־רולינג. אלא שבמקרה האמור, ולעומת דיווחים אחרים שאותם סקרנו, עולה כי הטענה של הדירקטוריון כי האובר־רולינג נדרש על מנת למנוע עזיבה של איש מפתח, עד כי מדובר במקרה מיוחד המצדיק באופן משכנע את העדפת עמדת הדירקטוריון על פני זו של האספה הכללית, אכן מבוססת על היכרותו של הדירקטוריון עם תחום פעילותה של החברה והתלות הייחודית שלה בנושאי המשרה – תלות אשר לא הועלתה לראשונה במסגרת ההחלטה ורק על מנת להצדיקה. החברה אף ציינה, במסגרת תיאור גורמי הסיכון של החברה בדו״ח התקופתי שקדם לקבלת החלטת האובר־רולינג, את היותה חברה ציבורית (היחידה מבין חברות החיתום) הכפופה בשל כך לרגולציה המחייבת לאשר את התגמול לבכיריה ברוב מיוחד, כחיסרון.

כל אלה למעשה מלמדים כי הדירקטוריון ביצע אובר־רולינג מקום בו סבר כי אכן מדובר במקרה מיוחד שבו עמדתו עדיפה על זו של בעלי המניות, מאחר שיש בידיו מידע שהפך את החלטתם להתנגד לאישור התגמול לשגויה. הדירקטוריון הקפיד להציג, באופן עקבי ומלא, את התלות של החברה בנושאי המשרה, ולא השתמש בטיעון זה כטיעון גנרי שמטרתו להצדיק, כלאחר יד ובדיעבד, את ההתעלמות מעמדת בעלי המניות.

מסקנות ביניים

ניתוח הנימוקים להחלטות האובר־רולינג מלמד כי לכל הפחות מדובר בתופעה שיש לוודא כי אינה ״עוברת מתחת לרדאר״. כך, הניתוח מעלה כי השימוש באובר־רולינג נעשה כלאחר יד, מבלי להתעמק בכוונת המחוקק בקביעת ההסדר, תוך זלזול מסוים בסמכות שהוא העניק לבעלי המניות בעניינים אלו: השימוש בו אינו שמור למקרים מיוחדים, נעשה על בסיס נימוקים

nevo.co.il

גניריים ולא משכנעים, תוך העדפת שיקול הדעת של הדירקטוריון על פני זה של בעלי המניות וללא הצדקה משכנעת. התוצאה היא שהשימוש באובר־רולינג נראה לעיתים כ"עוד שלב" צפוי וידוע בדרך לאישור הצעות בנושאי תגמול – במקום "האישור המשולש", נולד "האישור המחומש" – ועדת תגמול־דירקטוריון־אספה־ועדת תגמול־דירקטוריון. יתר על כן, ניתוח תוכן הדיווחים מצביע על איזו שהיא לעומתיות, שלא לומר עוינות, שהתפתחה בין האורגנים השונים של החברה, הנאבקים כולם על זכות הראשונים לקבוע מהי "טובת החברה" – נושא לו יוקדש המשך הדיון.

בהמשך המאמר נציע כמה צעדי מדיניות שאנו סבורים כי ישפרו את איכות הממשל התאגידי בשוק ויקדמו שיח קונסטרוקטיבי ומיטבי בין האורגנים השונים בכלל, וכן יסייעו להגשים את כוונת המחוקק בקביעת הסדר האובר־רולינג בפרט, ויבטיחו כי השימוש באובר־רולינג ייעשה במשורה ויישמר רק למקרים המתאימים לכך.

2. החלטת אובר־רולינג, טובת החברה ומתחם סבירות התגמול

כאמור, צמד המילים "טובת החברה" מופיע בשכיחות גבוהה בדיווחים על אובר־רולינג. מסקירת הדיווחים עולה כי רק ב־14 מקרים (10%) לא הוזכר צמד המילים "טובת החברה" כנימוק לביצוע האובר־רולינג. באחד הדיווחים צמד המילים חזר על עצמו 14 פעמים, ובשני דיווחים אחרים חזר על עצמו 10 פעמים. ב־63% מהדיווחים נעשה שימוש בצמד מילים זה בין פעם אחת ל־3 פעמים וב־24% מהדיווחים נעשה בו שימוש בין 4 ל־9 פעמים.[171]

העובדה שהתיבה "טובת החברה" מופיעה ברוב רובם של הדיווחים על אובר־רולינג מרמזת כי לדעת הדירקטוריונים באזכור "טובת החברה" ניתן הנימוק האולטימטיבי לכשרות החלטתם לדחות את עמדת האספה הכללית. זהו רמז לתפיסה לפיה הדירקטוריון מבין טוב יותר מבעלי המניות מהי ההחלטה הנכונה. לגבי שאלות מסוימות ורבות ניתן לטעון כי אכן כך. בהתאם, החלטות רבות (ולמעשה לגבי רוב שאלות היום יום של החברה) אינן טעונות את אישור בעלי המניות. לעומת זאת, בסוגיית התגמול, ובהתאם להצדקות שמאחורי מנגנוני ה־SOP שנקבעו בארץ ובעולם, לא כך הדבר. במיוחד, על פי מנגנון ה־SOP הישראלי, לפיו אישור האספה הכללית, וברוב מיוחד, מחייב ולא מייעץ – נראה כי העמדה היא כי רק במקרים חריגים, על בסיס נימוקים מפורטים ומשכנעים, יהיה הדירקטוריון בעל המילה האחרונה. בכל המקרים האחרים, כך לפי המחוקק, עמדת בעלי מניות המיעוט נתפסת כזו המקיימת את טובת החברה ולכן אין לסטות ממנה. יתר על כן, אנו סבורים כי השימוש במונח "טובת החברה" הוא שימוש טאוטולוגי – הרי, ההנחה היא כל החלטה המתקבלת על ידי הדירקטוריון היא לטובת החברה, שאם לא כן, הרי שלא הייתה מתקבלת על ידי דירקטוריון שעומד בחובותיו.[172]

בכל אופן, אין ספק כי המציאות מורכבת ואת "טובת החברה" ניתן לפרש בצורה רחבה ולעיתים אף בכיוונים מנוגדים. נראה שסוגיית האובר־רולינג היא דוגמה מצוינת לכך.

171 בחישוב זה לא הובאו בחשבון החלטות אובר־רולינג שהתקבלו על ידי חברות דואליות, מאחר שהדיווח על ההחלטה לא היה בעברית.

172 לפי ס' 254 לחוק.

nevo.co.il

הרי, לו הייתה "טובת החברה" מושג חד־חד־ערכי, היה אפשר להעניק לדירקטוריון את הסמכות לקבוע גם בנושאי התגמול בהם דן מאמר זה, וכלל לא היה צריך להטריח את האספה הכללית לאשר או לדחות את הצעת הדירקטוריון. אלא שלא כך הוא המצב. החלטה בנושאי תגמול גם היא אינה חד־חד־ערכית – אין רק סכום תגמול או מבנה תגמול אחד ויחיד שהוא "הנכון" ולכן מגשים את טובת החברה. גורמים שונים יכולים לחשוב על תגמול שונה – לדוגמה, נמוך או גבוה יותר, עם רכיב הוני או בלי – שיאפשר לחברה להשיג את אותם יעדים בדיוק. ובסוגיות התגמול בהן עוסק מאמר זה, קבע המחוקק כי הגורם שנדרש לאשר את התגמול הוא האספה הכללית. וליתר דיוק – רוב מיוחד מקרב בעלי המניות. זאת, אלא אם הדירקטוריון החליט כי יש לדחות את עמדת האספה הכללית ולהעדיף את עמדתו על ידי ביצוע אובר־רולינג, על בסיס נימוקים מפורטים ובאותם מקרים חריגים כאשר הדבר אכן ראוי ומוצדק. במילים אחרות, נראה כי כל עוד עמדת האספה הכללית היא סבירה, יש להעדיפה.

כשדירקטוריון מבצע אובר־רולינג בנימוק כי אישור מדיניות התגמול או התגמול הספציפי הוא לטובת החברה, הוא קובע, במשתמע, שהחלטת האספה הכללית אינה לטובת החברה. אלא שכאמור, נקודת המוצא היא שאין החלטת תגמול אחת ויחידה המקיימת את טובת החברה. ואכן, הנוסח שבו נעשה שימוש בדיווחים על אובר־רולינג, כגון "...ולכן ההחלטה הינה לטובת החברה", הוא נוסח זהיר – הדירקטוריון אינו מתחייב שההחלטה שהוא קיבל היא ההחלטה **הטובה ביותר** לחברה, או שאין החלטות נוספות שיכולות להיחשב כטובות לחברה.[173] ובכל מקרה, השאלה שאינה מקבלת תשובה – בניגוד לדרישת המחוקק, היא **האם ביצוע האובר־רולינג הוא לטובת החברה**.

ממילא אנו סבורים כי אין די בכך שהחלטת הדירקטוריון היא לטובת החברה על מנת לבצע אובר־רולינג – כלומר, זה תנאי הכרחי, אבל לא מספיק. זאת מאחר שגם כשהאספה הכללית, הנמצאת בהיירכייה התאגידית מעל לדירקטוריון, מחליטה, לכל הפחות קיימת חזקה שהדבר נעשה לטובת החברה. אחרת – מדוע בכלל דורש המחוקק את אישור האספה הכללית (ואף, במקרים מסוימים, רוב מיוחד) לצורך קבלתן של החלטות שונות וחשובות בחייה של החברה?[174]

מכאן שכדי שנימוק שלפיו אובר־רולינג הוא מוצדק מפני שהוא לטובת החברה יהיה משכנע, על הדירקטוריון לקבוע שהחלטת האספה הכללית **אינה** לטובת החברה. במקרה כזה יהיה עליו גם לפרט מדוע. כל עוד הדירקטוריון אינו מערער באופן משכנע על כך שהחלטת האספה הכללית היא לטובת החברה – ונזכיר כי הדבר למעשה טמון אינהרנטית באינטרס הממוני של בעלי המניות, הוא אינו ממלא אחר כוונת המחוקק. אם זה הנימוק היחיד לביצוע

173 נציין כי בכמה החלטות שנוגעות לתגמול לנושא משרה שכבר הודיע על סיום כהונתו, הטענה כי אישור מענק פרישה לאותו נושא משרה – נוסף על זה שממילא משולם לאותו נושא משרה בהתאם לתנאי הכהונה וההעסקה שלו, הוא לטובת החברה היא טענה שמעוררת לדעתנו אי־נוחות מיוחדת וראוי לשקול אותה בכובד ראש. ראו למשל בדיווח של חברת נ. ר. ספאנטק תעשיות בע"מ מיום 12.1.2017.

