

אקטיביזם של משקיעים מוסדיים בישראל – מודל 3.0

אסף חמדני ושרון חנס



תמצית

הנכונות של גופים מוסדיים גדולים בישראל לפעול כאקטיביסטים בחברות ציבוריות ללא בעל שליטה היא תופעה חריגה בהשוואה בינלאומית. הגופים המוסדיים מציעים מועמדים לדיקטוריון, מעורבים בעסקאות ובמינויים בכירים, ופועלים כדי להשפיע במישרין על האסטרטגיה העסקית. בעולם, משקיעים מוסדיים גדולים נמנעים מכך כמעט לחלוטין, והם מעדיפים אקטיביזם "רך" של שיח עם החברות, או תפקיד של "ממליכי מלכים", כאשר משקיע אקטיביסט אחר, ובפרט קרן גידור אקטיביסטית, יוזם שינוי בחברה כלשהי. בישראל התמונה הפוכה.

אקטיביזם של משקיעים מוסדיים בישראל – מודל 3.0 – ספטמבר 2026

נייר המדיניות מנתח את התופעה במבט רחב ובוחן את האתגרים שהיא מציבה לרגולציה בישראל. אנו מצביעים על שלושה דורות של אקטיביזם של גופים מוסדיים בישראל: דור א' - אקטיביזם של מוסדיים כבעלי מניות מיעוט מול בעלי שליטה; דור ב' - אקטיביזם ישיר בחברות שאיבדו גרעין שליטה, הכולל מינוי דירקטורים מטעם המוסדיים והשפעה ישירה על ההנהלה (דוגמה בולטת היא ההתנהלות בפז בשנים 2018-2020, ובשופרסל בשנים 2020-2022); ודור ג' - המודל העדכני ביותר, שבו המוסדיים "מזמינים" משקיע עוגן אסטרטגי בעל יכולות ניהול מוכחות, נותנים לו את הבמה, אך משאירים בידיהם (כקולקטיב) את הכוח המרכזי באסיפה הכללית (דוגמה בולטת היא התמיכה של המוסדיים באחים אמיר בשופרסל החל משנת 2024).

מן ההתנסות בדור השני, ובמעבר ממנו לדור השלישי, עולה לקח מרכזי: המקור המרכזי לאקטיביזם של המוסדיים בישראל הוא העדר חסמים רגולטוריים אשר שכיחים מעבר לים. אולם, גם בהיעדר חסמי רגולציה, מבנה התמריצים והמודל העסקי של גופים מוסדיים מקשה עליהם להוביל בעצמם שינוי ניהולי-אסטרטגי בחברה - תפקיד שנותר בישראל, כמו בעולם, בידי משקיע עם יכולות ניהוליות מוכחות ותמריץ איתן להצלחת החברה הספציפית.

במישור המשפטי, המעורבות הגוברת של המוסדיים בחברות בבעלות מבוזרת יוצרת מתח מובנה בין היתרונות של אקטיביזם להגנת משקיעים לבין האיסור על מוסדיים לשלוט בחברות. אנו מציגים מספר תנאים והנחות שבהתקיימותם אין לראות במשקיע האסטרטגי הדומיננטי כשלעצמו, או בצירוף שלו יחד עם המוסדיים, כ"בעל שליטה" כהגדרת מונח זה בדיון - חרף יכולת ההשפעה הממשית שיש להם בפועל. כמו כן, אנו מציעים הרחבה מתונה של חובות הגילוי - הן על בעלי עניין שמעוניינים לנקוט בפעולות אקטיביסטיות, והן על החברה עצמה - כדי לשקף את המעורבות מאחורי הקלעים במינוי דירקטורים ובעיצוב האסטרטגיה העסקית. עם זאת, יש להישמר מפני חובות גילוי אשר ירתיעו את המשקיעים המוסדיים מפעולות רצויות. בנוסף, אנו קוראים לפתוח דיון בשאלת הריכוזיות הכלל-משקית הנובעת מריכוז השפעה בידי קבוצה מצומצמת של גופים ולבחון אם ההגבלות הקיימות על שיעור האחזקה של גוף מוסדי מתאימות למציאות של חברות ללא בעל שליטה. ככל שירבו בישראל החברות ללא גרעין שליטה, כך תגדל החשיבות של דיון בשאלות אלו.

