



נייר עמדה בנושא:

ממשל תאגידי מאוזן בחברות ללא גרעין שליטה

מרץ 2019



תוכן עניינים

תמצית מנהלים 3

1. חלק ראשון – ממשל תאגידי בחברות ללא גרעין שליטה בשוק ההון הישראלי 5

1.1. מבוא 5

1.2. עיקרי ההבדל בין חברות עם שליטה וללא גרעין שליטה 6

1.3. ממשל תאגידי בחברות ציבוריות 7

1.4. ממשל תאגידי בחברות ללא גרעין שליטה 8

1.5. ניתוח היבטי הממשל התאגידי כיום בחברות ללא גרעין שליטה 9

1.6. כלי הממשל התאגידי והממשקים השונים אל מול החברות 10

א. מינוי דירקטורים ועיצוב מבנה הדירקטוריון 10

ב. יו"ר דירקטוריון בחברה ללא גרעין שליטה 11

ג. ניהול קשר שוטף 12

ד. עידוד שקיפות ממשקים מול שוק ההון 12

ה. שומרי הסף בחברה 12

ו. זימון אסיפה/הוספת נושאים לסדר היום 14

ז. הגנות כנגד פעילות אקטיביסטית או השתלטויות עוינות 14

ח. הצבעות בנושאים שבהן נדרש רוב של המיעוט ולעיתים יכולת להטיל וטו 14

ט. הודעת עמדה 15

1.7. חברות ללא גרעין שליטה במגזר הפיננסי 15

2. חלק שני – חברות ללא גרעיני שליטה בארצות הברית 16

3. חלק שלישי – חברות ללא גרעין שליטה – ממשל תאגידי פיננסי 18

3.1. רקע 18

3.2. תפקידם של הדוחות הכספיים בראיה ניהולית 18

3.3. אופן התנהלות הדירקטוריון: השלכות מעשיות 20

3.4. הסדרת מערך הממשל התאגידי הפיננסי – "מפת הדרכים" למעבר לניהול ללא גרעין שליטה 22



תמצית מנהלים - ממשל תאגידי מאוזן בחברות ללא גרעין שליטה

מטרתו של מסמך זה לספק מידע לגבי היבטי ממשל תאגידי בחברות ללא גרעין שליטה ולעצב את התשתית והכלים העומדים לרשות בעלי המניות (בין היתר משקיעים מוסדיים) והחברות עצמן, לביסוס רמת ממשל תאגידי נאותה, ולהגברת אמון הציבור וכלל מחזיקי העניין בחברות אלה.

החלק הראשון עוסק בנושא ממשל תאגידי בחברות ללא גרעין שליטה בשוק ההון הישראלי, ומציג מאפיינים כלליים של חברות ללא שליטה, ואת הכלים הממשל תאגידיים הקיימים כיום למשקיעים ולחברות. החלק השני מתאר את השוק בארצות הברית, המאופיין בריבוי חברות ללא גרעיני שליטה הפועלות במשך עשרות שנים, ובמשקיעים אקטיביים הפועלים אל מול חברות אלו. החלק השלישי דן בהיבטים של ממשל תאגידי פיננסי בחברות ללא גרעין שליטה ומציע "מפת דרכים" להסדרת מערך הממשל התאגידי הפיננסי בחברות אלו.

ככל שהחברות יאמצו את התשתית המוצעת במסמך זה וישמו אותה בצורה מקצועית וטובה, כך המוטיבציה של המשקיעים והגופים המוסדיים להתערב בנושאי ממשל תאגידי תהיה נמוכה, שכן רמת הביטחון שלהם והאמון הקיים בחברה ובמנהליה יהיו גבוהים. מנגד, במידה וחברות ציבוריות לא יאמצו כללי ממשל תאגידי ברמה מספקת ובאיזון נכון, אזי משקיעים מוסדיים יהפכו להיות אקטיביים וקידום היבטי ממשל תאגידי יעשה באמצעות פעולות אקטיביות ויזומות על ידי בעלי המניות, לעיתים בניגוד לדעת החברה ומנהליה.

המנגנון המשמעותי והעיקרי בו אנו מתמקדים, בסיכומו של מסמך זה, הינו הדירקטוריון, אשר מקבל משנה תוקף בחברות ללא גרעין שליטה, שכן בחברות אלו הסיכון העיקרי הוא סיכון הסכון (בעיית הנציג - שליטת גורמים ניהוליים בהיעדר בעל שליטה המתווה את הטון האסטרטגי והניהולי של החברה). לפיכך, יש לתת דגש לדירקטוריון של חברה בהיבט מכלול מרכיבי הממשל התאגידי הנדרשים, כגון: גיוון, כשירות מקצועית, גודל, ניסיון, שקיפות, עבודה על בסיס סטנדרטים מקובלים ויישום מנגנוני שומרי סף יעילים.

יש לזכור כי העיקרון הבסיסי לפיו הנהלת החברה אמונה על הניהול השוטף והדירקטוריון אחראי לקיום של תהליכי פיקוח ובקרה אפקטיביים להגדרת אסטרטגיה, קביעת והשגת היעדים, חייב להישמר גם בחברות ללא גרעין שליטה, כל זאת תוך יצירת דירקטוריון אפקטיבי המשמש מנגנון בקרה יעיל וגורם מאתגר להנהלת החברה. עוד חשוב לזכור כי לבעלי המניות קיים הכלי הבסיסי של מעורבות, כזו או אחרת, במינוי דירקטורים לעיצוב הדירקטוריון ולפיכך ככל שדירקטוריון החברה יתאים לצרכי כלל מחזיקי העניין ויצג תוצאה מאוזנת כך יינתן להנהלת החברה החופש הניהולי הרצוי להשגת יעדיה.

מצורפת טבלה המרכזת את כלי הממשל תאגידיים העיקריים הקיימים, הן לחברות והן לבעלי המניות, לניהול שיח יעיל ומאוזן כאחד. כאמור, קיימת חשיבות גבוהה לייצור איזון ושיווי משקל בין הצדדים על מנת לאפשר פעילות שוטפת שתתאים לצרכים ולאינטרסים של כלל מחזיקי העניין.

כלים הקיימים בידי בעלי המניות	כלים הקיימים בידי החברה	
<ul style="list-style-type: none"> אקטיביסטיות במינוי דירקטורים/דח"צים. התנגדות למינויים שאינם תואמים את צורכי החברה. 	<ul style="list-style-type: none"> אימוץ מדיניות למבנה הדירקטוריון, תמהילו וכשירותו, הצגתה בפני המשקיעים. שיתוף בעלי המניות במינויים המבוססים על כישורים ולא על קשרים. 	עיצוב הדירקטוריון ומינוי דירקטורים
<ul style="list-style-type: none"> פרסום הודעות עמדה בנושאים מהותיים. הוספת נושאים מיוחדים לסדר היום ו/או 	<ul style="list-style-type: none"> ניהול קשר שוטף אל מול בעלי המניות ומחזיקי העניין. 	ניהול הקשר והממשקים



<p>זימון אספה מיוחדת ושימוש בכלי ההצבעה בנושאים הדורשים רוב מיוחד לצורך קידום תהליכים (וטו).</p>	<ul style="list-style-type: none"> הגברת השקיפות אל מול מחזיק העניין. 	<p>מול שוק ההון</p>
<ul style="list-style-type: none"> בחינת מינוים של שומרי הסף (כדוגמת רו"ח מבקר). בחינה של המידע שמפורסם על ידי החברה בנוגע לשומרי הסף והעלאת הנושאים בממשקים השוטפים מול החברות. פרסום הודעת עמדה בנושא. 	<ul style="list-style-type: none"> חיזוק שומרי הסף, מעמדם והמשאבים המוקצים להם. מינוי שומרי סף ונושאי משרה כגון מבקר פנימי ומנהל סיכונים בעלי כישורים ויכולת עמידה. 	<p>שומרי סף</p>
<ul style="list-style-type: none"> בחינת תמהיל הדירקטוריון וכשירותו בנושאים פיננסיים וחשבונאיים, והשפעה באמצעות מינוי דירקטורים בהתאם. פיקוח על מדיניות וחלוקת דיבידנד. הוספת נושא לסדר היום באסיפה הנוגע למדיניות ותקינה חשבונאית. 	<ul style="list-style-type: none"> מינוי דירקטורים בעלי ידע וכישורים חשבונאיים- פיננסיים בתחום העיסוק של החברה. גיבוש מדיניות חשבונאית ופיננסית: מיפוי של הסוגיות המשמעותיות, מתן הנחיות להנהלה, עדכון של הדירקטוריון, בחינת השלכות של שינויים על החברה ופיקוח ובקרה על הדיווח הכספי של ההנהלה. 	<p>הסדרת מערך הממשל התאגידי הפיננסי</p>

מסמך זה מציג את הכלים הקיימים לחברות ולמשקיעים לייצר ממשל תאגידי מאוזן וליתר את הצורך בהשתתפות רגולציה רחבה נוספת. אנו נציג את היבטי הממשל התאגידי הנדרשים בחברות ללא גרעין שליטה ואת התשתית והכלים למשקיעים המוסדיים ולחברות אלו בניהול שיח הממשל התאגידי מאוזן, כאמור מתוך מטרה לבסס את רמת הממשל התאגידי ואמון הציבור.

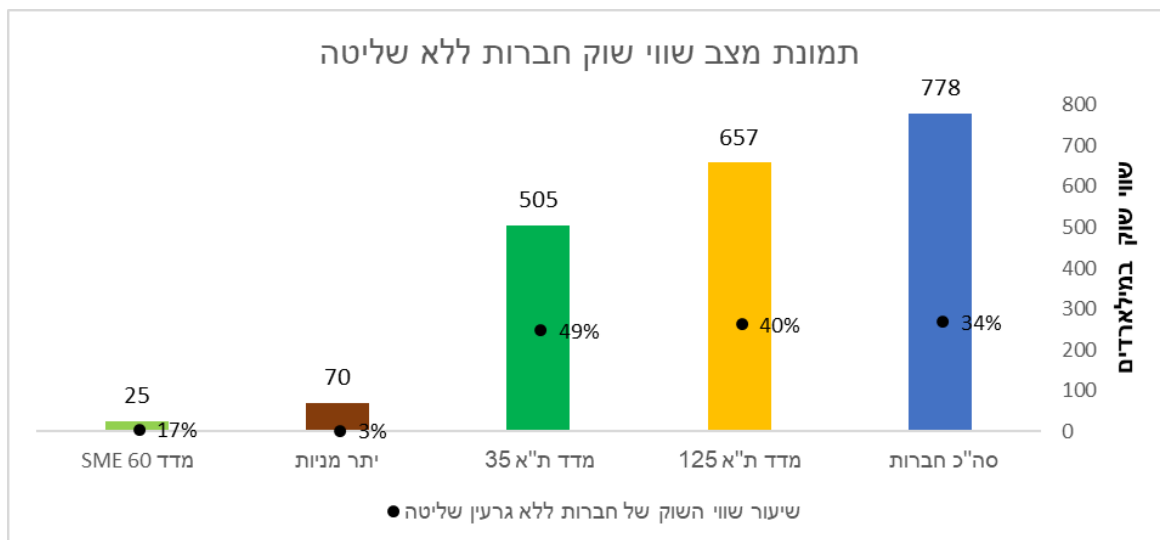
1. חלק ראשון – ממשל תאגידי בחברות ללא גרעין שליטה בשוק ההון הישראלי

אנטרופי ממשל תאגידי¹

1.1. מבוא

שוק ההון הישראלי מתאפיין בחברות עם גרעין שליטה, לרוב בעל שליטה אחד שמכונן את עסקי התאגידי. כיום 87% מבין החברות הציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה בתל אביב, הינן חברות בעלות גרעין שליטה. יחד עם זאת, בשנים האחרונות התרבו מספרן של חברות ללא גרעין שליטה, מסיבות שונות, והן הפכו לקבוצה שמשקלה בשוק הישראלי אינו מבוטל עוד. למעשה בשלוש השנים האחרונות גדל מספרן של החברות ללא גרעין שליטה ב- 50% והוא עומד כיום על 64 חברות (כאשר מתוך 22 החברות שנסופו לקבוצה זו בשלוש שנים האחרונות, 9 מהן הן חברות חדשות שהנפיקו את מניותיהן בבורסה לראשונה).