174 למשל, לצורך מינוי רו"ח מבקר חיצוני לפי ס' 154 לחוק; לצורך אישור עסקאות עם בעלי עניין לפי הפרק החמישי לחוק; לצורך מינוי דירקטורים לפי ס' 59 לחוק; ובפרט לצורך מינוי דירקטורים חיצוניים, אז נדרש רוב מיוחד לפי ס' 239.

אובר־רולינג, ניתן לטעון כי הוא אינו מהווה הצדקה מספקת. כך, בעוד צריכה לדעתנו להיות פתיחות לקבלה של מקרים שבהם עמדת בעלי המניות היא לא לטובת החברה – צריכה להיות גם הסכמה כי מדובר באירועי קיצון, ועל הדירקטוריון לנמק היטב מדוע לדעתו מדובר במקרה שכזה. לעניין זה, בנספח א׳ התייחסנו גם לאופן שבו הנימוקים להחלטת האובר־רולינג מעלים כי לדעת הדירקטוריון מדובר במקרה מיוחד, שבו החלטת האספה הכללית מתעלמת מהתלות הייחודית של החברה בהון האנושי שלה, עד כי החלטת האספה אינה לטובת החברה.

נציין כי ניתן לבחון את הסוגיה בראייה רחבה יותר, כחלק מהניסיון של דיני התאגידים להתמודד עם בעיית הנציג.[175] במסגרת זו נקבעו איזונים ובלמים שנועדו לאפשר לחברה לפעול בצורה הטובה והיעילה ביותר ולקיים את תכליתה. בין היתר, נקבעו עקרון הפרדת הרשויות וכללי ממשל תאגידי. בפרט, לעניינו, קבע המחוקק את כללי הממשל התאגידי הנוהגים לעניין אישור תגמול לנושאי המשרה בחברה בהתאם לסוגיות שבעיית הנציג מעוררת ולתמריצים השונים אשר משפיעים על כל אחד מהצדדים. זאת, במיוחד על רקע הנתונים שהיו בפני ועדת נאמן וחוסר היכולת להסביר אותם על בסיס ביצועי החברות או קיומו של בעל שליטה. גם בהתאם לראייה רחבה זו, יש להבטיח כי החלטת אובר־רולינג – אשר למעשה פועלת בניגוד להיירכייה התאגידית בנושאים הטעונים את אישור האספה הכללית, תתקבל באותם מקרים חריגים ומיוחדים ועל בסיס נימוקים מפורטים ומשכנעים. לעניין זה, הנימוק כי החלטה כלשהי היא לטובת החברה – כאשר כל האורגנים השונים של החברה ממילא אמורים לפעול לאורה, בוודאי שאינו מספק ומשכנע.

נציין כי ככל שלדעת דירקטורים מסוימים הגופים המוסדיים בהצבעתם נגד החלטה מסוימת פעלו תוך ניגוד עניינים, מתוך אינטרסים זרים או תוך הפרה של חובה החלה עליהם, עד כדי פגיעה בטובת החברה בה הם מכהנים, על הדירקטורים לפעול בהתאם, ללא מורא. טענה כזו בדבר התנהלות של גוף מוסדי הכפוף כאמור לחובת נאמנות כלפי החוסכים שאת כספם הוא מנהל היא טענה כבדת משקל.[176] אלא שביצוע אובר־רולינג אינו יכול לשמש כתרופה לקשיים שעשויים להתעורר נוכח התנהלות הגופים המוסדיים. לא לשם כך נקבע ההסדר והוא גם אינו מספק פתרון רחב דיו לסוגיה האמורה, אם וככל שהיא אכן מתעוררת.

ה. מה בין אובר־רולינג לכהונת דירקטור

השימוש המוגבר באובר־רולינג מצד דירקטוריונים בשנים 2022 ו־2023 הביא בעלי מניות מקרב הציבור לקרוא לאי־חידוש כהונתם של דירקטורים שהצביעו בעד ביצוע אובר־רולינג

175 ראו לעיל, ה״ש 103.

176 נציין כי לרוב דווקא נשמעת טענה כי ניגודי עניינים, שיקולים זרים וחוסר בתמריצים מביאים את הגופים המוסדיים שלא לפקח אפקטיבית על הממשל התאגידי בחברה. כאן למעשה מדובר על טענה הפוכה, לפיה כל הגורמים הללו הביאו את הגוף המוסדי להתנגד להחלטה שהובאה בפניו. לדיון ראו דב סולומון ואופיר ויצמן ״חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים״ **המשפט** כו 309, 315 (2020).

במקרים שבהם הדבר נעשה באופן שאינו מוצדק ואינו ממלא את כוונת המחוקק.[177] לאור ובמקביל להד הציבורי שהיה לקריאות אלו, כמה גופים מוסדיים הצטרפו לכאלו שכבר הצביעו בעבר נגד חידוש כהונתם של דירקטורים שתמכו בהחלטות אובר־רולינג,[178] וכתוצאה מכך כהונתם של כמה דירקטורים חיצוניים אכן לא חודשה.[179] בעקבות זאת נשמעו טיעונים לפיהם אי־חידוש כהונה במקרה כאמור מהווה "הדחה", "ענישה" או "פיטורים" לא מוצדקים ולא חוקיים של דירקטורים, אשר קיבלו החלטה בהתאם לחוק.[180]

לאחר שבפרק הקודם ניתחנו את התנהלות הדירקטורים בהחלטות אובר־רולינג וניסינו לצקת תוכן לשאלת "טובת החברה", במסגרת פרק זה נרחיב את הדיון בשאלת ההצבעה על מינוי או חידוש כהונה של דירקטור שהשתתף בביצוע אובר־רולינג.

נזכיר כי אחד התפקידים המרכזיים של האספה הכללית הוא מינוי דירקטורים[181] – כאלו אשר יקדמו את טובת החברה, וכנגזר מכך, ישיאו את רווחי בעלי המניות. שהרי על הדירקטוריון בתורו למנות את המנכ"ל[182] ולפקח על פעילותו, להתוות את מדיניות החברה ולהחליט בפעולות ובעסקאות רבות ומגוונות לאורך חיי החברה.[183] מכאן שכוחם של בעלי המניות למנות או לסיים את כהונתו של דירקטור מהווה ביטוי מרכזי של עקרון "הדמוקרטיה התאגידית"[184] ואמצעי מרכזי עבורם להפעלת פיקוח על הדירקטוריון ולביטוי עמדתם ביחס להתנהלותו.[185]

כאמור, לפי אחת הטענות שעלו, התנגדות למינוי או לחידוש כהונה של דירקטור שהשתתף באובר־רולינג היא מנוגדת לחוק. מדובר בטענה שקשה להצדיק, במיוחד מאחר שלעניין אופן ההצבעה בנוגע למינוי, חידוש או סיום כהונה של דירקטור הדין אינו מצמצם את שיקול דעתו

177 לובי 99 ייצג בעל מניות ששלח הודעת עמדה בה קרא לשאר בעלי המניות להצביע נגד חידוש כהונתו של דירקטור חיצוני שהצביע בעד ביצוע אובר־רולינג בכמה מקרים בהם הדיווח על ביצוע האובר־רולינג העלה כי הדבר לא היה מוצדק, ולא נעשה על בסיס נימוקים משכנעים באופן שמגשים את כוונת המחוקק: אלקטרה בע"מ, דיווח על צירוף הודעת עמדה מטעם בעל מניות מיום 8.11.2023; ביג מרכזי קניות בע"מ, דיווח על צירוף הודעת עמדה מטעם בעל מניות מיום 6.2.2024.

178 כך למשל, לפי בירור שערכנו, הפניקס הצביעה נגד חידוש כהונתם של דירקטורים באספות הכלליות של פורמולה מערכות (1985) בע"מ, קבוצת דלק בע"מ ואספן גרופ בע"מ עקב השתתפותם בביצוע אובר־רולינג.

179 אמיר פרגר "מטריקס: המוסדיים מונעים כהונה נוספת לדח"צ שעשה אוברולינג" **כלכליסט** (18.12.2023) https://tinyurl.com/yejxzh3z; אלמוג עזר "הצבעת מחאה: בעלי מניות המיעוט בביג פסלו מינוי מחדש של דח"צית" **כלכליסט** (13.3.2024) https://tinyurl.com/6wr3ttv6.

180 איתי פת־יה "המוסדיים נגד עצמם? האיגוד שמייצג אותם טוען: מסמנים ומדיחים דירקטורים נגד החוק" **דה־מרקר** (25.2.2024) https://tinyurl.com/4ym6fjad; גליה היפש בשיתוף איגוד החברות הציבוריות "המלחמה על עתיד האובר־רולינג" **דה-מרקר (תוכן שיווקי)** (3.7.2024) https://tinyurl.com/3drbpa6v.

181 משימה המוטלת על אספת בעלי המניות מכוח ס' 57(4), 59 ו־230 לחוק.

182 ס' 92(7) ו־250 לחוק.

183 ס' 92 לחוק.

184 אקשטיין וקסטיאל, לעיל ה"ש 113, בעמ' 433.

185 סלומון, לעיל ה"ש 17, בעמ' 331.