כותבים:

פרופ' אסף חמדני

פרופ' אסף חמדני הוא פרופסור מן המניין למשפטים באוניברסיטאות תל אביב ואוקספורד, עמית מחקר ב- ECGI וחבר הוועדה המייעצת במכון הפניקס לחקר שוק ההון באוניברסיטת רייכמן.

פרופ' שרון חנס

פרופ' שרון חנס הוא פרופסור מן המניין למשפטים באוניברסיטת תל אביב ולשעבר דיקאן הפקולטה למשפטים ועמית מחקר במכון הפניקס לחקר שוק ההון באוניברסיטת רייכמן.

נייר המדיניות מבוסס על מאמר שעתיד להתפרסם בכתב העת "משפט, חברה ותרבות" של הפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל אביב במסגרת גליון מיוחד לרגל 25 שנים לחוק החברות.

עיקרי הדברים

התפתחות מודל חדש של אקטיביזם מוסדי בישראל

האקטיביזם המוסדי בישראל התפתח מהגנה על בעלי מניות המיעוט מול בעלי שליטה, דרך מעורבות ישירה בניהול ובמינוי דירקטורים בחברות ללא גרעין שליטה, למודל המשלב משקיע עוגן אסטרטגי בעל יכולות ניהול מוכחות. במודל זה המוסדיים מעניקים למשקיע את הבמה להובלת החברה, תוך שימור כוחם המרכזי כקבוצה באסיפה הכללית. התפתחות זו משקפת את הקושי של גופים מוסדיים להוביל בעצמם שינוי ניהולי ואסטרטגי, לנוכח מבנה התמריצים והמודל העסקי שלהם.

הבהרת הגבול בין מעורבות פעילה לבין שליטה

יש לקבוע כללים מנחים שיגבירו את הוודאות בשאלה מתי מעורבות מוסדיים ומשקיע אסטרטגי אינה עולה כדי שליטה. לעמדת המחברים, ובכפוף להנחות המפורטות בנייר המדיניות, תלות המשקיע בתמיכת המוסדיים, היעדר רוב מטעמו בדירקטוריון והיעדר התחייבות של המוסדיים להצביע עמו בעתיד תומכים במסקנה שאין לראות בו בעל שליטה. גם הבנות נקודתיות ומתוחמות בזמן אינן בהכרח הופכות את המשקיע והמוסדיים למחזיקים יחד.

הרחבה מתונה ומאוזנת של חובות הגילוי

יש להתאים את חובות הגילוי למעורבות הגוברת של בעלי מניות במינוי דירקטורים ובעיצוב האסטרטגיה העסקית. ברמת המשקיע, מוצע לחייב גילוי על כוונותיו ביחס לחברה ועדכון בעת שינוי כוונות, ולבחון דיווח תקופתי על מגעים בנושאים אלה. ברמת החברה, מוצע לדרוש גילוי על הסכמות מוקדמות בנוגע למינוי דירקטורים, על הגורמים שיזמו את מועמדותם ועל מדיניות החברה ביחס להצעת מועמדים בידי בעלי מניות. ככל האפשר, יש להעדיף הרחבת גילוי ברמת החברה, כדי לצמצם את החשש מהרתעת מוסדיים מאקטיביזם רצוי ולשמר את האפקטיביות של מגעים לא פומביים.

בחינה מחדש של המגבלות החלות על גופים מוסדיים

יש לבחון אם מגבלות ההחזקה וההוראות הנוגעות למינוי דירקטורים בידי מוסדיים מתאימות למציאות של חברות ללא גרעין שליטה. במסגרת זו יש להבטיח כי השימוש בכוח ההשפעה על מינוי דירקטורים נעשה משקולים ענייניים ולטובת העמיתים, תוך שימור תרומת המוסדיים לפיקוח על הנהלות ולהגנת המשקיעים.

