



25.29x33.26	1	15	עמוד	אחד העם - הארץ	29/07/2020	73886365-6
ד אברהם וול פישר בכר חן וול אוריון - משרד עורכי די - 28080						

מאקטיביזם ל-Engagement

עו"ד אברמי וול על הממשק בין חברה לבין בעלי מניותיה בעקבות דוח דנציגר עמ' 15



הממשק בין חברה לבין בעלי מניותיה - מאקטיביזם ל-Engagement

מה אפשר ללמוד מהדוח של פרופ' יורם דנציגר על כלל ביטוח בשאלת מערכת היחסים הראויה בין החברה הציבורית לבין בעלי מניותיה והממשק (Engagement) הראוי עימם?

עו"ד אברמי וול

לאחרונה פרסמה חברה כלל החזקות עסקי ביי טוח ר"ח בדיקה שנערך על-ידי שופט בית המשפט העליון (כרימוס) פרופ' יורם דנציגר. הר"ח מיקר את תשומת הלב הציבורית בשאלת מערכת היחסים הראויה בין החברה הציבורית לבין בעלי מניותיה והממשק (Engagement) - בהיעדר מילה קולעת בעברית) הראוי עימם.

בכדי לדבר על Engagement, הממשק היוום בין חברות לבין בעלי מניותיה, עלינו לפתוח בתזכורת קצרה בדבר תופעת האקטיביזם, שהיוותה קטליזטור מרכזי לתופעת ה-Engagement.



עו"ד אברמי וול | צילום: יח"צ

התיקונים שחזקו את בעלי מניות המיעוט

ברומה לעליית האקטיביזם בארה"ב, גם תופעת ה-Engagement חוותה נסיקה בעשור האחרון. כך, ב-2010 רק 6% מחברות S&P 500 דיווחו על Engagement ואילו ב-2017 שיעורן זינק ל-72%. עליית היקף הממשקים הביאה חברות רבות להגדיר בעל תפקיד ייעודי לנושא, בדרך כלל יועץ משפטי או מזכיר חברה, ולעבות בהתאמה את מערך קשרי המשקיעים. גם הדיקטורים עצמם מוצאים את עצמם נרשמים ליטול חלק במפגשים מסוג זה בהיקף גובר והולך, ולהביא בחשבון את דרישות המשקיעים בעיצוב האסטרטגיה של התאגיד. כך למשל, חלק מהגופים המוסדיים הפכו דומיננטיים מאוד גם בדרישותיהם בהקשרי ESG (Environmental, Social and Corporate Governance) וזהו אחד ההסברים לכך שנושאים אלו תופסים משקל גובר והולך באסטרטגיה של החברה הציבורית כיום.

בישראל, האמצעים העומדים לרשות המשקיעים אמנם מוגבלים במציאות בה עדיין במרבית החברות (כ-85%) קיים בעל שליטה, אולם שורה של שינויים רגולטוריים הביאה למעורבות גוברת והולכת של בעלי מניות המיעוט בהחלטות מרכזיות גם בחברות נשלטות (וכפרט תנאי תגמול). זאת לצד משקלם הגבוה ממילא של הגופים המוסדיים בהקשר של גיוסי הון ובעיקר חוב. השינויים הרגולטוריים האמורים כוללים את ועדת חמירני (2008), שהביאה להגברת מעורבות המוסדיים באסיפות הכלליות, ואת התיקונים 16 (2011) ו-20 (2012) לחוק החברות, שחזקו את מעמדם של בעלי מניות המיעוט. כל אלו סייעו למגמה של מעבר הגופים המוסדיים מעולם של עמדה פסיבית והצבעה מוגבלת יחסית (למשל בקשר לעסקאות בעלי שליטה), לעולם של

תופעת האקטיביזם בארה"ב

אקטיביזם היא אסטרטגיה של בעל מניות מיעוט המנסה להביא לשינוי בניהול התאגיד ובכלל זה בהרכב הדירקטוריון והנהלה, באי-סטרטגיה העסקית, במדיניות חלוקת הדיבידנד, במבנה התאגיד ועוד. פרקטיקה זו החלה בשנות ה-70 של המאה הקודמת בארה"ב והתפתחה בהדרגה להקמתן של עשרות קרנות מתמחות, המנהלות סכומי עתק ומשתמשות באקטיביזם ככלי להשגת תשואה עורפית.