של בעל המניות. כך, הדין אינו קובע מהם השיקולים שעל בעל מניה להביא בחשבון כאשר הוא קובע כיצד להצביע לגבי הצעה למנות או לחדש כהונה של דירקטור. במיוחד, הדין אינו מטיל על בעל המניה נטל להוכיח כי דירקטור שהוא מתנגד למינויו או לחידוש כהונתו פעל **בניגוד** לטובת החברה. נהפוך הוא – התנגדותו של בעל המניה למינוי או לחידוש כהונה של דירקטור עשויה לנבוע מטעמים שונים, כאלו הקשורים למועמד עצמו ולחוסר שביעות רצון מתפקודו כדירקטור וכן משיקולים כלליים יותר, הנוגעים להרכב הדירקטוריון ולתמהיל הכשירויות של חבריו.[186] למעשה, כל עוד בעל המניה פועל בתום לב ובדרך מקובלת[187] זכותו המלאה, כבעל זכות ההצבעה באספה הכללית, לתמוך או להתנגד הן למינוי דירקטור לראשונה והן לחידוש כהונתו.

כל זאת נכון גם ביחס להצבעה בנוגע למינוי לראשונה או לחידוש כהונתו של דירקטור על ידי גוף מוסדי, הממשמש בכך את זכויות ההצבעה של ציבור בעלי המניות החוסכים והמשקיעים באמצעותם. במצב האמור נוצר ניתוק בין זכות הקניין של בעלי המניות לזכות ההצבעה באספה הכללית – אותה כאמור מממש הגוף המוסדי, ומכאן עולה ביתר שאלת חשיבות ההצבעה של הגופים המוסדיים באספות הכלליות. להפעלת זכות ההצבעה של בעלי המניות באמצעות הגופים המוסדיים נודעת חשיבות רבה לא רק בהיבט הכמותי (הרי הם מחזיקים בשם החוסכים מניות בחלק הארי של החברות הנסחרות בבורסה), אלא גם בהיבט האיכותי. זאת מאחר שמדובר בגופים בעלי מומחיות גבוהה, ידע וניסיון רב[188] אשר מסוגלים לנתח במקצועיות את התועלת שתצמח לחברה מההחלטה שעל סדר יומה של האספה הכללית.[189] נוכח החשיבות האמורה של הצבעתם של הגופים המוסדיים[190] אף הוטלה עליהם חובה להצביע – באופן אקטיבי, באספות כלליות מסוימות, בין היתר באספה כללית שעניינה מינוי דירקטורים.[191] כאמור, כאשר הם ממשים חובה זו, כמו גם כאשר הם מקבלים החלטות אחרות לגבי ניהול כספי החוסכים, מוטלת עליהם חובת נאמנות כלפי החוסכים.[192] ולכן, בעת גיבוש אופן ההצבעה באספה הכללית עליהם לשקול ולקבוע מהו אופן ההצבעה אשר יקדם – באופן המיטבי, את טובתם של החוסכים אשר את כספם הם מנהלים. בכפוף לחובת הנאמנות כלפי החוסכים, ובמטרה להשיא את רווחיהם, ככלל, אמור הגוף המוסדי לממש את זכות ההצבעה בשם החוסכים באופן שהוא לטובת החברה. מובן שהנחה זו לא מתממשת במקום בו עולה טענה כי הגוף המוסדי פועל בניגוד עניינים.[193] אך מאחר שבמצב כזה יימצא הגוף המוסדי מפר את החוק, ראוי להניח כי זה הוא מצב קיצון – שיש כמובן לעוקרו מן השורש, אך

186 אקשטיין וקסטיאל, לעיל ה"ש 113, בעמ' 437.
187 ס' 192(א) לחוק. על בעל מניות חלה גם חובה להימנע מקיפוח שאר בעלי המניות, בהתאם לס' 192(ב), אך נראה כי תוכן חובה זו אינה רלוונטית לענייננו.
188 אקשטיין וקסטיאל, לעיל ה"ש 113, בעמ' 435.
189 חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 156, בעמ' 272.
190 סולומון, לעיל ה"ש 17, בעמ' 344.
191 ס' 2 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באספה כללית), התשס"ט–2009.
192 ס' 3 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה–2005.
193 היפש, לעיל ה"ש 180.

אין בו כדי להטיל צל על כל החלטה שמקבל גוף מוסדי בהיותו מממש את זכויות ההצבעה של החוסכים באמצעותו.

האמור רלוונטי כמובן באשר להצבעה על כל נושא שהוא, אך נכון שבעתיים כאשר מדובר בהצבעה לגבי מינוי או חידוש כהונתו של דירקטור. ובפרט, כאשר מדובר בדירקטור חיצוני, אשר מכוח הדין יוצא שהגופים המוסדיים הם פעמים רבות בעלי זכות **הכרעה** לגבי מינויו.[194] זאת משום שהם, בשכיחות גבוהה, מהווים רוב מקרב בעלי מניות המיעוט המשתתפים באספה הכללית. גם כאן, חשיבות ההצבעה עולה במיוחד נוכח העובדה שמדובר בגופים מקצועיים בעלי משאבים רבים ויכולת מוגברת להעמיק בהתנהלות הדירקטורים הראויה והרצויה.

ומכאן נעבור להתמקד בבחינת השתתפותו של דירקטור בביצוע אובר־רולינג לצורך גיבוש אופן ההצבעה על מינויו או חידוש כהונתו.

כאשר בעל מניה – בין שהוא יחיד ובין שהוא גוף מוסדי, מגבש את עמדתו כיצד להצביע בהחלטה על מינוי דירקטור, הוא בוחן, בין היתר, את התנהלותו של הדירקטור בעבר. הרי בדיוק לשם כך קבע המחוקק כי אלו יעמדו לבחירה מדי תקופה.[195] במסגרת זו מובן שהשתתפותו של דירקטור בקבלת החלטה מסוימת מהווה שיקול ענייני וסביר ביותר. כאשר בעל מניות סבור כי החלטה מסוימת כלשהי נעשתה שלא על דעתו, הוא בתורו בעל הזכות המלאה להצביע נגד מינויו או חידוש כהונתו של דירקטור. כך לגבי כל החלטה, ובמיוחד כאשר מדובר על החלטה של דירקטור לתמוך בביצוע אובר־רולינג. שהרי בעשותו כן בחר הדירקטור, יחד עם שאר חברי הדירקטוריון שתמכו בהחלטה, לפעול בניגוד לעמדת בעלי המניות. למעשה, מדובר באחת ההחלטות הבודדות המתקבלות בדירקטוריון לגביה ידוע הן לדירקטור והן לבעל המניות כי היא נעשית בניגוד לעמדתו של בעל המניות. מכאן ברורה חשיבותה של ההחלטה כאיתות לבעל המניות לגבי התנהלותו של הדירקטור. וכך במיוחד על רקע חוסר המידע שיש לבעלי המניות על אודות התנהלותם השוטפת של הדירקטורים המכהנים.

אשר על כן, אנו סבורים כי הטענה שהועלתה, לפיה התנגדות של גוף מוסדי לחידוש כהונתו של דירקטור שהשתתף בביצוע אובר־רולינג מהווה שימוש שלא כחוק בזכות ההצבעה של בעלי המניות אותם הוא מייצג, היא טענה שגויה בתכלית. ולמעשה, ההפך הוא הנכון – הרי כאמור, בבואו לגבש את אופן הצבעתו, על הגוף המוסדי חלה הן החובה להצביע לגבי החלטה מסוג זה והן החובה לפעול בנאמנות בניהול כספי החוסכים, ולשם כך, לשקול כל שיקול רלוונטי לעניין.[196] באופן ספציפי, לעניין הצבעה על מינוי או חידוש כהונתו של דירקטור, עליו לקבוע האם לעמדתו הדירקטור שמינויו על הפרק אכן מילא את תפקידו **באופן המיטבי**, או שמא עליו לבחור לתפקיד הדירקטור מועמד אחר, ראוי יותר, לרבות כזה אשר ימקסם בעיניהם את טובת החברה. ככל שאכן כך – על הגוף המוסדי להצביע נגד חידוש כהונתו של הדירקטור, וזאת כאמור אף אם לא הוכח כי הדירקטור פעל בניגוד לטובת החברה.

194 ס׳ 239 לחוק.
195 ס׳ 222 וס׳ 245(א) לחוק.
196 גם רשות ניירות ערך, במסגרת עמדת הרשות, לעיל ה״ש 44, בעמ׳ 4, עמדה על כך.

כעת נבקש לקשור בין סוגיית מינוי או חידוש כהונה של דירקטור לסוגיית טובת החברה. לעניין זה נדגיש כי מקסום טובת החברה – ועקב כך גם השאת רווחי בעלי המניות, מושג כאשר הדירקטורים פועלים באופן **אקטיבי**, ולא מסתפקים בהתנהלות פסיבית בתוך טווח האפשרויות שאינן פוגעות בטובת החברה – למעשה הם מחויבים לנהוג כך. במילים אחרות, מצופה ונדרש כי הדירקטורים יפעלו ללא לאות לקידום האפשרות שלא רק שומרת על טובת החברה, אלא ממקסמת אותה. והרי, כפי שהוצג בהרחבה לעיל, במקרים רבים, בשאלות שעומדות בפני הדירקטוריון ישנו טווח של החלטות סבירות (מתחם סבירות). נושאי תגמול הם דוגמה להחלטות מסוג זה. הצעת התגמול שמובאת לאישור האספה הכללית אינה היחידה והבלעדית האפשרית. במילים אחרות, במתחם הסבירות קיימת יותר מהצעת תגמול אחת טובה ואפשרית. ההצעה שמובאת לאישור האספה היא אפשרות אחת שאותה העדיף הדירקטוריון מבין אפשרויות רבות אחרות, וסביר בהחלט כי לדעת בעלי מניות מסוימים אפשרות אחרת עדיפה עליה. ואכן, במקרים שבהם בעלי המניות מתנגדים להצעה להעניק לנושא משרה תגמול מסוים, בפני הדירקטור מצויה האפשרות לתמוך בביצוע אובר־רולינג. אלא שבמקרה כזה על הדירקטור להכיר בכך כי יהיו בעלי מניות אשר עשויים למצוא בכך טעם לפגם – כך בכלל ובמיוחד אם הדבר נעשה באופן שאינו מוצדק בעיניהם, וכן אם מדובר בדירקטור אשר תמך בביצוע אובר־רולינג שוב ושוב, באותה חברה או בחברות שונות.