בחינת השלכות של ריכוז ההשפעה בידי המוסדיים

ריכוז השפעה על חברות ציבוריות מרכזיות בידי קבוצה מצומצמת של גופים מוסדיים מחייב דיון בריכוזיות הכלל-משקית. יש לבחון אם ריכוז כוח זה מצדיק מענה רגולטורי גם בהיעדר פגיעה ישירה בתחרות בשוק המוצרים. חשיבות הדיון צפויה לגדול ככל שיתרבו בישראל החברות ללא גרעין שליטה.

רקע ודיון

הגופים המוסדיים בישראל - בעיקר חברות הביטוח ובתי ההשקעות - מנהלים כ-4 טריליון ש"ח, כאשר רוב הסכום מושקע בישראל. מדובר בפחות מ-10 גופים המחזיקים יחד כ-90% מחסכונות אלו של הציבור. ריכוזיות כזו אינה ייחודית לישראל (בארה"ב, לדוגמה, שלושת המשקיעים המוסדיים הגדולים מחזיקים יחד כרבע מהון המניות של 500 החברות הגדולות). מה שכן ייחודי לישראל הוא אופן הפעולה: בניגוד לעמיתיהם בעולם, המוסדיים בישראל מעורבים באופן פעיל בהרכב הדירקטוריון ובאסטרטגיה העסקית של החברות שבהן הם מחזיקים.

התופעה נולדה על רקע שני תהליכים מקבילים: שינויים במודל הפנסיוני בישראל (פנסיה חובה, ומעבר לפנסיה צוברת), שריכוז בידי מספר מצומצם של גופים היקפי נכסים עצומים; וחוק הריכוזיות וחקיקה נלווית, שהובילו לביזור השליטה בחברות ציבוריות משמעותיות (בהן שופרסל, מבנה נדל"ן, פז ודיסקונט השקעות, לצד בנקים וחברות ביטוח מרכזיות). כתוצאה מכך נוצרה שכבה חדשה של חברות ללא גרעין שליטה, שבהן המוסדיים מצאו עצמם כקולקטיב "בעלי הבית" - בלי שהרגולציה התאגידית, שעוצבה בעידן של חברות עם בעלי שליטה, מציבה בפניהם מגבלות ממשיות. העדר המגבלות הרגולטוריות במשק שיש בו חברות משמעותיות ללא גרעין שליטה הוא מצב חריג ביחס לעולם.

שלושת הדורות של האקטיביזם המוסדי

דור א' - אקטיביזם של מוסדיים כבעלי מניות מיעוט מול בעלי שליטה, המתמקד בעיקר בהתמודדות עם עסקאות בניגוד עניינים ובמינוי דירקטורים חיצוניים, ובשנים האחרונות באופן בולט גם בסוגיות של תגמול בכירים. אקטיביזם זה נתפס ככלל כאקטיביזם מועיל מאוד שזכה לגיבוי הרגולטורים והמחוקק.

דור ב' - אקטיביזם ישיר בחברות ללא גרעין שליטה. דוגמה בולטת היא אופן הפעולה של המוסדיים בחברת שופרסל בשנים 2018-2020: לאחר שאי.די.בי מכרה ב-2018 את חלקה בחברה (26% מהמניות) לשישה משקיעים מוסדיים, נטלו המוסדיים תפקיד מרכזי ומעורבות אינטנסיבית במינוי דירקטורים, בהדחת יו"ר, ובקביעת זהות הנהלת החברה. שנים אחדות של תהפוכות ניהוליות בעקבות מעורבות זו לא הובילו לשיפור בביצועי החברה, והמוסדיים שינו כיוון פעולה. גם בחברת פז אירעו אירועים דומים בשנים 2018-2020 שהובילו לשינויים תזזיתיים בהנהלת החברה ובאסטרטגיה שלה.