בהכללה ניתן לומר, כי תופעת האקטיביזם בארה"ב עברה תהליך בן שלושה שלבים. ראשיתה בעידן ההשתלטויות העוינות, לרוב על-ידי מתחרה אסטרטגי או קרן הון פרטית; השלב הבא כלל השיעור על הניהול השוטף, ללא ניסיון לרכוש שליטה, בידי משקיעים מוסדיים שכבר החזיקו במניות החברה; ואילו האקטיביזם של ימינו מאופיין כמשקיע החותר להצפת ערך בטווחי זמן קצרים, באמצעות רכישת פוזיציה נמוכה יחסית והפעלת אמצעים אגרסיביים לשינוי אסטרטגי בחברה.

על עליית האקטיביזם בארה"ב ניתן ללמוד מהמספרים. בשנת 2019 תועדו 518 חברות שהיו יעד לפעילות אקטיביסטית, מתוכם 118 במסגרת מאבקי שליטה (Proxy fights) ו-99 אגב מעורבות בעסקאות M&A. למעשה, אין חברה ציבורית החסינה בפני מתקפה אקטיביסטית. מתקפה כזו, מעמידה לא פעם את ההנהלה במצב של עימות מול האקטיביסט, ובמצבים מסוימים עלולה אף להביא להדחתה, או למצער לסיכול המיציאות (בנושאי תגמול, למשל). במצב זה, מידת הגיבוי (או היעדר הגיבוי) לה זוכה הדירקטוריון מצד שאר בעלי המניות עשויה להוות גורם קריטי. על רקע זה, חברות ערות לצורך לחזק את קשריהם עם בעלי המניות בדרך של Engagement שוטף, ולא להמתין רק ליום פקודה.



השפעה אקטיבית ושוטפת על ניהול החברה ומהי לניהול האסטרטגיים. עם הגידול הנמשך במספרן של החברות נטולות השליטה בישראל, ניתן להעריך כי משקלם של המוסדיים יגבר בהתאמה.

על רקע כל אלה, ניתן לומר כי דו"ח דנציגר לא חשף תופעה חדשה, אלא רק הפנה את תשומת הלב הציבורית לקיומה.

להגדיר מדיניות ונהלים ברורים

אחת המסקנות המרכזיות של הדו"ח היא שלא קיים פגם בעצם קיום ממשק בין החברה לבעלי מניותיה. צוין אף כי מפגשים אלו מהווים "חלק מתרבות ארגונית תאגידית מבורכת", כי ביכולתם לסייע לצמצם את בעיית הנציג שבין הדירקטוריון לבין בעלי המניות, וייתכן כי לגופים מוסדיים יש אף חובה לפעול בצורה זו. רומה כי מסקנה זו אינה שנויה במחלוקת בקרב מרבית העוסקים בתחום. בהינתן ששאלת הלגיטימיות אינה על הפרק, הדיון המרכזי הינו באופן בו ראוי לעשות זאת. בהקשר זה מעלה הדו"ח מספר סוגיות כגון החשש ממסירת מידע לא שוויונית (בפרט מידע פנים); האבחנה בין שמיעת עמדת בעלי המניות לבין קבלת הנחיות הפוגעות בשיקול הרעת העצמאי הנדרש מדיקטורים; היבטים רגולטוריים בחברות מפקחות; היבטי שקיפות המפגשים (פנים וחזק

תאגידיים) והיבטי ניגוד עניינים. מענה יעיל לסוגיות אלה, בהיעדר הנחיה רגולטורית, מחייב חברות ל"רגולציה עצמית".

ברומה למקובל בארה"ב, על חברות בישראל לשקול גיבוש מדיניות המתייחסת לסוגיות המרכזיות הבאות: זהות הגורמים שייטלו חלק בממשק (לרבות דירקטורים) תזמון (שיטתי/פרואקטיבי/פסיבי) ותדירות הממשק; הכלים לניהול הממשק - ככתב או בעל-פה; ממשקים פתוחים למול ממשקים אינטימיים; זהות הנמען לממשק - רק מוסדיים או כל בעל מניות; קביעת נושאי השיחה (החל מסקירה עסקית, עבודת לנחיות מדיניות כללית וכלה בהחלטות ניהוליות קונקרטיות); תיעוד הממשק והפצת המידע (שקיפות פנימית); הימנעות ממסירת מידע פנים וחלוקה אי-שוויונית של מידע עודף; מדיניות פרסום המפגשים ונושאים לציבור; ועוד.

לסיכום, לדעתנו Engagement לא רק שאיננו אסור על-פי דין, אלא ייתכן שאף רצוי לעודד את קיומו וכלכר שיתקיים במתכונת הנכונה. על כל חברה לשקול להגדיר מדיניות ונהלים ברורים בנושא. יחד עם זאת, השפעתם ההולכת וגוברת של הגופים המוסדיים מחייבת גם אותם לשקול להגדיר מדיניות רומה ואף ליתן פומבי לעקרונותיה.