בהסתכלות של שווי שוק, משקלן של חברות ללא גרעין שליטה ביחס לכלל החברות בבורסה, הינו משמעותי אף יותר ועומד כיום על 34%. ראו גם בגרף שלהלן את משקלן של חברות ללא גרעין שליטה ביחס לשווי השוק המצרפי של כל מדד.



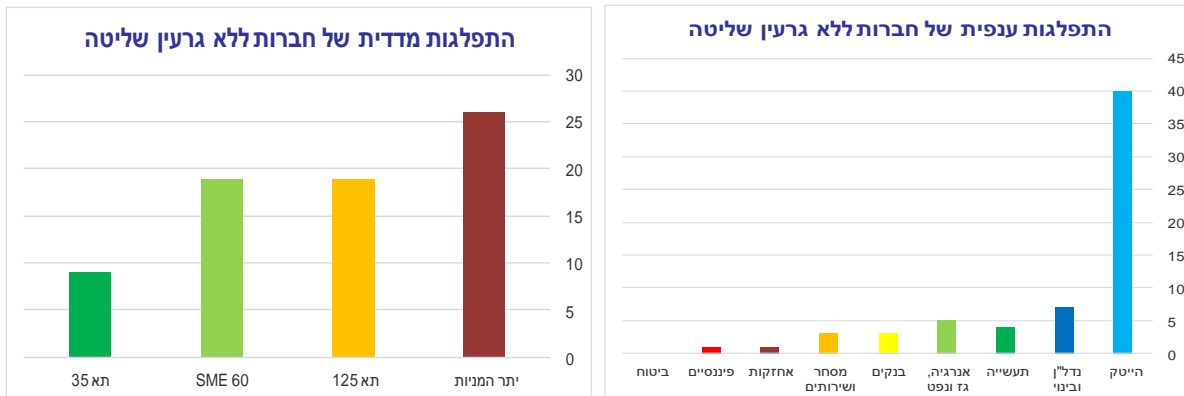
הדבר אינו מפתיע, שכן היקפי הכספים של החוסכים באפיקים השונים המנוהלים בידי הגופים המוסדיים, גדל בשיעור אקספוננציאלי ומחייב הגדלה של השקעות המוסדיים גם בשוק ההון הישראלי (HOME BIAS). לפיכך, חלק לא מבוטל מכספים אלו מוצא את עצמו מנותב להשקעה בשוק ההון הישראלי ובין היתר משמש להגדלת אחזקות המוסדיים בחברות ציבוריות ורכישת חלק הולך וגדל של אחזקות בעלי השליטה. במקביל לכך ישנה מגמה אצל בעלי השליטה למכור את אחזקותיהם לציבור, לעיתים לאור הנחיות רגולציה (כדוגמת חוק הריכוזיות) ולעיתים מסיבות אחרות.

אנו מעריכים שמציאות כלכלית זו בשילוב עם צרכים רגולטורים ושינויים בשוק תייצר תנועה שבמסגרתה יותר ויותר חברות יהפכו בשנים הקרובות להיות חברות ללא גרעין שליטה. מצב עולם שכזה יחייב את הגופים המוסדיים לשנות

¹ אנטרופי ממשל תאגידי, מקבוצת אנטרופי, עוסקת ביעוץ למשקיעים ומנפיקים בנושאי ממשל תאגידי, אחריות תאגידי ובליווי חברות ותאגידיים ביישום מערכי בקרה כוללים. פעילותה נסמכת על מתודולוגיה שפותחה על בסיס מודל אנטרופי להערכת סיכון ממשל תאגידי למנפיקים.

את אופי ניהול ההשקעות שלהם ואת הקשר השוטף מול החברות הציבוריות, בפרט אלו שהינן מהותיות בתיקי ההשקעות שלהן.

נכון להיום אנו מוצאים חברות ללא גרעין שליטה בענפים והמדדים השונים של הבורסה, כפי שניתן לראות בתרשים שלהלן.



ניתן לראות שמרבית מהחברות ללא גרעין שליטה נמנות על ענף ההייטק והיתר מפוזרות בין שאר הענפים. אחרי ענף ההייטק, הענפים המובילים הם ענף הנדל"ן וענף התעשייה. נכון להיום בענף הפיננסים ישנן שלושה בנקים גדולים הפועלים במבנה ללא גרעין שליטה ובתחום הביטוח עדיין לא. אולם לנוכח המגמה והצורך בהפרדת מבנה הבעלות בשוק הישראלי בין אחזקות ריאליות לפיננסיות קיימת אפשרות בעתיד של הפיכת חברת ביטוח לחברה ללא גרעין שליטה. בהסתכלות מדדית ניתן לראות כי חברות אלו מפוזרות על פני מדדי הבורסה השונים והחברות ללא גרעין שליטה אינן בהכרח חברות בעלות היקפי שווי/פעילות גבוהים.

1.2 עיקרי ההבדל בין חברות עם שליטה וללא גרעין שליטה

כידוע, ההבדל העיקרי בין חברות ללא גרעין שליטה לאחרות נוגע בצד העסקי/אסטרטגי - **מי מוביל את החברה?** בהיבט הממשל התאגידי, הבדל זה מתנקז בעיקרו לדין ב "**בעיית הסוכן**" – הידועה גם כבעיית הנציג ומתורגמת בחברות ללא שליטה לחשש הנוגע בצבירת כוח יתר של מנהל מסוים (מנכ"ל / יו"ר) ושימוש בו לצרכים לא ענייניים או לא נכונים.

תיעול ערך – דווקא בצד הממשל התאגידי, חברות ללא גרעין שליטה יכולות לייצג רמה אינהרנטית גבוהה יותר של ממשל תאגידי, לאור כך שנוטרלו סוגיות של תיעול ערך לטובת בעל השליטה. שכן בחברות עם בעל שליטה, החשש העיקרי הוא לתיעול ערך אישי, שבמסגרתו בעל השליטה עלול לבצע עסקאות תוך ניצול לא שוויוני של משאבי החברה לטובתו האישית. החשש נובע מכך שלבעל השליטה קיים הידע, הניסיון והיכרות עמוקה עם עסקי החברה והשליטה בנושאי המשרה בה ומשכך יש ביכולתו להשפיע ולקדם תהליכים שבהם מבוצע תיעול.

בעיה זו של עסקאות עם בעל שליטה קיבלה תהודה רבה בשוק ההון הישראלי בשנים האחרונות וזאת בשל מבנה השליטה הקיים בשוק. אולם חשוב גם לציין כי במרבית החברות היא אינה בידי ביטוי אלא במקרים מועטים, שכן במהלך העסקים הרגיל של החברה מרביתן של העסקאות נעשה עם צדדים שאינם קשורים לחברה ו/או לבעל השליטה.

דירקטוריון – מאפיין נוסף בחברות עם בעל שליטה הוא העדר היכולת של בעלי מניות המיעוט להחליף את חברי הדירקטוריון וההנהלה בחברות שביצועיהן גרועים לאורך זמן. בחברות אלו, בעל השליטה הוא זה שבפועל קובע את

זהות הדירקטורים והמנהלים, שכן כל מינוי דורש את תמיכתו ולכן השפעתו של הציבור אינה אפקטיבית דיו והדבר נתון לשיקול דעתו ולהחלטתו הבלעדית של בעל השליטה בחברה. בהמשך נרחיב לגבי הכלים הממשל תאגידיים העומדים בפני בעלי מניות המיעוט להביע את דעתם ולייצר אמירה מקצועית שבדרך עקיפה תייצר אפשרות לשינוי והשפעה גם בחברות אלה.

שלטון מנהלים – לעומת זאת, בחברות ללא גרעין שליטה החשש הידוע נוגע לשלטון מנהלים, שבו הנהלת החברה דומיננטית וחזקה ומתנהלת ללא פיקוח נאות של הדירקטוריון. מבנה השליטה בחברות אלו מעלה חשש לגבי יכולת השפעה חזקה של ההנהלה בקשר לניהול העסקים השוטפים ולגבי החלטות הנוגעות לטווח הבינוני-ארוך. לאור כך וגם היות ולעיתים להנהלה קיימת גם השפעה על תהליך מינוי הדירקטורים, החשש בחברות אלו הוא שהדירקטוריון יהיה פאסיבי בקביעת המדיניות והאסטרטגיה בחברה ומשכך גם בעל יכולות פיקוח נמוכות על ההנהלה בניהול העסקים השוטף ובמימוש היעדים השונים².

השפעת בעלי המניות – חשש נוסף הקיים בחברות ללא גרעין שליטה הוא שלאור הפיזור הנרחב של בעלי המניות, המוביל לכך ששיעור ההחזקה של כל משקיע יהיה נמוך יחסית ובכך מפחית את יכולת ההשפעה שלו על היבטי הניהול בחברה, תתגבש בקרבם אדישות רציונלית, שתוצאתה מעורבות נמוכה בהליך קבלת ההחלטות בחברות. במצב זה ומתוך שיקולי עלות תועלת, בעלי המניות לא יהיו מעורים בנעשה ורמת הפיקוח שלהם על פעילות הדירקטוריון וההנהלה תהיה נמוכה ולא אפקטיבית.

1.3. ממשל תאגידי בחברות ציבוריות

הגדרת ממשל תאגידי - מבעד לשלל ההגדרות הקיימות למונח זה, ניתן לתמצת בפשטות את המונח ממשל תאגידי כתרבות ארגונית. תרבות ארגונית זו נשענת על מספר אבני בסיס כגון: זרימת מידע, הגדרות תפקיד ותהליכי עבודה ופעולה מובנים וברורים, יכולת חשיבה עצמאית במסגרת עבודה קבוצתית, בקרות עצמאיות ובלתי תלויות, וחתירה לקידום ושמירה על האינטרסים של כלל מחזיקי העניין.

ממשל תאגידי נאות משמש ככלי ניהולי איכותי הן לחברה, במסגרת תהליכים פנימיים בארגון ומחוצה לו (לדוגמא בממשקים אל מול מחזיקי העניין) והן למשקיעים, לצורך ניהול הממשקים שלהם את מול החברה ומנהליה.

בהקשר זה חשוב גם לציין כי ביישום של ממשל תאגידי איכותי צריך להתייחס למאפיינים הספציפיים של כל חברה, על מנת לייצר תשתית טובה המשרתת את הארגון מחד ואינה משיתה עליו עלויות וחבויות שאינן נדרשות מאידך.

ככל שרמת הממשל התאגידי של החברות תהיה גבוהה, כך סיכון המנפיק הקשור בהיבטי הממשל התאגידי יהיה נמוך יותר ורמת האמון בין הצדדים תגבר.

המוסדי כשומר סף – בשנים האחרונות החלה התעוררות משמעותית בנושא ממשל תאגידי ואקטיביזם מוסדי כחלק מקידום הנושא והידוק הפיקוח על פעילות החברות. משברים ושינויים בשוקי ההון בעולם ובארץ, הסדרי חוב ותיקוני חקיקה כדוגמת תיקון 16 ו-20 לחוק החברות, חוק הריכוזיות, העצימו את כוחם של בעלי מניות המיעוט בשוק הישראלי והביאו להתפתחות באופן תפיסתם של הגופים המוסדיים את תפקידם כשומרי סף וזאת כחלק

² לגבי חשיבותו של הדירקטוריון בקביעת המדיניות הפיננסית והחשבונאית בחברות, ובכלל בחברות ללא גרעין שליטה, ראו התייחסות בחלק השלישי למסמך זה על ידי ר"ח שלומי שוב.

מתפקידם כמנהלי כספי החיסכון של הציבור בישראל. התפתחויות אלה הביאו אף לפעילות של אקטיביזם מוסדי ולהקמתן של קרנות גידור אשר משתמשות באקטיביזם כחלק מניהול ההשקעה וכאמצעי להשגת תשואה.