בכך למעשה מגלים בעלי המניות את דעתם כי התנהלות הדירקטור – בין היתר, כאשר תמך בביצוע אובר־רולינג – אינה מיטבית ואינה ראויה בעיניהם ועל כן הם מצביעים נגד חידוש כהונתו. אין הדבר בלתי חוקי ואין הדבר בלתי סביר – כל עוד אין מדובר בבעל מניות שהפר חובה החלה עליו.

בשל כך, נבקש לטעון כי דווקא הצבעה של גוף מוסדי – הכפוף כאמור לחובת נאמנות לחוסכים, בעד **המשך** כהונתו של דירקטור אשר לדעת הגוף המוסדי אינו פועל באופן הראוי והמוצדק ביותר לדעתו – דווקא היא – החלטה שגויה ופסולה שאף עשויה לעמוד בניגוד לחוק ובניגוד לטובת החוסכים.

לפי טענה אחרת שנשמעה התנגדות של גוף מוסדי לחידוש כהונתו של דירקטור שתמך בביצוע אובר־רולינג מהווה "ענישה", "הדחה" או "פיטורים." ראשית, חשוב לדייק ולהדגיש כי למעשה כלל אין מדובר במקרה של הדחה או בפיטורים – זכות שגם היא עומדת לאספה הכללית,[197] אלא במימוש זכותו של בעל מניות להצביע באספה הכללית נגד חידוש כהונתו של דירקטור. שנית, ובפרט לגבי הטענה כי מדובר ב"ענישה", אנו סבורים כי טענה זו מוזילה את השיח העניייני והחשוב על אודות ההחלטה על ביצוע אובר־רולינג. אנו סבורים כי יש למקד את השיח בסטנדרט ההתנהלות הראוי והנדרש מצד הדירקטורים בהחלטה על ביצוע אובר־רולינג, ומצד הגופים המוסדיים בהחלטה על מינוי דירקטורים ובכלל. זאת, אנו שואפים לקדם, בין היתר, באמצעות המאמר.

לפי טיעון אחר שעלה, התנגדותם של מוסדיים לחידוש כהונה של דירקטורים שהשתתפו בביצוע אובר־רולינג תביא לכך שדירקטורים לא יצביעו בהתאם לשיקול דעתם העצמאי, אלא

197 ס' 230 לחוק.

בהתאם לרצונם של הגופים המוסדיים,[198] מחשש פן לא תחודש כהונתם. אנו סבורים שמדובר בטיעון שאינו ראוי. ראשית, מאחר שהוא מתעלם מחובות האמונים והזהירות החלות על כל דירקטור, לפיהן עליו לפעול, כדירקטור סביר, מיודע, עצמאי ומקצועי, לטובת החברה.[199] שנית, מאחר שממילא הוראות חוק החברות, לרבות אלו העוסקות במינוי דירקטורים, שואפות לאזן בין כוחם של בעלי השליטה לזה של בעלי מניות המיעוט. לשם כך נקבעו מלכתחילה ההוראות המעניקות לבעלי מניות המיעוט כוח "עודף" במינוי הדירקטורים החיצוניים.[200] כל זאת תחת החשש כי דירקטורים לא פועלים בהתאם לשיקול דעתם העצמאי, אלא לפי רצונם של בעלי השליטה או ההנהלה. אנו סבורים כי שימוש בטיעון מסוג זה כדי "להגן" על דירקטורים דווקא פוגע באלו אשר פועלים באופן עצמאי, מקצועי וראוי.

השימוש הגובר באובר־רולינג בשנים 2022 ו־2023 לצד התפתחותו של שיח לא ענייני בנושא היוו תמריץ משמעותי עבורנו לחקור ולהעמיק בסוגיה זו. על כן, בפרק הבא נבקש להציע כמה צעדים שלדעתנו יוכלו להבטיח כי השימוש באובר־רולינג ייעשה לא רק בהתאם לדרישות החוק, אלא גם באופן ראוי ומוצדק יותר אשר יגשים את כוונת המחוקק וייטיב עם כלל השחקנים בשוק ההון הישראלי.

ו. מסקנות והמלצות מדיניות

בחינה מעמיקה של הרקע לחקיקת תיקון 20, כמו גם של הדיווחים השונים והרבים שסקרנו לגבי החלטות על ביצוע אובר־רולינג, מובילה למסקנה כי במקרים רבים השימוש באובר־רולינג אינו תואם את תכלית החוק והוראותיו.

האם המשמעות היא שיש לבטל כליל את האפשרות לבצע אובר־רולינג? זו עלולה להיות מסקנה מרחיקת לכת, ואנו איננו תומכים בה.

לעומת זאת, לדידנו, יש להתמודד עם התופעה של שימוש לא נאות בביצוע אובר־רולינג, כפי שתואר לעיל, ולהבטיח כי השימוש באובר־רולינג יגשים את כוונת המחוקק ואת הוראות החוק.

נדגיש כי המציאות מראה שהרוב המוחלט של החברות לא עושה שימוש באובר־רולינג. ממילא, כפי שהניסיון והנתונים מלמדים, ברוב המקרים הצעות ההנהלה לגבי התגמול זוכות לתמיכת האספה הכללית.[201] גם במקרים אלו, כמו במקרים שבהם התקבלו לבסוף החלטות אובר־רולינג, מתקיים שיח עם הגופים המוסדיים ועם הגופים המייעצים להם. אלא שבמקרים

198 לעיל, ה"ש 180.
199 ס' 252 ו־254 לחוק.
200 ס' 239 לחוק.
201 ממיפוי הנתונים שאספנו בנוגע לאספות הכלליות בין השנים 2020–2024, עולה אינדיקציה לפיה האספה הכללית מאשרת כ־95% מההחלטות בנושאי תגמול.

רבים – והדבר נלמד מדיווחים על אודות החלטות תגמול,[202] שיח זה מוביל לשינוי מוסכם של מדיניות התגמול או התגמול הספציפי, כך שלאספה הכללית מובאת הצעה שתזכה לתמיכת בעלי המניות, והצורך לשקול ביצוע אובר־רולינג מתייתר. למעשה, מסקר שנערך במסגרת מחקר בנושא אישור תגמול למנכ"ל, בקרב 106 דירקטורים מכהנים (יושבי ראש דירקטוריון, דירקטורים חיצוניים, דירקטורים בלתי תלויים ודירקטורים רגילים), עולה כי דירקטורים חיצוניים מייחסים חשיבות מוגברת להצבעות המוסדיים לעומת שאר הדירקטורים.[203] כמו כן, מסתבר כי רוב הדח"צים שהשתתפו בסקר בכלל מתנגדים לביצוע אובר־רולינג על שכר המנכ"ל.[204] מסקנה נוספת שעולה מאותו מחקר תומכת בצורך בהגברת התקשורת בין הדירקטוריון לבין המוסדיים, אשר תשפר את השקיפות בנוגע לשכר, תחזק את האמון בין הצדדים ותפחית את הצורך בביצוע אובר־רולינג.[205]

לכן, נדגיש כי איננו מבקשים להשליך מאותם מקרי אובר־רולינג שאינם נראים מוצדקים על התנהלותם של כלל הדירקטורים, אלא להצביע על אותם מקרים בהם ביצוע האובר־רולינג אינו מגשים את כוונת המחוקק. בהתאם, להלן נציע כמה צעדי מדיניות שאנו סבורים כי ישפרו את איכות הממשל התאגידי בשוק ויקדמו שיח קונסטרוקטיבי ומיטבי בין האורגנים השונים בכלל, וכן יסייעו להגשים את כוונת המחוקק בקביעת הסדר האובר־רולינג בפרט, ויבטיחו כי השימוש באובר־רולינג ייעשה במשורה ויישמר רק למקרים המתאימים לכך.

1. התנהלות החברה, הדירקטוריון והמוסדיים

ראשית, נציע כי במסגרת הקשר (engagement) בין המוסדיים לחברה בנושאי תגמול, יהיו מעורבים גם חברי ועדת התגמול, שהחוק ייחד להם תפקיד בסוגיה זו. עוד נמליץ לחברה שהאספה לא אישרה את הצעתה – בטרם תשקול לבצע אובר־רולינג, להיפגש בשנית עם בעלי מניותיה במטרה להגיע להבנות חדשות. גם בשלב זה ראוי לדעתנו שיהיו מעורבים חברי ועדת התגמול. אם אכן יושגו הבנות כאלו, תוכל החברה לזמן אספה חדשה שבה יובאו לאישור הנושאים אשר לא אושרו באספה שקדמה, לאחר עדכונם בהתאם להסכמות. מפגש זה צריך

202 ראו למשל חברת חילן בע"מ "זימון אסיפה מיוחדת ל־5.2.2024 – מענק הוני של 45,000 יחידות מניה חסומות לחברת זיברט השקעות" מיום 25.1.2024: "בעקבות דיון עם נציגי בעלי מניות מוסדיים, התכנסו ועדת התגמול ודירקטוריון החברה וקיבלו החלטה בקשר עם עדכון פרטי הענקה לחברת הניהול זיברט ועיקריהם שינוי המענק ההוני ל־45,000 יחידות מניה חסומות, שינוי מועדי ההבשלה וקביעת תקרה לסך רכיבי התגמול כולל ההענקה ההונית". (https://maya.tase.co.il/he/reports/1571807); משולם לוינשטין הנדסה וקבלנות בע"מ "אסיפה ב־7.7 – תיקון נוסף במדיניות התגמול לבקשת נציגי המוסדיים" מיום 5.7.2016: "לבקשת נציגי גופים מוסדיים נוספים מוצע תיקון נוסף למדיניות התגמול של החברה (תיקון ראשון פורסם ב־28.6.2016 אסמתכא 2016-01-068365) בסעיף 7 למדיניות התגמול". (https://maya.tase.co.il/he/reports/1045028).

203 Erez Barak & Keren Bar-Hava, *Does Institutional Holders Approval Really Matter? An Examination of Israel's Binding Vote on CEO Compensation, from Directors' Point of View*, 21 CORPORATE OWNERSHIP & CONTROL 162, 162 (2024).

204 שם, בעמ' 166.

205 שם, בעמ' 167.