דור ג' - אקטיביזם הנסמך על משקיע עוגן אסטרטגי. גם פה הדוגמה הבולטת היא שופרסל. בתחילת 2024 מכרו המוסדיים בשופרסל נתח ניכר ממניותיהם לאחים אמיר - אשר להם מומחיות קמעונאית מוכחת. המכירה לאחים אמיר הייתה חרף כך שהצעתם לא הייתה הגבוהה ביותר. שיעור ההחזקה שרכשו, 24.99%, נבחר בקפידה: הוא מצוי מתחת לסף המחייב הצעת רכש מיוחדת ושוויונית, והוא מייצר תלות מתמשכת של האחים אמיר בתמיכת המוסדיים, אשר נותרו כקולקטיב בעלי המניות הגדולים ביותר בחברה. דפוס דומה ניתן לזהות בחברות נוספות. לשיטתנו מודל זה הוא במידה רבה תגובת נגד לכשלי הדור השני של האקטיביזם של המשקיעים המוסדיים.

שאלת השליטה

בנייר המדיניות אנו בוחנים האם המשקיע הדומיננטי במודל האקטיביזם של הדור השלישי, לבדו או יחד עם המוסדיים התומכים בו, נחשב "בעל שליטה" בחברה. הניתוח נשען על שלוש הנחות: למשקיע יש ייצוג בדירקטוריון ובהנהלה (אך אין לו רוב בדירקטוריון); אין לו די מניות כדי להעביר החלטות באסיפה ללא תמיכת המוסדיים; ולמוסדיים אין כלפיו התחייבות להצביע עמו בעתיד, אלא לכל היותר הבנות נקודתיות בעת כניסתו להשקעה.

בהתבסס על הנחות אלה, המשקיע האסטרטגי, לשיטתנו, אינו בעל שליטה: שיעור אחזקותיו, גם אם מקנה השפעה ניכרת, אינו הופך אותו לבעל שליטה כל עוד הוא תלוי בתמיכת שאר בעלי המניות; וייצוגו בדירקטוריון ובהנהלה אינו יוצר שליטה, שכן חוק ניירות ערך מחריג במפורש יכולת השפעה הנובעת ממילוי תפקיד של דירקטור או נושא משרה. באותה מידה, גם צירוף המשקיע והמוסדיים אינו הופך אותם ל"מחזיקים יחד" - הבנות נקודתיות ומתוחמות בזמן, ללא ייצוג למוסדיים בדירקטוריון, אינן מספיקות ליצירת החזקה משותפת, גם כאשר המוסדיים מוכרים למשקיע חלק מאחזקותיהם בפרמיה, כפי שקרה בשופרסל.

ההמלצות לשינוי בדין הקיים

א. הרחבה מתונה של חובות הגילוי

בניגוד למקובל בארה"ב (הבחנה בין דיווח של בעל ענין "אקטיבי" בטופס Schedule 13D, לדיווח מצומצם בהרבה של בעל ענין "פסיבי" בטופס Schedule 13G), דיני ניירות ערך בישראל לא מבחינים בין משקיע המבקש להשפיע לבין משקיע פסיבי. הדין בישראל גם אינו מטיל חובת גילוי כלשהי לגבי מעורבות במינוי דירקטורים. בנייר המדיניות אנו ממליצים על התאמת דרישות הגילוי להתפתחות האקטיביזם של דור 2 ודור 3, ובשתי רמות:

ברמת המשקיע - חובת דיווח על כוונותיו ביחס לחברה במועד רכישת האחזקה, עדכון בעת שינוי כוונות, ואפשרות לחובת דיווח תקופתית על מגעים (engagement) עם הנהלת ודירקטוריון החברה בנוגע להרכב הדירקטוריון ולנושאים אסטרטגיים. על הדרישה להיות מתונה ומאוזנת, על מנת שלא להרתיע מוסדיים מפני אקטיביזם רצוי, וכדי לשמר את האפקטיביות של מגעים לא פומביים.