אקטיביזם מוסדי הינו חלק מגישה שרואה במעורבות של גופים מוסדיים כלי שוק יעיל לחיזוק הממשל התאגידי בחברות, וזאת כחלק מהמנגנונים השונים בשוק ההון שמטרתם להביא לאיזון ותפקוד יעיל של השוק. מטבע הדברים אקטיביזם יבוצע במקומות שבהם המשקיע מזהה כי קיימת בעיה. יחד עם זאת, בהקשר של מעורבות של משקיעים מוסדיים ראוי שבתחילה יעניקו לדירקטוריון ולהנהלה את המנדט ליישום ממשל תאגידי הולם, ובכלל זה לפעול לבניית תשתית ממשל תאגידי התואמת את מאפייני החברה. ככל שקיים מידע או חשש שהממשל התאגידי בחברה אינו מבוצע בהתאם לכללים מקובלים ו/או שנעשה באופן טכני, המביא את החברה לסיכון ממשל תאגידי, אזי תידרשנה פעולות אקטיביסטיות מצד המוסדיים אל מול החברה במטרה לחזק ולשפר את הנושא.

נכון להיום יותר ויותר גופים מוסדיים בישראל מאמצים מדיניות ממשל תאגידי פעילה ואקטיבית שבמסגרתה הם מעגנים את תפיסת עולמם ומידת מעורבותם בנושא. מדיניות זו מובילה לנהלים ודפוסי עבודה שמשפיעים באופן ישיר גם על הממשק השוטף שלהם מול החברות.

1.4. ממשל תאגידי בחברות ללא גרעין שליטה

בשל מגמת העלייה בחברות ללא גרעין שליטה החל לאחרונה להתפתח גם השיח בנושא הממשל התאגידי בחברות ללא גרעין שליטה³. במסגרת שיח זה עולות שאלות ותהיות לגבי הכלים הקיימים לבעלי המניות בחברות אלו, ומהי מידת המעורבות הנדרשת מהם בניהול השוטף של ההשקעה ובממשקים שלהם מול הדירקטוריון והנהלה. כנגזרת מכך, בחודשים האחרונים עלו גם שאלות לגבי הרגולציה הנדרשת לחברות ללא גרעין שליטה והאם נדרש לבצע שינויים ותיקונים של התשתית הרגולטורית הקיימת בשוק הישראלי לגבי חברות כאלה. לאחרונה אף נשמעו קולות מגורמי הרגולציה השונים בציפייה מבעלי מניות המיעוט – הגופים המוסדיים, ליטול את האחריות בכובעם זה גם כלפי סגמנט החברות שלעיל.

דעתנו המקצועית היא שעקרונות של ממשל תאגידי זהים בכל סוגי החברות ונכון להיום **למשקיע בישראל קיימים הכלים היעילים והמתאימים** לנהל את הממשקים אל מול כלל סוגי החברות. כלים אלא אינם ייחודיים לחברות ללא גרעין שליטה, **אולם בחברות אלו נדרש להפעילם במינוחים שונים ובתמהיל שונה** וזאת בשל בעיית סוכן (בעיית הנציג) השונה שקיימת בחברות אלו אל מול חברות עם בעל שליטה⁴.

האחריות לממשל תאגידי מאוזן – במציאות המתגבשת כיום בשוק ההון הישראלי, תפיסתנו היא שהאחריות ליישום ממשל תאגידי מאוזן, מחולקת בין המשקיעים המוסדיים לבין הנהלת החברה והדירקטוריון. על המשקיע המוסדי מוטלת האחריות לוודא כי מרכיבי הממשל התאגידי של החברה ותהליכי העבודה הקשורים בכך הינם מספקים דיים בהתאם למאפייני הספציפיים (כגון: ענף פעילותה, היקף, תחרות והסיכונים האסטרטגיים שעומדים בפניה) ומייצרים יעילות ודיוק בתוצאה, הן למשקיעים והן לחברות. מצד שני, על הנהלת החברה והדירקטוריון בפרט, מוטלת האחריות לייצר עבור כלל מחזיקי העניין (לרבות המשקיעים המוסדיים, כלל בעלי המניות ואף יתר מחזיקי העניין) תשתיות ממשל תאגידי אשר יצמצמו את ההסתברות להתממשות סיכונים הקשורים בכך. בנוסף

³ אומנם קיומן של חברות ללא גרעין שליטה הינו חדש יחסית לשוק הישראלי, אך כידוע אינו חדש בעולם ובמיוחד בארה"ב, שם פעולות חברות ללא גרעיני שליטה במשך עשרות שנים והצטבר ניסיון רב בנושא זה. בחלק השני לנייר זה, מתאר פרופסור אהוד קמר נושא זה בהרחבה.

⁴ אנו בודעה כי בחלק ניכר מהמקרים התשתית הרגולטורית הנוכחית הינה מספקת לבעלי המניות ולגופים המוסדיים בפרט קיימים הכלים המתאימים לניהול ההשקעות וקידום הממשל התאגידי, גם בחברות ללא גרעין שליטה, תוך שמירה על האיזון הנדרש בין מעורבותם לבין מתן החופש הניהולי לחברות עצמן. מבנה השוק הישראלי, המאופיין בגופים מוסדיים גדולים בעלי השפעה, מייצר הזדמנות לא מבוטלת לבעלי המניות מחד ולמנהלי החברה מאידך (דירקטוריון והנהלה) לייצר מנגנון מאוזן ונכון לכלל הגורמים.

לאמור על החברה לדאוג ליצירת ערוצי תקשורת באמצעותם תוכל להביא את התשתיות הללו לידיעתם של מחזיקי העניין הרלוונטיים וזאת במטרה לייצר שיח המבסס אמון כי תהליכי העבודה בחברה מתנהלים כשורה.

ככל ששני הצדדים יפעלו באחריות ובאופן מאוזן, כך פעילותה של החברה תהיה יעילה ולטובת כלל מחזיקי העניין. כל הפרה של האיזון על ידי אחד מהצדדים (החברה או בצד המשקיע המוסדי) מגביר את ההסתברות להתרחשות אירועי כשל באופן אשר עשוי בסופו של דבר לפגוע בפעילותה של החברה למען השגת יעדיה. איזון שכזה יכול לבוא רק בדרך של שקיפות ודיאלוג מקצועי ומדויק אשר יכול להביא לתוצאות טובות השומרות ומייצגות את האינטרס של כלל מחזיקי העניין בחברה.

בהקשר זה נציין כי אנו צופים שבשנים הקרובות הגופים המוסדיים אף ירחיבו את האקטיביות שלהם מהיבטי ממשל תאגידי קלאסיים אל נושאים נוספים של אחריות תאגידית, כך שתבצע בחינה רחבה של התנהלות החברה, בהיבט שמירתה על אינטרס כלל מחזיקי העניין שלה.

הדרך המשולבת לממשל תאגידי יעיל ואפקטיבי – התמקדותם של בעלי המניות, הגופים המוסדיים, בפעילות של החברה אינה צריכה להתבצע רק במסגרת האסיפה הכללית והנושאים שעולים לדיון, אלא במהלך הפעילות השוטפת וזאת כאמור כחלק מדיאלוג שמנוהל להבנת הכיוון העסקי, האסטרטגיה, היעדים והיישום המתבקש של היבטים אלו. גם החברות צריכות לאמץ קשר שוטף עם המשקיעים, ולעבוד מולם בשקיפות וזאת בכדי שהבנתם של בעלי המניות את פעילות החברה תהיה טובה יותר ורמת האמון שלהם בחברה ובמנהלים תגבר. בנוסף, פעולות אלו ובנייה נכונה של מנגנוני ממשל תאגידי יעיל צפויות למנוע רעשים מיותרים שעלולים לעלות בצמתי קבלת החלטות (כדוגמת אספה כללית), כאשר רמת הביטחון של המשקיעים בחברות תהיה נמוכה.

1.5. ניתוח היבטי הממשל התאגידי כיום בחברות ללא גרעין שליטה

גם מניתוח של המידע הקיים לגבי חברות ללא גרעין שליטה בשוק ההון הישראלי, על פי מודל אנטרופי להערכת סיכון ממשל תאגידי, ניתן לראות כי הנקודות המשמעותיות המשפיעות על רמת הממשל התאגידי בחברות ללא גרעין שליטה נוגעות בנושאים הקשורים למבנה הדירקטוריון וכשירותו, לשומרי הסף בחברה ולהיבטים הקשורים בממשקים מול המשקיעים, לשקיפות ולמבנה שליטה.

מספר היבטים ונקודות שעולות מהניתוח על פי מודל אנטרופי

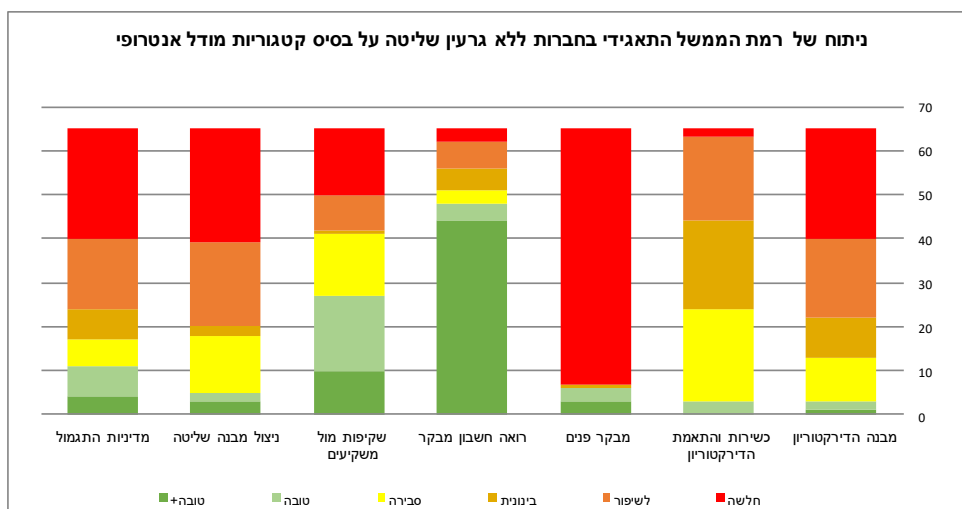
ניתן לראות בתרשים שלהלן (ניתוח רמת הממשל התאגידי בחברות ללא גרעין שליטה) כי במרבית מהחברות מבנה ותמהיל הדירקטוריון מאופיינים ברמה טעונת שיפור-בינונית. הדבר נובע בין היתר לאור המאפיינים הבאים: שיעור נמוך יחסית של דירקטורים בלתי תלויים הנמדד ביחס לרף מינימלי של 50%; בשליש מהחברות לא מכהנים דח"צים, ברבע מהחברות קיים מנגנון מינוי מדורג; קיים מספר גדול יחסית של דירקטורים המכהנים תקופות ארוכות. בנוסף, רק חברות בודדות אימצו מדיניות לתמהיל דירקטוריון.

לגבי הביקורת הפנימית, קיים חוסר במידע לגבי מבקר הפנים בכמעט מחצית מהחברות והשכר הממוצע לשעה נמצא כנמוך ביחס לשוק ולקבוצות מדגם אחרות. מנגד, ותק הממוצע של המבקרים בחברות אלו הינו נמוך.

לגבי הביקורת החיצונית, בחברות אלו שיעור התמורה ששולמה לשירותי הביקורת השוטפים גבוה ביחס לתמורה עבור כלל השירותים שניתנים על ידי רואה החשבון המבקר.

במרבית מהחברות אין מדיניות דיבידנד, מנגד קיים שיעור נמוך של עסקאות עם בעלי עניין. נתון נוסף מעניין הוא שחברות אלו נוטות פחות לקיים מספר רב של אספות באותה שנה.

במרבית החברות מדיניות התגמול מוערכת ברמה בינונית ומטה. בחלק לא מבוטל מהחברות נושא השקיפות הקשור למדיניות התגמול וכן לשיעור התמיכה במדיניות שניתנה על ידי בעלי המניות הוא נמוך.