להתקיים תחת הלך רוח (state of mind) לפיו בעלי המניות נמצאים מעל הדירקטוריון בהיירכייה התאגידית. נדגיש – מצב זה אינו מחייב את החברה ואת הדירקטורים לפעול לפי רצונו של כל בעל מניות, אך במצב שבו רוב בעלי המניות (מקרב המיעוט) חושבים באופן דומה, מצופה שהדירקטוריון ישקול להתעלם מעמדתם אך ורק אם מדובר במקרה חריג ומיוחד. לעניין זה יש לעודד את התפיסה כי השיח עם המוסדיים, שנעשה לרוב "מאחורי הקלעים", נועד לקדם החלטות טובות יותר, וכן, כי אף אם עמדת המוסדיים מנוגדת לזו של הדירקטורים, אין הדבר מהווה זלזול במקצועיותם או יושרתם של האחרונים.

שנית, כפי שעלה מדברי ההסבר, מהערות שנשמעו לאורך הליך החקיקה, מהפסיקה ומהעמדות האחרונות שפורסמו, על מנת שהחלטה על ביצוע אובר־רולינג תיעשה בהתאם לכוונת המחוקק, היא צריכה להיעשות כמענה לאירוע חריג ומיוחד ועל בסיס נימוקים מפורטים ומשכנעים. לכן, אנו מציעים כי החברה תמעט בשימוש בנימוקים גנריים ובמונחי "שסתום" (כמו טובת החברה, הון אנושי איכותי וכולי). לעומת זאת, **אנו מציעים כי החברה תתרכז בנימוקים שמסבירים מדוע התנגדות האספה מבטאת עמדה שאינה סבירה עד כי יש להתעלם ממנה ומדוע יש להעדיף את שיקול הדעת של הדירקטוריון בהחלטה שעל הפרק.** במסגרת זו, אנו סבורים כי על הדירקטורים להשתמש באפשרות לבצע אובר־רולינג במשורה ובזהירות, רק כאשר הדבר נעשה בהתאם לכוונת המחוקק ולהוראות החוק, תוך העדפת עמדת האספה הכללית בשאר המקרים. בהמשך לכך נציע כי הדירקטורים יימנעו מביצוע אובר־רולינג כאשר התנגדות האספה הכללית סבירה ואין סיבה מוצדקת להעדיף את עמדת הדירקטוריון עליה.

כן נחזור ונדגיש כי במסגרת הנימוקים לביצוע אובר־רולינג לגבי מדיניות התגמול, **על הדירקטוריון להסביר מדוע ביצוע האובר־רולינג הוא הוא לטובת החברה**, חלף חזרה על ההסבר – שלא שכנע את האספה, מדוע מדיניות התגמול היא לטובת החברה.[206]

כאשר ברקע ההחלטה על ביצוע אובר־רולינג עומד חשש מעזיבה של נושא משרה בכיר – מן הראוי שמדובר יהיה בחשש שסיכויי התממשותו אינם תאורטיים גרידא. במקרה כזה על החברה לתת **גילוי מלא לנסיבות העניין מבעוד מועד** (ולא להעלות אותו לראשונה בדיווח על ביצוע האובר־רולינג, רק כדי להצדיק את ההחלטה). מובן שגילוי כאמור כרוך באי־נוחות, וכן ברור כי כל היתכנות לעזיבה של נושא משרה בכיר ומשמעותי מעוררת חשש מסוים. עם זאת, איננו סבורים כי בכל מקרה שבו האספה התנגדה לתנאי תגמול מסוימים, הדבר מצדיק את השמעת "האיום" שנושא המשרה יעזוב את החברה אם לא יאושרו לו תנאי התגמול. לעניין זה נזכיר כי מקום בו לדעת הדירקטוריון לחברה יש תלות מהותית בנושא משרה בכירה, החברה נדרשת לציין זאת במפורש כבר במסגרת דו"ח תיאור עסקי התאגיד,[207] וכן לציין האם היא

206 עמדה אותה כאמור הדגישו לאחרונה גם היועצת המשפטית וגם רשות ניירות ערך.

207 ס' 22 לתוספת הראשונה לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט–1969 (שקובעת את העניינים אליהם צריכה להתייחס החברה במסגרת דו"ח תיאור עסקי התאגיד שעל החברה לכלול בדו"ח התקופתי לפי תק' 8א לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל–1970) קובע כי על החברה לתאר במסגרת דו"ח תיאור עסקי התאגיד תלות מהותית שיש לה בעובד מסוים.

רואה עזיבה של נושא או נושאי משרה כגורם סיכון.[208] במקרה כזה, נימוקי הדירקטוריון במסגרת החלטת האובר־רולינג צריכים לכלול התייחסות לכך שאי־אישור התגמול לנושא המשרה יגרום לפגיעה מהותית בחברה. ככל שהחברה לא ציינה כאמור, מתעורר קושי לקבל טענה של הדירקטוריון, המועלית לראשונה במסגרת החלטה על ביצוע אובר־רולינג, כי יש לאשר תגמול לנושא משרה, בניגוד לעמדת האספה הכללית, מאחר שאם לא ייעשה כן עשוי נושא המשרה לעזוב את החברה.

כאמור, ככל שאכן החברה קיבלה את התנגדות האספה – אף אם בחלקה, ותנאי מדיניות התגמול או התגמול הספציפי, לפי העניין, שונו בהתאם לכך, על החברה לזמן אספה נוספת על מנת לאשר את תנאי התגמול המעודכנים, זאת, בטרם תתקיים ישיבת דירקטוריון לביצוע אובר־רולינג. ייתכן שהאספה תאשר את ההצעה המעודכנת, כך שבכלל יתייתר הצורך בביצוע אובר־רולינג.

כמו כן, מצופה שתנומק בצורה מפורטת הדחיפות בקבלת ההחלטה על אובר־רולינג, ככל שזו התקבלה בסמוך להחלטת האספה.

כהמלצה נוספת הקשורה להתנהלות החברות, ובמיוחד לקשר שהן מנהלות עם המוסדיים, אנו קוראים לחברות הציבוריות לערוך פעילויות הַעֲשָׂרָה וימי עיון[209] סדורים לדירקטורים המכהנים אשר יכללו גם את הכרת המוסדיים ודרכי התנהלותם באספות כלליות. מניסיוננו, ולמרבה הצער, קיים חוסר גדול בנושא.

באשר למוסדיים – כבעלי כוח השפעה משמעותי בסוגיות התגמול שעל הפרק, וכדי לקדם שיח מועיל בעניינים אלו, אנו סבורים כי ראוי שבאתר האינטרנט ו/או במדיניות ההצבעה שלהם יהיה אזכור לגורמים האחראים להצבעות באספות כלליות ולדרכי ההתקשרות איתם.

עוד, בהמשך לדיון בדבר התנגדות לחידוש כהונתם של דירקטורים שהשתתפו בהחלטות אובר־רולינג, אנו קוראים לגופים המוסדיים לפרט במדיניות ההצבעה שלהם – ובאופן ברור, אם וכיצד יתייחסו להשתתפותו של דירקטור בהחלטה על אובר־רולינג. כמה גופים מוסדיים כבר עושים כן.[210] מדיניות ההצבעה צריכה לשקף האם השתתפותו של דירקטור בהחלטה על אובר־רולינג עשויה להשפיע על עמדת המוסדי בבואו לשקול כיצד להצביע על מינויו או חידוש כהונתו.

2. רגולציה והליכי חקיקה

ראשית נדגיש כי ההמלצות שלהלן נועדו להוסיף על עמדת היועצת המשפטית, שהתייחסויות רבות שהובאו במסגרתה כבר הוזכרו, ועל עמדת רשות ניירות ערך, שכאמור מתמקדת בשאלת הגילוי על אודות החלטות האובר־רולינג לאחר שאלו כבר התקבלו.

208 שם, ס׳ 39.

209 כפי שמוצע גם ב״הוראות ממשל תאגידי מומלצות״, בס׳ 4(א) לתוספת הראשונה של חוק החברות.

210 ראו למשל בס׳ 6.3(ה) למדיניות ההצבעה של הפניקס, https://tinyurl.com/3k7ctu7d. חלק מהגופים המוסדיים הוסיפו התייחסות כאמור רק בשנה האחרונה, בעקבות העיסוק בסוגיה.

בין היתר, במסגרת עמדת הרשות צוין כי נדרשת "התייחסות ועדת התגמול והדירקטוריון להתנגדות האסיפה...ככל שמידע זה ידוע לחברה".[211] כפי שציינו לעיל, על נושאי המשרה בחברה מוטלת חובה להשיג מידע אשר רלוונטי להחלטותיהם באופן אקטיבי. אנו סבורים כי על הרשות היה לעמוד על כך.

עוד על פי עמדת הרשות, במסגרת הדיווח על החלטת אובר־רולינג, על החברה לציין האם התקבלו החלטות אובר־רולינג נוספות במהלך 3 השנים האחרונות ולפרט את עיקריהן.[212] לטעמנו, דרישה זו צריכה לחול גם בכל זימון אספה כללית אשר מתבקשת לאשר עדכון למדיניות התגמול או תגמול ספציפי. לטעמנו, מדובר במידע הכרחי עבור בעלי המניות לצורך גיבוש הצבעתם. הדבר יגביר את השקיפות וישפר את המידע המובא על אודות התגמול לבעלי המניות.

עוד נציע לקבוע כי פרק זמן מוגדר לפני שיגיעו לסיומן שלוש השנים מאז שנכנסה לתוקף מדיניות התגמול או תנאי תגמול הטעונים את אישור האספה, תחויב החברה לקיים אספה שעל סדר יומה אישור מדיניות תגמול או תנאי תגמול מעודכנים. זאת על מנת שאישור האספה יתקבל בטרם פג תוקפם של אלו הנוכחיים. מטרת הצעה זו היא להבטיח שלחברה ייוותר זמן מספיק כדי לנסח מדיניות תגמול ותנאי תגמול שיזכו לתמיכת בעלי מניות המיעוט, ולא ייווצר צורך מְעוּשֶׁה לאישור מדיניות תגמול או תנאי תגמול בדרך של אובר־רולינג.