ברמת החברה - חובת גילוי על הסכמות מוקדמות עם בעלי מניות מהותיים לגבי מינוי דירקטורים, על זהות הגורמים החיצוניים שיזמו מועמדות דירקטורים בפני ועדת המינויים או דירקטוריון החברה, ועל מדיניות החברה בנוגע להצעת מועמדים על ידי בעלי מניות. במקרה של שופרסל, משטר כזה היה מחייב את החברה לדווח אם מינוי הדירקטורים התבסס על הסכמות עם המשקיעים מוסדיים, ומהן הסכמות אלו - ובכך הייתה ניתנת לציבור המשקיעים תמונה מלאה יותר.

הרחבת הגילוי ברמת החברה עדיפה, ככל שהדבר אפשרי, על הרחבת דרישות הגילוי ברמת בעלי המניות עצמם. זאת, כאמור, כדי למתן את החשש מיצירת תמריץ שלילי לאקטיביזם מוסדי. באקטיביזם זה יש ערך חיובי ייחודי בהיעדר שוק פעיל של קרנות גידור אקטיביסטיות בישראל.

ב. בחינה מחדש של מגבלות על מוסדיים

לאור התפשטות הפרקטיקה של מינוי דירקטורים בידי גופים מוסדיים, וכדי לוודא שמנהלי ההשקעות ישתמשו בכוחם לטובת העמיתים – אנו ממליצים לבחון מחדש את ההגבלות הרגולטוריות הקיימות על מינוי דירקטורים בידי גופים מוסדיים. יש להבטיח שהשימוש בכוח ההשפעה על המינוי נעשה משיקולים ענייניים ולטובת העמיתים. הרגולציה הקיימת אוסרת על גופים מוסדיים להיות בעלי שליטה בחברות ומגבילה את שיעור האחזקות שלהם. יש לבחון האם ההגבלות על שיעור האחזקות מתאימות לחברות ללא בעלי שליטה, ולקבוע כללים מנחים שיגבירו ודאות בשאלה מתי מעורבות פעילה להגנת המשקיעים לא תעלה כדי שליטה.

ג. ריכוזיות כלל-משקית - שאלה פתוחה להמשך דיון

העלייה המתמשכת בכוחם של המוסדיים, כתוצאה מרפורמות הפנסיה, מעוררת מחדש את שאלת הריכוזיות הכלל-משקית. בעוד שבעולם ריכוזיות דומה בענף ניהול הכספים מטופלת בעיקר באמצעות שמירה על הגבול שבין השקעה פסיבית להשפעה על שליטה, יש לקחת בחשבון שבישראל המוסדיים חורגים באופן דרמטי מגבול זה. יש לבחון אפוא אם ריכוז כוח כלכלי בידי קבוצה קטנה של שחקנים - גם בהיעדר פגיעה ישירה בתחרות בשוק המוצרים - מצדיק טיפול רגולטורי. ככל שיתרבו בישראל החברות ללא גרעין שליטה כך תגדל חשיבות הטיפול בסוגיה זו.

סיכום

אקטיביזם של גופים מוסדיים ממלא תפקיד חשוב וחיובי בפיקוח על הנהלות בשוק שבו כמעט ואין פעילות של קרנות גידור אקטיביסטיות, ויש להישמר מלרסן אותו יתר על המידה. במסגרת זו יש לאמץ מתווה, כמוצע בנייר המדיניות, שעמידה בו תוודא שהמוסדיים או שותפיהם האסטרטגיים לא יוכתרו כ"בעלי שליטה" בחברות. עם זאת, המציאות החדשה - שבה לקבוצה מצומצמת של גופים יש השפעה מכרעת על חברות ציבוריות מרכזיות, לעיתים מאחורי הקלעים וללא שקיפות- מחייבת עדכון של משטר הגילוי הרגולטורי בישראל, כדי לאפשר לציבור המשקיעים תמונה מלאה של פעילות החברות והיד המכוונת אותה.