1.6 כלי הממשל התאגידי והמשקים השונים אל מול החברות

להלן נתאר ונציג את הכלים הקיימים כיום לבעלי המניות בהיבטי הממשל התאגידי ואת המשקים השונים שניתן לנהל אל מול החברות:

א. מינוי דירקטורים ועיצוב מבנה הדירקטוריון

לדירקטוריון של חברה עסקית יש תפקיד חשוב ומרכזי ופוטנציאל השפעתו על הארגון היא רבה. כידוע, על פי החוק, תפקידו של הדירקטוריון הינו לפקח על ההנהלה וכן לגבש ולאשר את האסטרטגיה העסקית של החברה. לאורך העשור האחרון אנו ערים להבנה והכרה טובה יותר לגבי תפקידו של הדירקטוריון במארג הממשל התאגידי בחברה, ומשכך מידת כשירות הדירקטורים ועצמאותם בחברות ציבוריות נמצא בשנים האחרונות במרכז השיח והדיאלוג בין משקיעים לחברות ציבוריות ואף הפך למרכזי בבחינת הממשל תאגידי של החברות.

הנחת העבודה בעולמנו המקצועי היא שדירקטוריון מקצועי ועצמאי מהווה רכיב חשוב ואינהרנטי בהבטחת ממשל תאגידי ראוי בחברה ובעיצובו. יתרה מכך, הוא ממלא תפקיד חשוב במתן אימון הציבור בהתנהלותה של החברה. היות וכאמור בחברות ללא גרעין שליטה חששם העיקרי של בעלי המניות הוא ממצב של צבירת כוח יתר מצד ההנהלה, הרי שתפקידו של הדירקטוריון בחברות אלו הופך להיות משמעותי ומרכזי אף יותר.

על רקע זאת, גופים מוסדיים שונים הפכו בשנים האחרונות לפעילים ואקטיביים בנושא מינוי דירקטורים (ובפרט מינוי של דירקטורים חיצוניים שם יכולת ההשפעה של המוסדיים במינוי גדולה יותר). מטרתם העיקרית של הגופים המוסדיים במינוי דירקטורים והשפעה על הרכב הדירקטוריון, היא שינוי הקשב הניהולי הקיים בחברה, כך שהנהלת החברה והדירקטוריון יהיו ערים לרחשי בעלי המניות ובפרט אלו שהינם גופים מוסדיים, שכן בחלק מהמקרים אלו, רצונם של המוסדיים כחלק ממחזיקי העניין בחברה הוא לקדם רמת ממשל תאגידי גבוהה יותר מזו הקיימת באותה נקודה בחברה ונדרשת להם פעולה אקטיבית על מנת לייצר שינוי אצל המנהלים.

על מנת להעלות את הביטחון בחברות נדרש ראשית לשפר את הממשקים הקיימים בין המשקיעים והחברות הציבוריות, ובפרט בחברות ללא גרעין שליטה (אבל לא רק), בנושא של מינוי דירקטורים ועיצוב תמהיל הדירקטוריון. אחת מהדרכים הקיימות למשקיעים היא לפעול אל מול החברות למיסוד פורמלי של תהליך שיטתי, רשמי ושקוף למינוי של דירקטורים בחברה.

מסמך מדיניות – מיסוד מסמך שכזה צריך שיבוצע על ידי החברה באמצעות גיבוש מסמך מדיניות פורמאלי שיעסוק בפרופיל ותמהיל הדירקטוריון הרצוי לחברה ובתהליך איתור בלתי תלוי ומקצועי, תוך מתן דגש על תהליך מקצועי ואפקטיבי בסטנדרט ממשל תאגידי גבוה (No Friends No Family). אימוץ של מסמך המדיניות כאמור, ומינוי שוטף בפועל של דירקטורים על בסיס העקרונות שיגובשו במסמכים אלו, צפוי להגביר את מקצועיותו והתמחותו של הדירקטוריון לאורך זמן ובכך גם לסייע לחברה בתהליכי קבלת ההחלטות בטווח הבינוני-ארוך, ובקידום האסטרטגיה והיעדים העסקיים.

מטרה נוספת של מהלך זה, הינה שיפור רמת השקיפות מול ציבור המשקיעים, שתוביל לעלייה ברמת האמון שלהם בחברה, שכן מינוי דירקטורים במסגרת תהליך סדור, שקוף וברור ועל בסיס פרמטרים ידועים יביאו להערכתנו לתוצאות שיטיבו הן עם הארגון והן עם מחזיקי העניין. כך לדוג' ככל שגוף מוסדי ירגיש ביטחון בגורמים המובילים ומפקחים על החברה כך תקטן מעורבותו בהתנהלותה השוטפת, ובכלל זה גם באמצעות אספות כלליות.

כפועל יוצא, ככל שהחברות יאמצו את התשתית המוצעת וישמו אותה בצורה מקצועית וטובה, כך למשקיעים ולגופים המוסדיים יהיה רצון נמוך להתערב בתהליך המינוי. יצירת מדיניות למינוי כאמור, אמורה להבטיח מינוי של דירקטורים שיהיו מקובלים על בעלי מניות מוסדיים וכן כהונה של דירקטוריון המאזן את האינטרסים של כלל מחזיקי העניין בחברה.

ב. יו"ר דירקטוריון בחברה ללא גרעין שליטה

בחברות ללא גרעין שליטה, ובהתאם לתקנון המאומץ בד"כ על ידי החברות, יו"ר הדירקטוריון נבחר על ידי חברי הדירקטוריון מבין הדירקטורים המכהנים.

תפקיד יו"ר הדירקטוריון הינו אבן בניין מרכזית בעיצוב הממשל התאגידי הנאות של החברה. בחברה ללא גרעין שליטה עליו להיות בראש ובראשונה בעל יכולת מנהיגות, אשר מחד תאפשר לו לנהל דירקטוריון אשר לחבריו עשויים להיות דעות שונות ומגוונות⁵, אולם לייצר הסכמה רחבה ככל שניתן ולפעול בצורה מאוחדת כלפי ההנהלה. בהתאם לכך, עליו להיות מקובל על חברי הדירקטוריון, לגלות גם נוכחות פעילה בישיבות הדירקטוריון ולהשקיע מזמנו ויכולתו בניהול ענייני הדירקטוריון גם אל מול שאר הגורמים הרלוונטיים בחברה, וכמובן להיות בעל נוכחות וניסיון ניהולי רלוונטי. משכך נדרש כי מסמך המדיניות של פרופיל ותמהיל הדירקטוריון כאמור, יעסוק גם במאפייניו של יו"ר הדירקטוריון, בהתאם לצרכים ולמאפיינים של כל חברה.

בנוסף על דירקטוריון החברה לקיים הליך סדור באשר לאופן בחירתו של יו"ר הדירקטוריון. במסגרת הליך זה יבחנו ויוגדרו הכישורים והיכולות הנדרשים מיו"ר דירקטוריון החברה תוך התחשבות בפרמטרים שונים שייקבעו על ידי הדירקטוריון באופן פורמלי.

⁵ בשונה מחברות עם גרעין שליטה, שם במרבית המקרים בעל השליטה הוא זה שבפועל קובע את זהות הדירקטורים ומשפיע על אופי הדיונים בדירקטוריון, הנחת המוצא היא שבחברות לא גרעין שליטה, קיימת הסתברות גבוהה יותר שהדירקטורים יהיו בעלי רקע וניסיון שונה, ומשכך בעלי השקפה מגוונת.

ג. ניהול קשר שוטף

שמירה על הקשר וקיום דיאלוג בין המשקיעים לחברות הנם נדבכים חשובים בבניית אמון ויצירת שקיפות גבוהה ביניהם. למעשה הבסיס ליישום ממשל תאגידי נעוץ בבניית ממשקי קשר יעילים בין הצדדים, שתפקידם לספק מידע מחד ולבנות בטחון ואמון מאידך.

רצוי שהקשר ינוהל כחלק ממהלך העסקים השוטפים של החברה ולא יבוצע בנקודות רגישות שעלולות להיות בעלות חיכוך פוטנציאלי בין הצדדים (לדוגמה סביב קיומה של אספה כללית). הדבר חשוב על מנת לייצר סביבת עבודה ללא רעשים, שבמסגרתה יהיה אפשר לנהל דיאלוג יעיל, מאוזן וענייני, אשר אינו מושפע מאירוע נקודתי כזה או אחר.

בנוסף, מאחר ואין תבנית אחידה לממשל תאגידי נאות, ויש להתאים את הממשל התאגידי הנכון לכל חברה וחברה, בהתאם למאפייניה, הרי שקיים יתרון משמעותי לקיום קשר שוטף בנושאי ממשל תאגידי במסגרתו יכולים שני הצדדים, משקיעים וחברות, לנהל את התהליך בצורה מיטבית.

לגורמים מקצועיים שעוסקים בממשל תאגידי, כדוגמת אנטרופי, קיימת חשיבות גדולה בניהול הקשר בין הצדדים. שימוש בגורם מקצועי המקובל על ידי הגופים המוסדיים, וכזה שיכול לתכלול ולאגד את עמדותיהם, מאפשר לצדדים לנהל את הקשר בצורה אפקטיבית אשר תורמת לתוצאה מדויקת ויעילה.

ד. עידוד שקיפות ממשקים מול שוק ההון

קיימים כלים רבים באמצעותם החברה יכולה לנהל את הקשר עם משקיעיה: ראשית, החברה יכולה להגביר את רמת המידע והשקיפות שלה בדוחות ובדיווחים שלה למשקיעיה, ובכלל זה לספק להם הבנה טובה יותר של הפעילות העסקית, של המדיניות החשבונאית וכמובן של היבטי ממשל תאגידי. אימוץ של כללי Best Practice גבוהים ומתן מידע נוסף מעבר לזה הנדרש על פי הרגולציה, בוודאי ויתרום לרמת אמון ושקיפות של המשקיעים בחברה. שנית, החברה יכולה להגביר את רמת התדירות בה היא מתקשרת עם משקיעיה, לדוגמה בתדירות פרסום המצגות על ידה ובביצוע הכנסים וכיו"ב. והחשוב מכול, על הנהלת החברה ולעיתים אף חלק מהדירקטורים (לדוגמה יו"ר הדירקטוריון) לנהל קשר שוטף עם המשקיעים המרכזיים של החברה, ובפרט הגופים המוסדיים, על מנת לעדכןם בנעשה בחברה וכן על מנת לשמוע ולהשמיע בנושאים מסוימים שהינם מרכזיים בעיני המשקיעים.

ה. שומרי הסף בחברה

בחברה ציבורית קיימים מספר מנגנונים מובנים לבקרה ופיקוח על התנהלותה של החברה בהתאם לכללי ממשל תאגידי נאותים. כיום, מנגנונים אלו מנוהלים בצורה שאינה שלמה ומלאה בלא מעט מהחברות הציבוריות ואף בחברות ללא גרעין שליטה. ככל שמנגנונים אלו יפעלו בהתאם לסטנדרט מקובל (מקומי ו/או בינלאומי) כך החברה תבצע תהליך של self-regulation הדוק יותר אשר ימנע התערבות אקטיבית יותר של גורמים חיצוניים. הפעילות של שומרי הסף צריכה לעמוד בהתאם לצרכי החברה, גודלה ומורכבותה.

ה.1. המבקר הפנימי – פונקציה זו מהווה אחד מהמנגנונים החשובים שהדירקטוריון יכול להסתייע בו לצורך פיקוח על פעילות החברה, ולוודא עמידתה בכללי הרגולציה ובמדיניות והנחיות הדירקטוריון. עם השנים ובחלק ניכר מהחברות, מנגנון זה איבד מהאפקטיביות שכן בחלק מהחברות היקף עבודת המבקר הפנימי אינה הולמת את מורכבות פעילות החברה והיקפה. כמו כן, בחלק מהמקרים אפשר לזהות פער במעמד הנדרש למבקר הפנימי בארגון, הפוגע ביכולתו לפעול ולהציף פערים מהותיים.

מעבר לכך, המורכבות הקיימת היום בפעילות החברות, דורשת רמת מיומנות ומקצועיות גבוהה מהמבקר הפנימי.