כמו כן, על הרגולטור להבהיר כי כאשר בעקבות דיון עם בעלי מניות נעשה שינוי במדיניות התגמול או בתגמול אשר במתכונתם הקודמת לא אושרו על ידי האספה, על החברה להביא בשנית את מדיניות התגמול או התגמול המעודכנים לאישור האספה. רק אם ההצעה המעודכנת נדחתה גם היא על ידי האספה, יוכל הדירקטוריון לשקול החלטה על ביצוע אובר־רולינג. נציין כי אנו תמהים על כך שלפי עמדת רשות ניירות ערך עולה כי אין קושי בכך שהשיח עם בעלי המניות הביא לשינוי התנאים המקוריים שהובאו בפני האספה – כך שהחלטת האובר־רולינג למעשה מאשרת תנאי תגמול שמעולם לא עמדו לאישור האספה הכללית – ולכן למעשה מעולם לא אושרו או נדחו על ידה.[213] עמדה זו עומדת בניגוד להבנתנו את דרישות הדין.

הצעה נוספת שעלתה ממיפוי וניתוח החלטות האובר־רולינג נובעת מהעובדה כי החברות מדווחות על ביצוע אובר־רולינג באופן שאינו אחיד – דבר הפוגע בשקיפות ומקשה על איתור החלטות מסוג זה. על כן, נציע כי תיקבע חובת דיווח ברורה וסדורה על אודות ביצוע אובר־רולינג על גבי טופס ייעודי. זאת במקום המצב הנוכחי שבו חברות מדווחות על קבלת ההחלטה בטפסים שונים (ת045, ת053, ת105 ות121). במסגרת זו, נציע כי החברות יידרשו לציין מהו סוג ההחלטה שלגביה בוצע האובר־רולינג ולסמן מהו סעיף החוק הרלוונטי לאותה החלטה, וכן יידרשו לצרף קובץ נפרד שבו ייכללו כלל הגילויים והנימוקים לקבלת ההחלטה, כנדרש בהוראות החוק ובעמדת הרשות בנושא. כמו כן, אנו סבורים כי יש לקבוע כי כל החלטת

211 עמדת הרשות, לעיל ה"ש 44, בעמ' 5.
212 שם, בעמ' 6.
213 שם, בעמ' 5.

nevo.co.il

אובר־רולינג תדווח בטופס נפרד, כך שלא יהיה ניתן לדווח על שתי החלטות אובר־רולינג על גבי אותו טופס.

עוד נדגיש כי ראוי לטעמנו שהרגולטור ייתן את דעתו גם לאופן הדיווח הנדרש מחברות דואליות. כיום, חלק מהחברות הדואליות כלל אינן מדווחות על ביצוע אובר־רולינג. חלף זאת, ניתן למצוא בקושי רב אזכור לאישור החלטות התגמול באובר־רולינג רק בדו״ח השנתי.

בנוסף, אנו סבורים כי יש לקבוע, במסגרת תקנות הדיווח, חובה לציין במסגרת הדו״ח התקופתי של החברה האם תגמול לנושא משרה או מדיניות התגמול אושרו בדרך של ביצוע אובר־רולינג. כיום, לא כל החברות מציינות עניין זה, ואלו שעושות כן, עושות זאת בדרך שאינה אחידה.[214]

עוד, כמסקנה מהליך החקיקה ומתוצאותיו בשטח, אנו קוראים למשרד המשפטים ולרשות ניירות ערך, אשר הובילו את חקיקת תיקון 20, לבסס נוהל מסודר ומחייב של בחינה תקופתית, רטרואקטיבית, של מהלכי חקיקה או קביעת רגולציה אחרת. זאת, על מנת להבין כיצד נעשה שימוש בפועל בחריגים ובסייגים שנקבעו במסגרת זו ולבחון כיצד טיעונים שעלו לאורך ההליך מצד צדדים שונים, ואשר השפיעו על גיבוש הרגולציה, באים לידי ביטוי במציאות. יש חשיבות בקיום תהליכי הפקת לקחים לאורך השנים שלאחר ניסוח הרגולציה כדי להבטיח את טִיּוּבָהּ ואת תכליתה. המלצה זו תשתלב עם מגמת טיוב הרגולציה כפי שבאה לידי ביטוי בהחלטות הממשלה השונות ומהקמת רשות האסדרה.[215]

לבסוף, לאור טענות שנשמעו בדבר ניגודי עניינים של הגופים המוסדיים וכוחם הריכוזי, אנו קוראים לרגולטור לקיים דיון מעמיק, רציני ועדכני בדבר האופן שבו המוסדיים מממשים, או צריכים לממש, את זכויות ההצבעה של החוסכים, בהתאם למבנה שוק ההון הישראלי. בכלל זאת, יש לבחון טענות לגבי ניגודי עניינים, ריכוזיות וחוסר שקיפות ולוודא כי ההוראות הקיימות אפקטיביות כדי לקדם את רמת הממשל התאגידי בשוק ההון הישראלי. לצורך כך, אנו מציעים לרגולטור לקיים באופן שוטף דיונים שקופים ורבי משתתפים ולבחון את הצעדים שנעשו בתחום הזה במדינות שונות בעולם, תוך התאמתם לשוק ההון הישראלי.

ז. סיכום

תיקון 20 נחקק על רקע טענות לגבי תגמול מופרז לנושאי משרה בחברות ציבוריות. בין היתר, במסגרת התיקון נקבעו הוראות שונות שנועדו להגביר את המעורבות של בעלי המניות באישור

214 לפי תק׳ 21 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש״ל–1970, החברה **אינה** צריכה להתייחס, במסגרת הדו״ח התקופתי, לחלק ד׳ לתוספת השישית, שבמסגרתו יש לציין את אופן קביעת התגמול ואת הגורמים האמונים על אישור התגמול. כמו כן, במסגרת ס׳ 32 לשאלון ממשל תאגידי ״המעודכן״ נדרשות החברות להתייחס לביצוע אובר־רולינג על ידי הדירקטוריון בתקופת הדו״ח. מאחר שאין כיום חובה לצרף את השאלון, כמובן שהדבר אינו מספק (ראו הבהרת סגל הרשות מיום 14.1.2016).

215 החלטה 218 של הממשלה ה־36 ״תכנית לאומית לשיפור הרגולציה ותיקון החלטות ממשלה״ (1.8.2021); חוק עקרונות האסדרה, התשפ״ב–2021.

תגמול לנושאי המשרה. יחד עם זאת, נקבעה במסגרתו האפשרות של הדירקטוריון לבצע אובר־רולינג על עמדת בעלי המניות, באותם מקרים מיוחדים וחריגים שבהם, על פי נימוקים מפורטים ומשכנעים, סבר הדירקטוריון שמוצדק להעדיף את עמדתו על פני זו של האספה הכללית.

השימוש הגובר באובר־רולינג בשנים 2022 ו־2023, גם במקרים שבהם הנימוקים שהציג לכך הדירקטוריון לא היו משכנעים ולא עלה כי מדובר במקרה חריג ומיוחד, העלה לכותרות את הנושא. הנושא זכה להתייחסות ציבורית מיוחדת לאחר שבעלי מניות קראו לאי־חידוש כהונתם של דירקטורים חיצוניים אשר השתתפו באותן החלטות, וגופים מוסדיים אכן הצביעו נגד חידוש כהונתם של אותם דירקטורים, ובעקבות כך כהונתם של חלקם לא חודשה. הצבעתם של הגופים המוסדיים נגד חידוש כהונתם של דירקטורים בעקבות השתתפותם בביצוע אובר־רולינג עוררה טענות שונות לגבי התנהלותם. בין היתר נטען כי מדובר בהדחה של דירקטורים שלא פעלו כרצון המוסדיים, או, כי באי־חידוש כהונתם של דירקטורים שהשתתפו באובר־רולינג המוסדיים למעשה כופים את עמדתם בסוגיות התגמול, וזאת למרות המומחיות והידע הרב שיש לדירקטורים בסוגיה. כך או כך, הלחץ הציבורי נתן את אותותיו, והשימוש באובר־רולינג בתקופה שלאחר מכן פחת דרמטית. השתלשלות זו זכתה לסיקור נרחב מצד העיתונות הכלכלית, והתייחסו אליה, בהזדמנויות רבות ושונות, גורמים רבים בשוק ההון.

אלא שבעוד סוגיית השימוש באובר־רולינג ואי־חידוש כהונתם של דירקטורים שהשתתפו בהחלטות מסוג זה זכו להתייחסות גוברת, הנושא טרם קיבל התייחסות מפורטת מצד הספרות האקדמית, ורק לאחרונה – כמעט בלית ברירה, לאחר תביעות נגזרות שעניינן בסוגיה, התייחסו אליה רשות ניירות ערך והיועצת המשפטית לממשלה. את הריק הזה מבקש המאמר להשלים.

סקירת הרקע לתיקון 20 העלתה כי בקביעת האפשרות של הדירקטוריון לבצע אובר־רולינג התכוון המחוקק שייעשה שימוש באפשרות זו באופן מצומצם, במקרים מיוחדים, על בסיס נימוקים מפורטים ומשכנעים. כוונה זו נלמדת לא רק מהוראות החוק, אלא גם מהאירועים שקדמו לחקיקת התיקון; מדברי ההסבר לתיקון; מהפרוטוקולים של דיוני ועדת החוקה, חוק ומשפט של הכנסת שדנה בתיקון; וכן מהפסיקה שהתייחסה לנושא. כוונה זו הודגשה גם בעמדת היועצת המשפטית לממשלה שכאמור פורסמה לאחרונה.