בעולם לא קיימים כללים מפורטים לבחינת כמות המשאבים הנדרשת לפונקציית המבקר הפנימי לצורך מילוי משימותיו. משאביו תלויים במספר גורמים משתנים בין חברות, כגון: אופי פעילותה של החברה, כמות העובדים בה, פריסתה הגאוגרפית, מורכבות הפעילות, רמת הישענותה על טכנולוגיות/פעילות ידנית, מקצועיות המבקר ועוד. לכן על המבקר הפנימי וועדת הביקורת לוודא כי המשאבים הקיימים ברשות המבקר הינם אפקטיביים דיים ומותאמים לחברה לביצוע משימותיו. כן, יש לוודא כשירותו המקצועית של המבקר והצוות הפועל מטעמו.

ה.2. המבקר החיצוני – שומר סף נוסף הקיים לרשות הדירקטוריון הינו כמובן רואה החשבון החיצוני אשר תפקידו לבצע ביקורת על הדוחות הכספיים של החברה. חשיבות מהימנות הנתונים והמידע בדוחות הכספיים של חברות ציבוריות הינה ברורה, לאור כך שזהו המנגנון העיקרי שבו החברה מתקשרת עם בעלי המניות ומחזיקי העניין השונים. גם במנגנון זה אנו רואים בשנים האחרונות פגיעה מסוימת באיכות הביקורת והמקצועיות הנובעת מצמצום שעות הביקורת ושכר הטרחה. לפיכך, דירקטוריון בחברה ללא גרעין שליטה חייב לוודא, באמצעות וועדת הביקורת, כי פונקציה זו מבצעת את תפקידה לשביעות רצונם המלא ולהעלאת רמת ביטחון בעלי המניות בנתונים הכספיים ומהימנותם.

ה.3. ניהול סיכונים – פונקציית מנהל סיכונים אינה נדרשת על פי חוק החברות ולרוב במרבית החברות הריאליות היא לא תפעל כפונקציה ייעודית עצמאית (הפונקציה תהיה קיימת במרבית מהחברות מתחום הפיננסים המפוקחות על ידי רגולטור). במקרים מסוימים בחברות ריאליות שבהן קיימת פונקציית ניהול סיכונים, היא לרוב מאוישת על ידי מנהל הכספים "בנוסף על תפקידו" או תחת סמנכ"ל אחר בארגון ומתמקדת בעיקר בנושא של ניהול סיכונים פיננסיים. אין אנו בדעה כי בכלל החברות הריאליות פונקציה זו מחויבת להיות עצמאית וייעודית, אך בהחלט, ככל שהארגון גדול יותר ומורכב יותר, תפקיד זה עולה בחשיבותו ועל הארגון לדון במשאבים המוקצים לפעילות זו.

תפקידו של מנהל הסיכונים היא לוודא כי החברה פועלת להשגת יעדיה ואינה נוטלת סיכונים אשר אינם במסגרת תיאבון הסיכון שהוגדר ע"י הדירקטוריון. זוהי פונקציה חשובה, שכן סיכונים טבעם להיות דינמיים ומושפעים משינויים ארגוניים, שינויים תהליכיים, מערכתיים ואף חיצוניים.

על הדירקטוריון מוטלת החובה לזהות את הסיכונים המהותיים של הארגון שצריכים להיות תחת פיקוחו הפעיל של הדירקטוריון (TOP 10) ולוודא יישום של תכנית הפחתה ובקורות מפצות לאלו (יכול שיבוצע באמצעות פונקציית ניהול הסיכונים). יש בתהליך כאמור כדי לצמצם את פערי הידע בין הדירקטוריון להנהלה ולסייע במיקוד בנושאים מהותיים העולים אגב הדיונים בדירקטוריון.

ה.4. ציית ורגולציה – כל ארגון חייב לפעול בהתאם להוראות החוק והתקנות הרלוונטיות. ככל שהסביבה והתחום שהחברה פועלת בו מושפעים מרגולציה רחבה יותר (כגון: פיננסי, תעשייה, פארמה) כך הארגון נדרש לפעול באופן יזום להבטחת העמידה בהוראות הדין ופונקציית הציית מקבלת משנה תוקף וחשיבות להבטחת פעילות תקינה של הארגון. בחלק מהארגונים פונקציית הציית פועלת באמצעות משאבים רבים על מנת לוודא שהחברה פועלת במסגרת הוראות הדין. נציין בהקשר זה כי כלל החברות מבצעות פעולות בסיסיות להבטחת עמידת החברה בהוראות הדין. אמנם הייעוץ המשפטי מפותח מאוד בחברות ציבוריות כאשר חלק ניכר מהחברות מעסיקות יועץ משפטי פנימי. עם

זאת, על הדירקטוריון להבין כי מעבר לייעוץ המשפטי יש לוודא כי בתהליכי העבודה של הארגון ישנן תשתיות שמטרתן לצמצם את האפשרות להתרחשות אירועי כשל ואי ציות להוראות הדין (לעיתים יתכן כי מדובר בממונה/נושא משרה שונה מהייעוץ המשפטי). בחינה מהותית זו צריכה להיעשות בהתאם למאפיינים הספציפיים של כל חברה וחברה.

ו. זימון אסיפה/הוספת נושאים לסדר היום

כלי בסיסי ואפקטיבי של בעל מניות לקביעה ולהשפעה על סדר היום של החברה, ובפרט בחברה ללא גרעין שליטה, הוא שימוש במנגנון של אסיפת בעלי מניות. בניגוד למצב העולם המקובל, בו הנהלת החברה היא זו שקובעת את סדר היום ומנהלת את תהליך האסיפה, בעלי מניות יכולים לאמץ גישה אקטיבית, ולהשפיע ולעצב את נושאי האסיפה הנדונים.

חוק החברות הישראלי תומך בכך ומאפשר לבעלי המניות לזמן אסיפה ולהוסיף נושאים לסדר היום. בהתאם לכך, במידה ובעל מניות מחזיק לחוד או במשותף (עם בעל מניות נוסף) 5% מהון מניות החברה, קיימת לו האפשרות ליזום כינוס אסיפה מיוחדת ובמסגרת סדר יומה לעלות לדיון ו/או להחליט נושאים שונים, שלעיתים אינם מקודמים על ידי החברה. בנוסף, קיימת אפשרות נוספת, של הוספת נושא לסדר היום של אסיפה שזמנה על ידי החברה וזאת במידה והוספת הנושא נעשית בפרק זמן של שבוע ממועד זימון. אפשרות זו קיימת לבעל מניות שאחזקתו אף נמוכה יותר, ועומדת על 1% מהון המניות של החברה (בנפרד או ביחד עם בעל מניות נוסף).

אפשרויות אלו מאפשרות לבעלי המניות לייצר חלוקת קשב חדשה אצל מנהלי החברה, בקשר לנושאים השונים המעסיקים את בעלי המניות ולהפוך להיות גורם פעיל בעיצוב סדר היום של החברה, שכן בהינתן אופציה להוספת נושא או לזימון אסיפה, ניתן לקדם אג'נדה שאינה מקובלת על החברה והדירקטוריון, בקלות יחסית וללא צורך במשאבים רחבים, שכן האספה והעלויות הקשורות בה במרבית מהמקרים ממומנות מתוך משאבי החברה.

ז. הגנות כנגד פעילות אקטיביסטית או השתלטויות עוינות

בהקשר זה חשוב להזכיר כי מבחינת המשקיעים מהציבור לא רצוי שהחברה תאמץ הגנות נגד אקטיביזם של בעלי מניות או כנגד אפשרות להשתלטות עוינת. שכן במבנה אחזקות של חברות ללא גרעין שליטה, עצם החשיפה לאפשרות של שליטה (אשר יכולה להביא לשינוי בדירקטוריון ובהנהלה) מהווה תועלת משמעותית לבעלי המניות, היות ואפשרות זו יוצרת תמריץ למנהלים לפעול ולייצר ערך לבעלי המניות. ללא חשיפה זו לשוק של שליטה, תמריצי המנהלים נפגעים ובעיית הסוכן הפוטנציאלית הקיימת בחברות אלו יכולה אף להחריף.

ח. הצבעות בנושאים שבהן נדרש רוב של המיעוט ולעיתים יכולת להטיל וטו

מעורבותם של בעלי המניות בתהליכי קבלת החלטות בחברות הינו חלק מהמשטר התאגידי הקיים בישראל וקיימת לו חשיבות לא מבוטלת בקביעת התרבות הארגונית של החברה. מעורבותם ויכולת השפעתם של בעלי המניות בישראל ובמיוחד אלו המוסדיים, אף גדלה בשנים האחרונות לנוכח תיקונים שונים ברגולציה שאירעו בתחילת העשור הנוכחי.

תיקונים אלו ובמיוחד תיקון 16 ותיקון 20 לחוק החברות, הביאו להעצמה של בעלי המניות מהציבור ויכולת השפעתם בנושאים השונים העולים לדיון באספות כלליות וביניהם: מינוי לראשונה/חידוש מינוי של דירקטורים חיצוניים, עסקאות בעלי עניין, נושא תגמול ועוד. מידת ההשפעה זו נסובה סביב העובדה כי

באישור של נושאים אלו נדרש גם רוב מיוחד, אשר בד"כ משמעותו הנה תמיכה של גופים מוסדיים בנושא שעל סדר היום.

שימוש ביכולת הוטו של בעלי המניות מהציבור בנושאים רגישים אלו (הנגזרת מהדרישה לרוב מיוחד), מאפשר לבעלי המניות לנצל את הכוח שניתן להם ולהשפיע באמצעותו על קידום תהליכים נוספים שהם לא דווקא קשורים לנושאים של אספות כלליות. השפעה של גופים מוסדיים על אישור תגמולם של המנהלים לדוגמה, בוודאי יכולה להביא למצב בו הקשב של הגורמים בחברה הופך להיות גבוה יותר. נציין כי את הכלי המתואר צריך להפעיל בצורה מאוזנת, ובוודאי עניינית, והוא מתאים בעיקר במצבים שבהם בעלי המניות המוסדיים נתקלים בחוסר שיתוף פעולה מצד החברה.

בהקשר זה יש לשים לב כי קיים הבדל בין חברות עם בעל שליטה לבין חברות ללא בעל שליטה. בשונה מחברות עם בעל שליטה שם השפעתם של בעלי המניות המוסדיים נסוב סביב נושאים הדורשים רוב מיוחד (אישור וחידוש מינוי דח"צים, מדיניות תגמול, עסקאות בעלי עניין), מנעד הנושאים בחברות ללא גרעין שליטה הנתונים להשפעת בעלי המניות הוא רחב יותר וכולל גם נושאים הדורשים החלטה ברוב רגיל כגון: מינוי דירקטורים שאינם דח"צים, מינוי/החלפה של רוח מבקר, שינוי תקנון, דיון בנושאי דיבידנד ועוד.

ט. הודעת עמדה

כלי נוסף שמאפשר לבעלי מניות המיעוט להשפיע על הנושאים שעולים לסדר היום, הוא באמצעות פניה לחברה בבקשה לפרסם הודעת עמדה בכתב מטעמם לבעלי המניות לקראת אספה כללית על מנת לשכנעם לגבי אופן הצבעתם.

שימוש בכלי הזה, גם אם תוכנו מוגבל לנושאי האסיפה, הינו בעל פוטנציאל לייצר שיח בנושאי ממשל תאגידי, שכן מדובר על ערוץ דיווח שמגיע לכלל בעלי המניות ומנוטר על ידי הפעילים שביניהם ובמיוחד על ידי המוסדיים באופן שוטף. המלצתנו היא להשתמש בכלי זה בכדי להציף נקודות משמעותיות המתקשרות לנושאים שעל סדר היום ובמיוחד בכל הקשור לנושאי ממשל תאגידי.