במסגרת המאמר הובא לראשונה ניתוח אמפירי מקיף שהתבסס על ניסיון לאתר את כלל החלטות האובר־רולינג שהתקבלו מאז נחקק תיקון 20. הניתוח האמפירי אכן מצביע על כך שבשנים 2022–2023 חלה עלייה בהיקף החלטות האובר־רולינג שהתקבלו, עד כי בשנת 2023, בלמעלה מ־65% מהמקרים בהם האספה לא אישרה את התגמול המוצע – ומדובר בהחלטה עליה יכול היה הדירקטוריון לבצע אובר־רולינג, הדירקטוריון אכן השתמש באפשרות זו. את תוצאות הניתוח האמפירי מבקש המאמר להסביר על רקע מגמות ציבוריות ורגולטוריות שאירעו לאורך השנים, כמו הדיון הציבורי בשכר הבכירים בחברות הציבוריות, שהביא לחקיקת חוק שכר הבכירים. זאת ועוד, המחקר האמפירי העלה כי כמה חברות עושות באובר־רולינג שימוש "סדרתי", וחלק אף עשו זאת ב־100% מהמקרים שבהם האספה הכללית התנגדה להצעת התגמול שהובאה בפניה. בנוסף עלה כי במקרים רבים החלטת האובר־רולינג מתקבלת בסמיכות זמנים להחלטת האספה הכללית – דבר אשר מעורר תחושה כאילו מדובר בהחלטה מוכתבת מראש, שהתקבלה למעשה עוד טרם התכנסה בפועל האספה הכללית, ושל

זלזול בעמדת בעלי המניות. בכך, התוצאות האמפיריות לבדן מרמזות כי לפחות במקרים מסוימים השימוש באובר־רולינג לא נעשה בהתאם לכוונת המחוקק וייתכן שאף אינו ממלא את הוראות החוק.

מעבר למחקר האמפירי, סקרנו את החלטות האובר־רולינג שהתקבלו בשנים מאז נחקק התיקון וערכנו ניתוח של הטיעונים והנימוקים שהעלו הדירקטוריונים להחלטות האובר־רולינג. הניתוח העלה כי השימוש באובר־רולינג נעשה, לעמדתנו, על בסיס נימוקים רבים ושונים שאינם משכנעים ואינם מספקים. כך למשל, חזר על עצמו נימוק ההתייחסות בביטול לעמדת הגופים המוסדיים, מאחר שזו מבוססת על שיקולים רוחביים. לפי נימוק נוסף שחזר על עצמו לדירקטורים יש מידע רב ומומחיות בנושאי תגמול, המאפשרים לו לקבל החלטה שהיא עדיפה על זו של בעלי מניות. נימוקים אלו ואחרים מעוררים קשיים רבים וקשה לדעתנו להצדיק באמצעותם החלטות אובר־רולינג. אשר על כן, מסקנתנו מניתוח ההחלטות היא כי ברוב המוחלט של המקרים החלטת הדירקטוריון להעדיף את עמדתו על פני זו של האספה הכללית אינה מקיימת את כוונת המחוקק, עד כי לעיתים מתעורר ספק האם היא בכלל מקיימת את הוראות החוק. זאת, במיוחד במקרים כאמור שבהם מדובר בשימוש סדרתי, כמעט רפלקסיבי, באובר־רולינג. בנוסף, על מנת לנסות ולהתוות את "דרך המלך" בסוגיה שעל הפרק ולהשלים את התמונה, הצבענו, כדוגמה, על החלטת אובר־רולינג שהנימוקים שנמסרו במסגרתה מניחים את הדעת לטעמנו. זאת מאחר שהחלטה זו אכן מבוססת על גילויים מפורטים, נימוקים משכנעים, ארוכי טווח, אשר מבססים כי מדובר במקרה מיוחד, ולא על נימוקים גנריים.

כמו כן, התעמקנו בטענה שחזרה על עצמה במסגרת דיווחים על ביצוע אובר־רולינג – לפיה החלטת האובר־רולינג היא לטובת החברה. לעניין זה מבקש המאמר להדגיש כי יש קושי של ממש עם התוצאה המשתמעת מכך, לפיה החלטת האספה הכללית אינה לטובת החברה. לכן הצענו שמוטב כי הדירקטוריון יימנע מלעשות שימוש בטיעון זה.

עוד מבקש המאמר להתמודד עם הטענות השונות שעלו כאשר בעלי מניות פרטיים קראו שלא להאריך את כהונתם של דירקטורים חיצוניים שהשתתפו בהחלטות אובר־רולינג – קריאות שבעקבותיהן לא נמצא הרוב הדרוש באספה הכללית שיתמוך בחידוש כהונתם של כמה דירקטורים חיצוניים. לצורך כך התמקדנו בקשר בין תמיכת דירקטור בביצוע אובר־רולינג לבין הצבעת בעל מניות נגד חידוש כהונתו והטיעונים השונים שעלו סביב הנושא. מסקנתנו העיקרית היא כי על דירקטור לדעת כי התנהלותו בהחלטות מסוג זה היא בוודאי רלוונטית לצורך גיבוש אופן הצבעתו של בעל מניות כאשר עולה הצעה לחדש את כהונתו של אותו דירקטור, ואין כל ממש בטענה כי מצב זה אינו סביר או אינו חוקי.

לבסוף, על סמך הבחינה והניתוח שערכנו, וכתוספת לאמור בעמדות האחרונות של היועצת המשפטית לממשלה ובעמדת רשות ניירות ערך, הוצגו מסקנות והמלצות מדיניות, שאנו סבורים כי יקדמו שיח איכותי וקונסטרוקטיבי בין בעלי המניות והגופים המוסדיים לבין החברות הציבוריות והדירקטורים סביב הסוגיה ובכלל. איננו סבורים כי תוצאות הניתוח שערכנו מצביעות על צורך לבטל את האפשרות של הדירקטוריון לבצע אובר־רולינג. לעומת זאת, אנו סבורים כי על החברה והדירקטוריון להקדיש תשומת לב לאופן שבו התכוון המחוקק שייעשה שימוש באובר־רולינג. אנו סבורים כי הדירקטוריון, בבואו להחליט על ביצוע אובר־רולינג, צריך לעשות זאת במשורה ובזהירות, כאשר הדבר אכן ראוי ומוצדק, על בסיס

nevo.co.il

נימוקים מפורטים – שהם גם משכנעים. ככלל, אנו סבורים כי ראוי שעמדת המוצא של כל דירקטוריון תהיה להימנע מביצוע אובר־רולינג כך שהשימוש באפשרות זו אכן יישמר לאותם מקרים חריגים ומיוחדים ויקיים את כוונת המחוקק ואת הוראות החוק.

בין המלצותינו יש גם צעדי מדיניות שאנו מקווים שיאפשרו הן לדירקטורים והן לבעלי המניות לעשות, כל אחד מהם, שימוש ראוי בכוח שהוענק להם תוך כבוד וקיום כוונת המחוקק והוראותיו. בין היתר, במסגרת זו, אנו קוראים למחוקק ולרגולטור להוסיף ולהסדיר את סוגיית האובר־רולינג מבחינה מהותית ולקדם את השקיפות והאחידות באשר לדיווח על החלטות אובר־רולינג, מעבר לאמור בעמדות האחרונות שפורסמו.

במסגרת המאמר ניסינו לשלב בין התאוריה, הרקע הנורמטיבי והניתוח שערכנו למציאות בשטח המוכרת לנו מניסיוננו המשותף. אנו מקווים שהמאמר, שמביא לראשונה ניתוח מקיף של החלטות האובר־רולינג שהתקבלו מאז נחקק תיקון 20, ישמש בסיס להרחבת הדיון בנושא.

ח. נספחים

נספח א' – החלטת אובר־רולינג בחברת אי.בי.אי. – ניהול וחיתום בע"מ[216]

להלן נתאר את השתלשלות האירועים בחברת פועלים אי.בי.אי. – ניהול וחיתום בע"מ (ששינתה מאז את שמה לאי.בי.אי. – ניהול וחיתום בע"מ) (להלן: **החברה**) שסופם בהחלטת אובר־רולינג. לאחר מכן נפרט מדוע השתלשלות האירועים מלמדת כי החלטת האובר־רולינג נעשתה על בסיס נימוקים מפורטים, במקרה מיוחד ובאופן אשר מגשים לדעתנו את כוונת המחוקק. כמו כן, נתייחס לקשר בין החלטת אובר־רולינג מוצדקת, טובת החברה והתנהלות בעלי המניות.

רקע ועובדות

1. בתאריך 20.8.2017 פרסמה החברה כי מנכ"ל החברה הודיע על כוונתו לסיים את תפקידו.[217]
2. דירקטוריון החברה פעל במרץ למצוא מחליף למנכ"ל ולנושאי משרה נוספים שעזבו, ובתאריך 7.11.2017, לאחר שנמצאו להם מחליפים, אישרה האספה הכללית את תנאי כהונתם.[218]
3. לאחר כ־3 שנים, בתאריך 22.4.2022, התקיימה אספה כללית לצורך אישור מדיניות תגמול מעודכנת ולאישור תגמול הוני לנושאי המשרה.[219]

216 אנו מדגישים כי דוגמה זו אינה מתיימרת להציג את האירועים בדיוק כפי שאירעו ואין לייחס לחברה ו/או לדירקטורים שלה דבר מהתיאור התמציתי שיופיע להלן.

217 ערן אזרן "סופית: ארז גולדשמידט התפטר מפועלים אי.בי.אי; המניה נפלה ב־40%" **דה־מרקר** (20.8.2017) https://tinyurl.com/3hmx9d25.

218 פועלים אי.בי.אי. – ניהול וחיתום בע"מ, דיווח על זימון אספה מיום 28.9.2017 https://maya.tase.co.il/reports/details/1124170.