1.7. חברות ללא גרעין שליטה במגזר הפיננסי

מעורבותם של הגופים המוסדיים מושפעת באופן ישיר ממאפייניו של הארגון. כך לדוגמה, היכולת של בעלי מניות (לרבות גופים מוסדיים) להציע מועמדים לדירקטוריון בתאגידיים ללא גרעין שליטה במגזר הפיננסי, הינה מוגבלת שכן, בהתאם להוראות בנק ישראל, בעל מניות הופך להיות צד קשור לאחר שמועמד שהוצע על ידו מונה לדירקטוריון הבנק. הנחיה זו עשויה להכביד על פעילותו העסקית השוטפת של הגוף המוסדי שבאיזון של עלות תועלת בוחרים שלא להציע מועמדים. על אף האמור, קיימים רכיבים אחרים אשר יכולים לפצות על המגבלה הנגזרת ממאפייני הארגון. דוגמה לכך היא שומרי הסף בגופים פיננסיים אשר זוכים למעמד ולמשאבים רבים המושקעים בפעילות הבקרה שמבוצעת על ידם, הגבוהים באופן ניכר לאור הפיקוח הרגולטורי ההדוק שחל עליהם בעיקר ביחס לחברות ציבוריות ריאליות. פעילותם של שומרי הסף בגופים אלו, עשויה לייצר רמת ביטחון גבוהה שפעילות החברה מבוצעת בהתאם לסטנדרט ממשל תאגידי הולם. בנוסף, אנו סבורים שיש בידם של הארגונים לחזק את איכות הממשל התאגידי על אף החסרונות שציינו לעיל, באמצעות אימוץ מנגנונים מפצים שתפקידם לייצר רמת ביטחון גבוהה בארגון כגון גיבוש מדיניות פומבית להרכב ותמהיל דירקטוריון אשר תכלול התייחסות לקריטריונים, מאפיינים והצרכים של הדירקטוריון.

2. חלק שני – חברות ללא גרעין שליטה בארצות הברית

פרופסור אהוד קמר**

שוק ההון הישראלי מתאפיין בחברות עם גרעין שליטה, שבהן בעל מניות אחד מכונן את פעילות החברה באמצעות כוח ההצבעה שלו. חוק החברות הישראלי מותאם לחברות אלה. הוא קובע, למשל, שבחברה ציבורית יכהנו לפחות שני דירקטורים חיצוניים. תפקידם הוא לרסן את בעל השליטה. מינוים טעון תמיכת בעלי המניות האחרים, הם מופקדים על אישור עסקות שלבעל השליטה יש בהן עניין אישי ובעל השליטה אינו יכול להדיחם.

אולם, יש בשוק ההון הישראלי גם חברות ללא גרעין שליטה ולאחרונה משקלן עולה. התפתחות זו מעסיקה את המחוקק, את גופי הפיקוח ואת השחקנים בשוק. כולם שוקלים איך להיערך להזדמנויות החדשות ולאתגרים שלצדן. בארצות הברית הצטבר ניסיון רב בנושא זה, שכן פועלות שם חברות ללא גרעין שליטה במשך עשרות שנים.

בחברות עם בעלי שליטה קיימים הבדלי העדפות בין בעלי השליטה לבין יתר בעלי המניות. בעלי השליטה אמנם רוצים בשגשוג החברה כדי ליהנות מתשואה על השקעתם בה, אך עשויים לתעל לעצמם יותר מחלקם היחסי ברווחיה. למשל, הם עשויים לקדם עסקות פרטיות עם החברה שמיטיבות עמם, לגבות דמי ניהול שמנים או להפנות הזדמנויות עסקיות רווחיות לחברות אחרות בשליטתם. דיני החברות מאפשרים לבעלי המניות להגביל את תיעול הערך בידי בעל השליטה, אך לא מאפשרים להחליף את בעל השליטה.

בחברות ללא גרעין שליטה קיימים הבדלי העדפות בין ההנהלה והדירקטוריון לבין בעלי המניות. הדירקטוריון אמנם מתמנה בידי בעלי המניות, אך ההנהלה השפעה רבה עליו כי היא מעורבת באיתור מועמדים לכהונה בו, מקיימת קשר רציף אתו ומשמשת מקור מידע עבורו. כמו בעלי שליטה עשויים גם מנהלים לתעל ערך לעצמם בעסקות עם החברה ובשכר נדיב, אולם מנהלים עשויים לפגוע בחברה בדרכים נוספות. למשל, הם עשויים לגרום לחברה לאגור רווחים או לגוון עסקים ללא צורך כדי להבטיח את המשכיות משרתם. הם עשויים גם ליזום רכישות מיותרות כדי להגדיל את השפעתם ואת הכנסתם. אחזקותיהם ההונית קטנות, ולכן הבדלי ההעדפות בינם לבין בעלי המניות משמעותיים. אולם, כיוון שאין בידי המנהלים מניות שליטה, אפשר להחליפם. אפשרות זו היא הבסיס לפעילות בעלי המניות המוסדיים בארצות הברית בעשורים האחרונים.

הגופים המוסדיים בארצות הברית כוללים, בין היתר, קרנות פנסיה של עובדי ציבור, קרנות פנסיה של תאגידי, קרנות נאמנות וחברות ביטוח. הם פועלים תחת מערכות כללים שונות, כפופים לגופי פיקוח שונים ומעורבים במידות שונות בענייני החברות שבתיקי ההשקעות שלהם.

מבין הגופים המוסדיים בולטות במעורבותן קרנות הפנסיה של עובדי ציבור. נטייתן להיות מעורבות בענייני החברות נובעת מכך שהן מנוהלות בידי נבחר ציבור או בידי ממונים מטעמם ומכך שהן לא מציעות שירותים לחברות. מנהליהן לא אחת רואים בתפקידם שליחות ומשתמשים בו כקרח קפיצה פוליטי. הם גם לא נדרשים לשווק את שירותי הקרן לחברות: ממילא הקרן מנהלת את חסכונות כל עובדי הציבור שבתחומה — ורק אותם.

קרנות אלה דורשות, בין היתר, שלחברה יהיה דירקטוריון עצמאי, שתהיה קשובה לבעלי המניות, שתתגמל את מנהליה בהתאם לביצועיהם ושהנהלתה תהיה חשופה לשוק השליטה. הן מתנגדות, למשל, לגלגולות רעל, לדירקטוריונים מדורגים ולשיטות אחרות להדיפת הצעות רכש ולמניעת קרבות שליטה. שוק שליטה מאפשר לבעלי המניות להחליף את הדירקטוריון והנהלה ולמכור את מניותיהם בפרמיה. ההנהלה יודעת זאת ולכן היא קשובה לבעלי המניות. ללא שוק שליטה, גם אם יצביעו בעלי המניות נגד חידוש הכהונה של חברי הדירקטוריון, לא יהיו

** מנהל מרכז בתיה ויששכר פישר לממשל תאגידי ורגולציה של שוק ההון בפקולטה למשפטים של אוניברסיטת תל אביב.

מועמדים להחליפם ואת המניות אפשר יהיה למכור רק במחיר השוק. ההנהלה תדע זאת ותהיה פחות קשובה לבעלי המניות.

עם השנים השתכלל שוק השליטה בארצות הברית. מצד אחד, התגבר הלחץ על חברות לגלות פתיחות להצעות רכש. מצד שני, התבססו דפוסי תגמול המפצים מנהלי חברות על אובדן משרתם במכירת החברה. אך לשוק השליטה יש גבולות. מנהלי חברות ודירקטוריונים עדיין מסוגלים לעכב ולעתים לסכל ניסיונות השתלטות, רכישות עוינות עדיין מלוות בעלויות גבוהות ולחברות גדולות עדיין יש הגנה טבעית בדמות הקושי לממן השתלטות עליהן.

המצב השתנה עם התרחבות פעילותן של קרנות הגידור. פעילות זו שונה מפעילות קרנות הפנסיה של עובדי ציבור. בעוד שקרנות הפנסיה מסתפקות בשיפור רוחבי של הממשל התאגידי במספר רב של חברות ובהכרעה בקרבות שליטה שיוזמים אחרים, קרנות גידור דוחפות חברות בודדות לנקוט צעדים להצפת ערך מהירה. הן משקיעות בחברות עם ממשל תאגידי לקוי, אך לא מסתפקות בתיקון הליקויים, אלא דורשות שינויים תפעוליים מוגדרים, כמו מכירת החברה, רכישת מניות עצמית או החלפת ההנהלה. דרך פעולה זו נובעת מצורת התגמול של מנהלי קרנות גידור: תגמולם גבוה וחלק גדול ממנו תלוי בביצועים, ולכן הקרן מרכזת את השקעותיה בחברות שבחרה בקפידה.

כיוון שקרנות הגידור משיגות את יעדיהן בלי לרכוש את כל מניות החברה, הן לא זקוקות למימון משמעותי ופועלות להצפת ערך גם בחברות ענק. הנהל הרגיל של פעולת קרנות הגידור הוא רכישת כחמישה אחוזים עד עשרה אחוזים ממניות חברה, דרישה מהחברה לנקוט צעד תפעולי משמעותי, הצעת מועמדים לדירקטוריון, גיוס תמיכה מבעלי מניות אחרים תוך הצבעה על כשלי ממשל תאגידי בחברה ולבסוף הכרעה באסיפה הכללית או הגעה להסכם עם החברה אשר כולל מינוי דירקטור או שניים ואשר מביא לשינוי המבוקש.

דפוס פעולה זה נוחל הצלחה בזכות תמיכת קרנות גידור אחרות ובעלי מניות מוסדיים, בעיקר קרנות פנסיה של עובדי ציבור. קרנות הפנסיה, המשקיעות לטווח הארוך, לא משתכנעות מטענת מנהלי החברות שהיענות לדרישות קרנות הגידור תפגע בחברות לאורך זמן. הן בוחנות כל מקרה לגופו ומגבות יוזמות שנראות להן. מחקרים אקדמיים מצדיקים גישה זו: פעילות קרנות הגידור נוטה להעלות את ביצועי החברה ואת שווי השוק שלה, והעלייה מחזיקה מעמד לאורך מספר שנים.

3. חלק שלישי – חברות ללא גרעין שליטה – ממשל תאגידי פיננסי

רו"ח שלומי שוב***

פרק זה דן בהיבטים של ממשל תאגידי פיננסי בחברות ללא גרעין שליטה. אף שממשל תאגידי נאות נדרש בכל חברה עסקית, ישנם הבדלים באופן יישומו בחברות ללא בעל שליטה דומיננטי. הפרק סוקר בחלקו הראשון את הסיבות לשינוי באופן הפעלת הדירקטוריון ביחס לסוגיות חשבונאיות ופיננסיות בחברות ללא גרעין שליטה. החלק השני דן בתפקידים של הדוחות הכספיים בראייה ניהולית – בהיבטי פיקוח על התנהלות נושאי המשרה, בצורך בבקרה על הליך הכנתם של הדוחות ובקביעת המדיניות החשבונאית של החברה תוך שמירה על אתיקה חשבונאית. החלק השלישי דן בהשלכות מעשיות באשר לאופן התנהלות הדירקטוריון. במסגרת זה מוצגים שלושה נדבכים ביחס להתנהלות פיננסית של עבודת דירקטוריון ללא גרעין שליטה – מיקוד שונה, מעורבות משמעותית יותר ומתמשכת והצורך בהבנה חשבונאית עמוקה. חלקו הרביעי של הפרק מציע מעין "מפת דרכים" להסדרת מערך הממשל התאגידי הפיננסי בחברה עסקית ללא גרעין שליטה.

3.1 רקע

כל דירקטוריון של חברה, ובכלל זה גם דירקטוריון של חברה ציבורית, נושא באחריות הקשורה להכנת הדוחות הכספיים של החברה. אחריות זו נובעת מחובות דיוח שנקבעו לדוגמה בחוק החברות, בחוק ניירות ערך ובפקודת מס הכנסה, ומציבה את הדירקטורים בפני הצורך לשאת באחריות לדיוח הכספי של החברה.

חברות ללא גרעין שליטה מתאפיינות בכך שלחברה אין "בעל בית". במצב זה, הכוונת פעילות החברה נתונה לאורגנים המנהלים אותה, הדירקטוריון והנהלה. בחברות מסוג זה, לחברי הדירקטוריון תפקיד משמעותי בניהול הממשל התאגידי הפיננסי של החברה, מעבר לקיים בחברות אחרות.

אחת הבעיות הידועות באופן הניהול והשליטה בחברות היא "בעיית הנציג", הנובעת מההבדל בין האינטרסים של הצדדים השונים המעורבים בחברה. בעיה זו מקבלת נקודת מבט שונה בחברות ללא גרעין שליטה, בהשוואה לחברות שלהן גרעין שליטה מובהק, ומשפיעה על אופן ההתנהלות של הדירקטוריון ועל המיקוד של פעילותו.

בחברות שלהן גרעין שליטה יש "בעל בית" מובהק השולט בפעילות החברה, ועל כן לדירקטוריון של תפקיד משמעותי בפיקוח על המעורבות של בעל השליטה בחברה, על מנת להבטיח את זכויות המיעוט ואת ההוגנות של העסקאות בהן מעורבת בעל השליטה. למשק הישראלי ניסיון רב שנים בהתמודדות עם בעיית הנציג בחברות שלהן גרעין שליטה, התמודדות שהביאה אף למספר תיקוני חקיקה מפורסמים שהשפיעו על ניהול הממשל התאגידי בחברות אלה.

3.2 תפקידים של הדוחות הכספיים בראייה ניהולית

ההבדלים במערך הכוחות בחברה, מייצרים לדירקטוריון הכרח לפעול בצורה שונה מהאופן שהיה רגיל בו. הבדלים אלה גם משנים את תהליכי קבלת ההחלטות בחברה, ומייצרים תפקידים חדשים לחברי הדירקטוריון. אופן הניהול השונה, מייצר גם שינויים במקומם של הדוחות הכספיים ובמעמדם, ביחס לשלושה תהליכים: מקומם של הדוחות

*** סגן דיקן וראש התכנית לחשבונאות בי"ס אריסון למנהל עסקים המרכז הבינתחומי הרצליה בעל חברת IFRS קונסולטינג. כתיבת החלק השלישי נעשתה בשיתוף עם רו"ח שלומי וינר ורו"ח יובל גרנות.

הכספיים בפיקוח על התנהלות החברה, משמעותו של הליך הכנת הדוחות הכספיים לממשל התאגידי של החברה וקביעת המדיניות החשבונאית של החברה, תוך שמירה על אתיקה חשבונאית.

התהליך הראשון נוגע למקומם של הדוחות הכספיים בפיקוח על התנהלות החברה. מעבר לחובות הפורמליות של הדיווח הכספי, פרסום הדוחות הכספיים מהווה את הממשק העיקרי של החברה עם הציבור, הכולל, בין היתר, משקיעים, מלווים ואף את אמצעי התקשורת. במציאות הנוכחית, הדוחות הכספיים מהווים גם את אחד הממשקים המרכזיים, ולעתים גם הממשק היחיד, של דירקטוריון החברה עם התוצאות העסקיות שלה. בדרך כלל, ישיבות הדירקטוריון של החברה נקבעות במועדי אישור הדוחות הכספיים, ופעמים רבות הן משמשות כפלטפורמה המרכזית, ואף היחידה, של הנהלת החברה להציג את פעילותה מול חברי הדירקטוריון. באופן זה, הדוחות הכספיים מהווים חלק מרכזי בתהליך פיקוח הדירקטוריון על התנהלות ההנהלה ובקביעת האסטרטגיה של החברה על ידי הדירקטוריון. בחברות ללא גרעין שליטה, בהן לדירקטוריון תפקיד משמעותי במיוחד בתהליכי קביעת המדיניות הפיקוח על ההנהלה, יש חשיבות מיוחדת למידע הכספי בקבלת החלטות אלה.

התהליך השני נוגע למשמעותו של הליך הכנת הדוחות הכספיים לממשל התאגידי של החברה. עצם הליך הכנת הדוחות הכספיים ואישורם מהווה בפועל חלק משמעותי מהליך הבקרה הפנימי המבוצע בחברה, ומעניק לדוחות הכספיים מעמד חשוב בפיקוח על התנהלות העסקית. ועדה לבחינת הדוחות הכספיים מטעם הדירקטוריון (ועדת מאזן) היא הכלי דרכו מתגבשת המלצה לדירקטוריון לגבי ההערכות והאומדנים שנעשו בקשר עם הדוחות הכספיים, שלמות ונאותות הגילוי בדוחות הכספיים, הטיפול החשבונאי שיושם בעניינים מהותיים, המדיניות החשבונאית שאומצה והבקורות הפנימיים הקשורות בדיווח הכספי. הליך זה גם מלווה בהליך מקביל של ביקורת או סקירה של רואי החשבון המבקרים של החברה, המהווים נדבך נוסף בממשל התאגידי. אירועי כשל רבים מספור אותרו כחלק מתהליך הכנת הדוחות הכספיים, בין עם במסגרת תהליכים פנימיים שערכה החברה להכנת הדוחות, ובין עם במסגרת פעולות הביקורת או הסקירה של רואי החשבון של החברה. היעדר בעל שליטה בחברה, והכוח היחסי של מנכ"ל החברה וההנהלה הבכירה בשליטה על ההתנהלות העסקית, יוצר צורך חשוב בפיקוח על עבודת ההנהלה, ועל כן מעצים את הליכי הכנת הדוחות הכספיים בפיקוח זה.

התהליך השלישי נוגע לקביעת המדיניות החשבונאית של החברה, תוך שמירה על אתיקה חשבונאית. בחברות שבהן קיים גרעין שליטה, המדיניות החשבונאית לעיתים קרובות מוכתבת, הלכה למעשה, על ידי בעל השליטה. ככל שמדובר בחברה שהיא חלק משרשרת חברות, הרי שהמדיניות החשבונאית נקבעת בדרך כלל על ידי החברה העליונה בשרשרת, או החברה המשמעותית בשרשרת. בחברות ללא גרעין שליטה, לדירקטוריון יש עצמאות מחשבתית בקביעת המדיניות החשבונאית, ובבחינת ההשלכות שלה על הדיווח הכספי של החברה. בקביעת המדיניות החשבונאית, ועל מנת שהדוחות הכספיים ישקפו את מצב העסקים ולא ישמשו ככלי להשגת מטרות, יש להקפיד על אתיקה חשבונאית. דהיינו, להגדיר להנהלה היכן עובר הגבול של שימוש לא לגיטימי בכללי חשבונאות לצורך השגת מטרות מסוימות⁶. חשוב לציין – משמעותם של הדוחות הכספיים לממשל התאגידי של חברות ללא גרעין שליטה אינו בא לגרוע ממקומו של דירקטוריון של חברות שבהן גרעין שליטה, או מאחריותו של הדירקטוריון בחברות אלה. גם החוק אינו מבחין בין האחריות של דירקטורים בחברות שונות. עם זאת, תפקידו המשמעותי של דירקטוריון בחברה ללא גרעין שליטה, מחייב נקודת מבט שונה ומשמעותית על הממשל התאגידי החשבונאי בחברות אלה.

⁶ שימוש לגיטימי בכללי חשבונאות כולל לדוגמה יישום מוקדם של תקנים חשבונאיים חדשים, שימוש בחלופות קיימות בתקנים חשבונאיים, שימוש בידע ובהבנה חשבונאית במסגרת משא ומתן לביצוע עסקאות ושינוי בהתנהגות ריאלית אמיתית לצורך השגת יעדי דיווח. שימוש שעשוי להימצא מעבר לגבול הלגיטימי הינו ביצוע פעולות טכניות שלא יוצרות שינוי עסקי משמעותי על מנת להשיג מטרה חשבונאית.

3.3. אופן התנהלות הדירקטוריון: השלכות מעשיות

ראשית, חשוב לציין כי תפקידו הבסיסי והראשוני של הדירקטוריון כמכווין את פעילותה של החברה לא השתנה. מצופה מדירקטוריון החברה כי יכלול אנשים בעלי הבנה בתחום פעילותה של החברה, ויכולת להכווין את פעילותה העסקית. בחברות שבהן גרעין שליטה, בעל השליטה הסופי הוא פעמים רבות, גם אם לא תמיד, אדם בעל ניסיון עסקי מובהק בפעילויות הרלוונטיות לחברה, ויכולת להתוות את הכיוון האסטרטגי של החברה ואת העסקאות המהותיות שלה. בחברות ללא גרעין שליטה, בהיעדר בעל שליטה דומיננטי, תפקידם של הדירקטורים בקביעת הפעילות העסקית היא משמעותית במיוחד.

עם זאת, תפקיד זה אינו גורע מהתפקידים הנוספים המוטלים עליהם, הקשורים בהתוויית המדיניות החשבונאית של החברה, והפיקוח על התנהלותה הפיננסית. תפקידים אלה מעצימים את האחריות המוטלת על חברי הדירקטוריון ואת מגוון הכישורים הנדרש מהם. עומס המשימות, והחשיבות שלהם לבקרה השוטפת על התנהלות החברה, מצריכה התנהלות אחרת של כל עבודת הדירקטוריון, ובפרט ביחס להתנהלות הפיננסית של החברה בשלושת הנדבכים הבאים: מיקוד שונה, מעורבות משמעותית יותר ומתמשכת והבנה חשבונאית מעמיקה.

הנדבך הראשון נוגע למיקוד שונה – קיומו של בעל שליטה בחברה יצר מציאות שבה הבקרה העסקית על הפעילות בוצעה על ידי בעל השליטה, או הנציגים מטעמו. בעל השליטה היה חשוף באופן המשמעותי ביותר לסיכונים ולתשואות הנובעים מפעילות החברה, ומעמדו אפשר לו לפקח על פעילות ההנהלה ובהתאם להם לקבל את ההחלטות המשמעותיות, על מנת שהתוצאות הכספיות של החברה יניבו את התשואה המצופה. בחברה ללא בעל שליטה, תפקיד הפיקוח והבקרה על הנהלת החברה ועל התנהלות החברה שמור לדירקטוריון החברה, אשר נדרש לבחון בצורה מקצועית את התוצאות העסקיות של החברה, ואת האופן שבו יוכל להשיג לבעלי המניות את התשואה המצופה.

הנדבך השני נוגע למעורבות משמעותית יותר ומתמשכת – תפקידו הנוסף של הדירקטוריון מחייב מעורבות משמעותית יותר של הדירקטוריון בקביעת המדיניות החשבונאית והפיננסית של החברה. אישור הדוחות הכספיים, החשוב בפני עצמו, הוא רק שלב אחרון בתהליך קביעת המדיניות הפיננסית הנדרשת על ידי הדירקטוריון. בהיעדר בעל שליטה, הדירקטוריון צריך לפקח באופן אקטיבי על המדיניות החשבונאית שהתוותה על ידי ההנהלה ועל הטיפול החשבונאי שיושם בעניינים מהותיים, ובמקרים משמעותיים אף להתוות בעצמו את המדיניות ואת הטיפול החשבונאי.

תפקיד זה של הדירקטוריון בחברות ללא גרעין שליטה בקביעת המדיניות החשבונאית והפיננסית, מחייב מעורבות של הדירקטוריון לאורך התהליך כולו, ולא רק בסוף הדרך. הדירקטוריון אינו יכול לקבל דוחות כספיים מוכנים לפני ישיבת הדירקטוריון שנקבעה לאישורם, ולאשר אותם. הדירקטוריון חייב לקבל דיווח על הסוגיות החשבונאיות באופן שוטף, עוד לפני אישור הדוחות הכספיים, כדי לאפשר לו את היכולת לאסוף את המידע הנדרש ולקבל את ההחלטות באופן מושכל שתואם את אחריותו לניהול המדיניות החשבונאית של החברה. הדירקטוריון גם צריך לקבל את ההחלטות הנדרשות עוד לפני האישור הפורמלי של הדוחות הכספיים, שכן להחלטות המדיניות השלכות חשבונאיות על הדוחות עצמם, ושינוי הדוחות הכספיים ברגע האחרון אינו מעשי.