4. האספה הכללית התנגדה לאישור מדיניות התגמול והתגמול ההוני.[220]
5. בתאריך 23.5.2022 הודיעה החברה כי ועדת התגמול והדירקטוריון החליטו על ביצוע אובר־רולינג.[221]

דיון

1. ראשית, במקרה האמור, זמן רב לפני ההחלטה של הדירקטוריון לבצע אובר־רולינג, התקיימו תנאים מקדימים. תנאים אלו סיפקו בסיס איתן לנימוקי החברה לביצוע האובר־רולינג המלמדים כי מדובר במקרה בו מדובר בהחלטה מוצדקת:
(א) גילוי מוקדם על אודות התלות הקריטית של החברה בנושאי המשרה הבכירים במקרה הנדון, כבר משנת 2004, באופן עקבי, החברה נתנה גילוי נאות לגבי התלות הקריטית שיש לה בנושאי משרה בכירים. זאת, בשונה מהמקרים האחרים שסקרנו, בהם נימוקים על אודות תלות בנושאי משרה התפרסמו לראשונה במסגרת הדיווח על ביצוע האובר־רולינג.
כך מתואר סיכון ההון האנושי במסגרת תיאור גורמי הסיכון של החברה:
בדו"ח התקופתי לשנת 2004: "להון האנושי בחברה **השפעה מהותית על יכולותיה וכושר התחרות שלה בשוק**. לקבוצה סיכון שעובדיה הבכירים ובהם המנכ"ל יחדלו להיות מועסקים בה מבלי שיימצא להם תחליף הולם".[222]
בדו"ח התקופתי לשנת 2021 (הדו"ח האחרון שקדם לביצוע האובר־רולינג): "להון האנושי בחברה השפעה מהותית על יכולותיה וכושר התחרות שלה בשוק. לקבוצה סיכון שעובדיה הבכירים של החברה הבת יחדלו להיות מועסקים בה מבלי שיימצא להם תחליף הולם. ברבעון השלישי של שנת 2017 הודיעו, בסמיכות זמנים, מנכ"ל חברת החיתום ושני הסמנכ"לים שלה כי הם מבקשים לסיים את העסקתם בחברה. **נושאי משרה בכירה אלה הקימו ביחד עם אחרים חברת חיתום מתחרה.** בתחילת שנת 2018 גייסה החברה צוות ניהולי חדש. בהקשר זה רואה החברה כחיסרון את היותה חברה ציבורית הכפופה לרגולציה המחייבת אישורים מיוחדים בכל הקשור לתגמול בכיריה, במיוחד בשים לב לכך שכל מתחרותיה מאוגדות כחברות פרטיות לא מדווחות".[223]

219 פועלים אי.בי.אי. – ניהול וחיתום בע"מ, דיווח על זימון אספה מיום 7.4.2022 https://maya.tase.co.il/reports/details/1443637.

220 אי.בי.אי. – ניהול וחיתום בע"מ, דיווח על תוצאות אספה כללית מיום 12.4.2022 https://maya.tase.co.il/reports/details/1444445.

221 פועלים אי.בי.אי. – ניהול וחיתום בע"מ, דיווח על ביצוע אובר־רולינג לגבי מדיניות התגמול, תגמול למנכ"ל, ותגמול לנושא משרה החורג ממדיניות התגמול מיום 12.4.2022 https://maya.tase.co.il/reports/details/1451254/2/0.

222 פועלים אי.בי.אי. – ניהול וחיתום בע"מ, דוח תקופתי לשנת 2004, בעמ' 21 https://mayafiles.tase.co.il/rpdf/128001-129000/P128987-00.pdf.

223 פועלים אי.בי.אי. – ניהול וחיתום בע"מ, דוח תקופתי לשנת 2021, בעמ' 27 https://tinyurl.com/3dcdt9zx.

nevo.co.il

(ב) חשש מפני עזיבת בכירים שהתממש בעבר

במקרה הנדון אירע אירוע קשה (עזיבת הבכירים והקמת חברה מתחרה על ידם),[224] אשר, נוכח התלות של החברה בנושאי המשרה, יצר חשש ממשי מעזיבתם, אילולא יאושרו תנאי התגמול המעודכנים, כך שאין מדובר בחשש בעלמא. איננו טוענים שעזיבה של נושאי המשרה של החברה בעבר היא תנאי הכרחי להיות החלטת האובר־רולינג מוצדקת, אך העובדה שהמקרה כבר אירע בעבר מהווה נימוק שמחזק את הצורך בביצוע אובר־רולינג:

> בשונה מתחומים רבים אחרים...תחום החיתום הוא תחום בו הקמת חברה פרטית על ידי גורם בכיר...אינו מצריך היערכות ארוכה...בתחום זה **עיקר הצלחת החברה מתבססת על היכולת, המומחיות, הקשרים והמוניטין האישי של הגורמים המובילים בחברה**... החשש כי בהיעדר תגמול הולם ויצירת כלי אפקטיבי לשימור מנהלים יעזבו נושאי המשרה המובילים **אינו חשש בעלמא**. בשנת 2017 נוצר משבר של ממש בחברה, עקב עזיבת מנכ"ל החברה הבת, אשר **הקים ביחד עם צוות בכיר שעזב עמו את החברה חברת חיתום פרטית ובכלל זה באמצעות לקוחות של החברה**. הצוות שהדירקטוריון השכיל לגייס – מנכ"ל החברה הבת והמשנה למנכ"ל החברה הבת – הצליחו להביא את החברה לתוצאות שיא ולשמור על המובילות שלה.

התנאים המקדימים האמורים מבססים את נימוקי הדירקטוריון לכך שמדובר בהחלטה מוצדקת, כאשר המשך כהונת נושאי משרה הוא קריטי להמשך קיום החברה. החברה למעשה מסבירה כי מאחר שתנאי כהונת נושאי המשרה לא אושרו באספה הכללית, ונוכח הנסיבות המיוחדות המתקיימות כאן, בפני הדירקטוריון עומדת – מול ההחלטה לכבד את הצבעת האספה הכללית – האפשרות שהחברה לא תוכל להמשיך להתקיים. חובות האמונים והזהירות של הדירקטורים מחייבות אותם לבצע אובר־רולינג.

מסקנות

1. במצב שבו קיימת תלות מהותית בנושאי המשרה ויש חשש ממשי מעזיבתם את החברה, הודעת האובר־רולינג צריכה לכלול נימוקים ברורים להשלכות על החברה במקרה של אי־ביצוע האובר־רולינג. כמו כן, מצופה כי התלות של החברה בנושאי המשרה לא תובא לראשונה במסגרת החלטת האובר־רולינג. כאמור, לדעתנו, במקרים שבהם מדובר בטיעון אשר הופיע לראשונה במסגרת ההחלטה, המשקל שיש להעניק לו אינו גדול. בפועל נראה כי חברות משתמשות בנימוק מסוג זה כאשר מדובר באי־נוחות הכרוכה (מטבע הדברים) בעזיבה ובצורך למצוא מחליף לנושא המשרה, ולאו

224 אביב לוי "נמשכת הנטישה בפועלים אי.בי.אי חיתום: שני סמנכ"לים עוזבים" **גלובס** (23.8.2017) https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001202308.

nevo.co.il

דווקא כאשר מדובר בחשש אמיתי שאי־אישור התגמול המוצע יהיה כרוך בעזיבתו. לכן לדעתנו חברות אינן יכולות להיחשב כיוצאות ידי חובתן במתן גילוי סתמי כי הן תלויות בנושאי המשרה שלהן על מנת להצדיק את החלטת האובר־רולינג. עליהן לגלות על התלות באופן עקבי, מבעוד מועד וברמת פירוט שתהיה נהירה, מובנת ומוסכמת. יתר על כן, דירקטוריונים העושים שימוש בנימוק התלות בצורה שאינה נאותה עלולים לסכן את עצמם, שכן, על הדירקטוריון להסביר מדוע לא פעל עד כה (או לא יכול היה לפעול) להפחתת התלות בנושאי המשרה ומדוע לא נתן על כך גילוי מספק לבעלי המניות של החברה, מבעוד מועד. לדידנו, דירקטוריון של חברה המצהירה על תלות מהותית בנושאי המשרה שלה עד כדי הצורך בביצוע אובר־רולינג כדי לשמר אותם עלול להימצא כמפר את חובותיו אם לא פעל להפחתת תלות מסוכנת זו או, לפחות, הסביר מדוע אינו יכול להפחית אותה.

2. כשאחד הנימוקים להחלטת אובר־רולינג הוא אירוע דומה שהתרחש בחברה בעבר – אף כי אין זה תנאי הכרחי, יש בכך משום נימוק קריטי לצורך בהחלטה מאחר שהוא מבסס את דעת הדירקטוריון שביצוע החלטת האובר־רולינג נדרש, כמוצא אחרון, על מנת למנוע פגיעה בחברה.

הקשר בין החלטת אובר־רולינג מוצדקת, טובת החברה והתנהלות בעלי המניות

1. במקרים שבהם החברה מיטיבה לגלות ולתאר את התלות שלה בנושאי המשרה, החלטת בעלי המניות, ובראשם המוסדיים, שלא לאשר את תנאי הכהונה לאותם נושאי משרה עשויה להיחשב כהחלטה החורגת ממתחם הסבירות מאחר שאינה נותנת את המשקל הראוי למידע מסוים שרלוונטי להחלטה. לעניין זה חשובה גם התקשורת בין הדירקטוריון לגופים המוסדיים על מנת לתקשר את המצב לאשורו.
2. בפרט, בבואו להשקיע בחברות חיתום, ונוכח המקצועיות והמומחיות המיוחסות לו, מצופה כי הגוף המוסדי יביא בחשבון את הסיכון הגבוה מאוד הכרוך בתלות החברה בעובדיה הבכירים, אשר באפשרותם לעזוב את החברה ללא קושי. תלות כה עזה בבכירי החברה עלולה להפוך את החברה ל"שבויה" בידי אותם בכירים, כך שהדרך היחידה לשמרם תהיה היענות לדרישות תגמול מופרז.
3. מצב בו החברה "שבויה" בידי בכיריה יחייב את בעל המניות המוסדי לפעול באחת משתי אפשרויות: (א) הצבעה נגד הצעת החברה, בהתאם לשיקולי ממשל תאגידי נאות המצדיקים את הגבלת התגמול לעמדתו – ואז לחברה לא תהיה ברירה אלא לבצע אובר־רולינג, או; (ב) הצבעה בעד הצעת החברה, בחריגה ממדיניות ההצבעה ומשיקולי ממשל תאגידי נאות.
4. למעשה, במקרה שבו התעלם הגוף המוסדי מתלות שדיווחה עליה החברה בצורה מלאה ועקבית וממצבה המיוחד של החברה – ככל שתוקשרו לו בצורה שקופה ונאותה, לא יוכל להלין אלא על עצמו כשהדירקטוריון של החברה יבצע אובר־רולינג על הצבעתו, במטרה לעמוד בחובתו להבטיח את המשך פעילותה הסדירה של החברה.

nevo.co.il