אין המדובר בתהליך רצוי בלבד, אלא בתהליך המיושם בפועל בחברות מסוימות. בשנים האחרונות השתלבו מספר גופים זרים בבעלות על חברות בישראל, וחברות זרות נרשמו למסחר בישראל. בחלק מחברות אלה, גם אם לא בכולן, ניתן לראות תרבות של ממשל תאגידי, שבו הדירקטוריון מעורב באופן פעיל בבחינה של סוגיות חשבונאיות מהותיות, עוד טרם אישור הדוחות הכספיים. פרקטיקה דומה קיימת גם במספר חברות בישראל, שבהן קיימת

מערכת יחסי גומלין של פיקוח והכונה בין הדירקטוריון והנהלה, אשר מקורה בתרבות הארגונית של בעלי המניות או בהוראות רגולטוריות.

הנדבך השלישי והחשוב נוגע להבנה חשבונאית מעמיקה – קביעת המדיניות החשבונאית והפיקוח על ההתנהלות הכספית של החברה ועל התוצאות העסקיות שלה דורשים מהדירקטוריון לא רק הבנה עסקית, אלא גם הבנה חשבונאית מעמיקה. משימה זו אף מורכבת יותר מבעבר, שכן תקני החשבונאות החדשים המפורסמים על ידי גופי התקינה, הן הבינלאומית והן האמריקאית, הם לא רק מורכבים להבנה, אלא כוללים הוראות שהן במהותן פחות "טכניות" ודורשות התאמה של כללי הדיווח למציאות העסקית של החברה ולמדיניות שנקבעת על ידי הגורמים המוסמכים. מספר דוגמאות להיבטים אלה:

א. מיזוגים ורכישות – הטיפול החשבונאי ברכישת חברה תלוי במידת השליטה של החברה בחברה המוחזקת. בחינת השליטה מצריכה ניתוח של הפעילות העסקית של החברה הנרכשת, של הזכויות של החברה ביחס לפעילויות אלה ושל הזכויות של השותפים האחרים בפעילויות.

ב. הכרה בהכנסה – תקני החשבונאות החדשים שינו את מהות בחינת התנאים הנדרשים להכרה בהכנסה. בעבר, תקני החשבונאות היו מבוססי כללים, ואילו תקני החשבונאות החדשים מבוססים על זיהוי מדויק של מחויבויות הביצוע של החברה, והתנאים שבהם הם מתקיימים.

ג. קביעת שווי הוגן – פריטים רבים מוצגים בדוחות הכספיים בהתאם לשווי ההוגן, או שנדרש לחשב לגביהם בשלב מסוים את שוויים ההוגן – נכסים והתחייבויות שנרכשו בצירוף עסקים, נכסים מניבים, השקעות במניות, עסקאות תשלום מבוסס מניות, נגזרים ועוד. הערכות שווי לפריטים אלו כוללות מטבע הדברים אומדנים והנחות אשר יש בהן כדי להטות משמעותית את השווי הנקבע. לעיתים קיימת גם מורכבות מתודולוגית בקביעת שווי הוגן בשאלות כדוגמת מהו השוק העיקרי של הנכס או של ההתחייבות, מהם ההנחות שמשמשים בשוק ישתמשו בעת המחרת הנכס או ההתחייבות (להבדיל מהחברה הספציפית), מהו השימוש המיטבי בנכס ועוד.

ד. סיווג בדוחות הכספיים – הסיווג של פריט בדוחות הכספיים אינו תלוי רק במהותו של הפריט, אלא גם בהחלטות ההנהלה וכוונותיה ביחס לשימוש באותו הפריט. הבדלים בכוונות ההנהלה יגרמו לסיווג שונה של פריטים, אשר להם השפעה מהותית על אופן המדידה והדיווח בדוחות הכספיים.

ה. אומדנים – השימוש באומדנים חשבונאיים בדיווח הכספי הופך יותר ויותר. אומדנים אלה רלוונטיים למגוון רחב של פריטים, כמו למשל ירידות ערך, הפרשות, סכומי הכנסה מותנים, יצירת מיסים נדחים, חשיפות מס וכו'. במקרה רבים, לצורך האומדן נדרשת הערכה מקיפה של התנאים הכלכליים והעסקיים, ולעיתים שימוש בשיטות סטטיסטיות. הדירקטוריון נדרש לא פעם לאשר לא רק את האומדן החשבונאי, אלא גם את אופן קביעת האומדן וחישובו.

ו. עסקאות מהותיות – ההשלכות החשבונאיות של הסכמים מהותיים על הדוחות הכספיים של חברה תלויים בזכויות החברה ומחויבויותיה בהתאם להסכמים. לתיאור המשפטי של הזכויות והמחויבויות בהסכם, עלולות להיות השלכות חשבונאיות מהותיות על הדוחות הכספיים. השלכות חשבונאיות אלה עלולות במקרים מסוימים שלא לשקף את הכוונות העסקיות של הדירקטוריון בביצוע העסקה. מקורן של "טעויות" חשבונאיות אלה בניסוח המשפטי של ההסכמים, ובמקרים רבים, ניסיון לפרש בדיעבד תנאים חוזיים בהתאם למהותם העסקית נתקל בכישלון.

חשוב לציין כי תקני החשבונאות מאפשרים במקרים רבים לחברה בחירה ביחס למדיניות החשבונאית שאותה היא נוקטת, באופן שיספק מידע רלוונטי ומהימן ביחס לפעילות העסקית שלה. עם זאת, במקרים רבים הבחירה נעשית במועד מוגדר בלבד, בדרך כלל מועד ההתקשרות בהסכם, ומקשה מאוד על שינוי הבחירה בשלב מאוחר יותר.

בחירת המדיניות החשבונאית הנאותה על ידי הדירקטוריון, שכאמור אינה תלויה עוד בבעל השליטה, מצריכה הבנה של השלכות הבחירה החשבונאית על התוצאות הכספיות. בשל דרישות אי-התלות מרואה החשבון המבקר, הרי שהוא גם לא יכול לסייע לחברה בבחירת המדיניות החשבונאית, או להתערב בקבלת החלטות שלה.

3.4. הסדרת מערך הממשל התאגידי הפיננסי – "מפת הדרכים" למעבר לניהול ללא גרעין שליטה

המעבר לניהול ללא גרעין שליטה מייצר אתגרים הנובעים מהשינוי בתפקידי הדירקטוריון, בהרכבו ובאחריותו, וראוי כי הדירקטוריון יתכונן בצורה מסודרת למהלך משמעותי זה, על מנת להתמודד עם השלכותיו. ראשית, עזיבתם של הדירקטורים מטעמו של בעל השליטה עשויה להצריך שינוי פרסונלי בדירקטוריון, על מנת להשלים פערי ידע וניסיון של הדירקטורים שפורשים. ייתכן גם כי יהיה צורך לחזק את הדירקטוריון באנשים נוספים, אשר להם יכולת להתמודד בצורה טובה עם תפקידי החדשים של הדירקטוריון.

נוסף על השינויים הפרסונליים, נדרש גם שינוי ארגוני בדרך העבודה של הדירקטוריון, על מנת להתאים אותו להיבטים החדשים הנובעים מהיעדר בעל שליטה. ראוי כי הדירקטוריון יכין תכנית ארגונית שתאפשר לו לקבל את המידע הנדרש לו, לפקח על התנהלות החברה ולקבל באופן מושכל את החלטות להן הוא נדרש. בהיבט החשבונאי, תוכנית מסוג זה צריכה לכלול ארבעה רכיבים: מיפוי של הסוגיות המשמעותיות שלהן נדרשת התייחסות הדירקטוריון, מתן הנחיות להנהלה, עדכון הדירקטוריון בשינויים בכללי החשבונאות ובחינת השלכות שלהם על החברה וכן פיקוח ובקרה על הדיווח הכספי של ההנהלה.

ההיבט הראשון נוגע למיפוי של הסוגיות המשמעותיות שלהן נדרשת התייחסות הדירקטוריון. מטבע הדברים, הדירקטוריון אינו יכול ואינו צריך לדון בכל סוגיה. על כן, ראוי כי הדירקטוריון יגדיר מהן סוגי החלטות שטעונות את אישורו, או מהם הנושאים שנדרש לעדכן אותם בהם מראש. נושאים אלה יכולים לכלול למשל את הבאים:

- א. החלטות מדיניות חשבונאית
- ב. אומדנים חשבונאיים מהותיים – לרבות שינויים באומדנים אלה או באופן חישובם
- ג. החלטות שלהן השלכות מס מהותיות
- ד. עמידה באמות מידה פיננסיות
- ה. תוצאות עסקיות צפויות או רצויות – הסיכונים לאי-השגת תוצאות אלה
- ו. עסקאות שלהן השלכות חשבונאיות מהותיות
- ז. היבטי רגולציה

ההיבט השני נוגע למתן הנחיות להנהלה. הדירקטוריון נדרש להנחות את הנהלת החברה באשר למידע שהוא מצפה לקבל ממנה ביחס לסוגיות שקבע, לרבות ניתוח חשבונאי של הסוגיה והסברים ביחס לטיפול חשבונאי אלטרנטיבי, ככל שישנו. הדירקטוריון גם צריך להנחות את ההנהלה ביחס למועדים שבהם הוא מצפה לקבל את המידע, על מנת לאפשר לו לא רק לקבל את החלטה באופן מסודר, אלא גם לדרוש מההנהלה ניתוח נוסף, ככל שיחשוב שניתוח כזה נדרש. ניירות עמדה אלה יוכלו גם לשמש את הדירקטוריון אל מול רואה החשבון המבקר של החברה, בבואו לבקר את החלטות החברה ביחס לדוחות הכספיים.

ההיבט השלישי נוגע לעדכון הדירקטוריון בשינויים בכללי החשבונאות ובחינת השלכות שלהם על החברה. שינויים בכללי החשבונאות יוצרים לעתים צורך בשינוי עיבוד המידע הכספי או באופן הצגתו, אף אם לא חל שינוי באופן התנהלות החברה או בפעילותה העסקית. על מנת להבין את המידע הכספי לאשורו, הדירקטוריון נדרש להבנה מסוימת של כללי החשבונאות, וצריך להיות מעודכן בשינויים בהם ובהשלכותיהם.

ההיבט הרביעי נוגע לפיקוח ובקרה על הדיווח הכספי של ההנהלה. זהו אולי התהליך המאתגר ביותר ליישום בקרב חברי הדירקטוריון, שכן אין המדובר על סוגיות פיננסיות העולות לדיון בדירקטוריון על ידי ההנהלה, אלא על תהליך שבו הדירקטוריון נדרש לבקר ולפקח על ההנהלה, ולראות שהדיווח הכספי אכן בוצע באופן נאות, ושהנתונים הכספיים אכן משקפים את מצבה של החברה. פערי המידע בין הדירקטוריון ובין מערך הכספים של החברה מייצרים קושי אמיתי לחברי הדירקטוריון ביכולת הפיקוח על ההנהלה, ומשתלבים לעתים גם עם פערים משמעותיים בידע המקצועי החשבונאי של חלק מחברי הדירקטוריון. לשם התמודדות נאותה עם הדרישה מהם, חברי הדירקטוריון צריכים לקרוא את הדוחות באופן ביקורתי ולהכין לעצמם רשימת שאלות שתבחן כשלים אפשריים, כדוגמת:

- א. מהם הנתונים החריגים העולים מהדוחות
- ב. מה בנתונים הכספיים לא עונה לציפיות
- ג. איך משתקפת עסקה מהותית שבוצעה בדוחות
- ד. האם טיפול חשבונאי "אגרסיבי" הוא לגיטימי
- ה. האם יש השלכה של החלטה מהותית על הבונוס למנהלים

באופן צפוי, מרבית החברות שעוברות להתנהלות ללא גרעין שליטה הן חברות יחסית גדולות, והסוגיות החשבונאיות בהן הן יחסית מורכבות ומגוונות. הצורך של הדירקטוריון להתמודדות עם סוגיות אלה הוא לא פשוט, והוא מטיל אחריות לא פשוטה על חברי הדירקטוריון, שיש להתכונן לקראתה. עם המעבר לניהול ללא גרעין שליטה, הצורך בממשל תאגידי חשבונאי-פיננסי חזק הולך ומתעצם.