

מאחורי הקלעים

מאת

אוריאל פרוקצ'יה *

הקדמה. א. המחוקק מול בית המשפט – מי יעצב את דיני החברות בישראל? 1. כללים וסטנדרטים; 2. העדר בתי משפט לדיני חברות במדינת ישראל; 3. שיקולי יעילות כלכלית בבתי המשפט במדינה; 4. הפתרון: חוק חברות עתיר כללים; (א) דוגמא ראשונה: הליכי משפט קבוצתיים; (ב) דוגמא שנייה: הרמת המסך; (ג) דוגמא שלישית: מאילו "רווחים" ניתן לבצע "חלוקה"?; ב. "האח הגדול" והמשקיעים הקטנים. 1. אחים ואחיות; (א) דוגמא ראשונה: עסקאות עם נושאי משרה ובעלי שליטה; (ב) דוגמא שנייה: חילוטי מניות.

הקדמה

כאשר אלבניה חדלה להיות רפובליקה עממית, ואזרחיה תבעו כי תיהפך למדינה מערבית "רגילה", עם מפעלים ציבוריים מופרטים ועם כלכלת שוק, התעורר הצורך, כמו בכמה וכמה מן המדינות השכנות לה, לכתוב בה מחדש את ספר החוקים. בין היתר התעורר הצורך לנסח חוק חברות מתאים. בהיעדר תקציבים לשכור מומחים פריטיים יקרים, פנתה אלבניה לאומות המאוחדות, והארגון הטיל על עורכת דין פלונית מניו יורק את התפקיד לכתוב לאלבניה חוק חברות חדש. קבלנית החקיקה מניו יורק הייתה חדשה במקצוע, ולכן עלה בדעתה הרעיון להיוועץ בקבלנים ותיקים. בין היתר בחרה להיוועץ גם בי, ושיחתנו זכורה לי היטב. היא התנהלה בערך כך (השיחה התנהלה באנגלית מאוד מדוברת. לכן גם אני נוטל לעצמי חירות לתרגם אותה באופן חופשי לעברית מאד מדוברת):

* ווכטל, ליפטון, רחון וכץ פרופסור לדיני חברות וניירות ערך, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית בירושלים. הרצאה שניתנה ביום העיון "חוק החברות החדש – המהפכה הבאה?" שהתקיים באוניברסיטה העברית מטעם מערכת משפטים ביום 30.6.1999 לזכרו של פרופ' אהרן יורן ז"ל.

קבלנית: שמעתי שגם עליך הפילו תיק כזה. אנחנו שנינו באותה צרה.
 אני: ברוכה הבאה. צרת רבים חצי נחמה.
 קבלנית: שמע, יש לי רעיון. רציתי לזרוק לך אותו באוויר. יש לנו כאן
 בארצות הברית חוק אגדה, חוק עם קבלות. זה החוק, לא
 תאמין, של מדינת דלוור הקטנה.
 אני: מה את אומרת!
 קבלנית: באחריות, תשמע, החוק הזה פשוט עובד. אני מכירה אותו
 ממש טוב. חשבתי, אפשר יהיה לתפוס מישהו שיתרגם לנו את
 החוק הזה לאלבנית, ופשוט לתת להם את הכי טוב שיש. גם
 למסכנים האלה מגיע.
 אני: המממ... סליחה, אבל יש לי שאלה קטנה. יש לך מושג איזה
 סוג של חברות יש באלבניה, שהחוק של דלוור יסדיר את
 הפעילות שלהן?
 קבלנית: טוב, לעת עתה שמעתי שאין להם ממש חברות. אבל יכול
 להיות שיש להן מין שותפויות כאלה, אתה יודע, שכנים
 שפותחים ביחד חנות מכולת, כזה מין דבר.

למדתי מן השיחה הזו לא מעט. הסיבה שחוק החברות של דלוור, שמצליח כל כך יפה
 ברחבי ארצות הברית, קצת פחות מתאים לתאגידים האלבניים, איננה רק שחנויות
 המכולת בסירנה לא כל כך דומות למיקרוסופט, לג'נרל מוטורס, לאינטל או לאקסון.
 השתל הדלוורי צפוי להידחות באלבניה, כי אלבניה עצמה איננה ארצות הברית. אלבניה
 היא ארץ קטנה וענייה, עם מוסדות שלטון פחות אמינים, עם בתי משפט חסרי התמחות
 תאגידית, ועם שווקים פחות מפותחים ומשוכללים. דיברנו על אלבניה? אך הדברים
 האלה מתאימים, לפחות באופן חלקי, גם לישראל. גם אנחנו מדינה קטנה, גם מוסדות
 השלטון שלנו פחות אמינים, גם בתי המשפט שלנו חסרי התמחות תאגידית, ושוקי ההון
 שלנו הם צרים, חשופים למניפולציות ובלתי משוכללים. גם אנחנו צריכים חוק חברות
 שונה מן החוק בדלוור, שאם לא כן היינו שוכרים עוד מתרגם אחד, ומעניקים גם לעניי
 עירנו את "הכי טוב שיש".

נתווה, אפוא, את העולם האידאלי, ונדגיש בו שני היבטים מרכזיים. בעולם האידאלי,
 חוק החברות שלנו אינו יכול להיסמך על בתי המשפט. עליו לדבר בעד עצמו. לטענה
 זו אייחד את פרק א להלן. שנית, בעולם האידאלי, ההחלטות הגורליות בחיי החברה
 חייבות להיחתך על ידי הנוגעים בדבר עצמם, אלה שיש להם התמריץ הגדול ביותר
 להתכנס להחלטות הנכונות. האלטרנטיבה לגישה זו היא לסמוך על כוחות השוק או על
 מוסדות השלטון, שבארץ כשלנו אינם מסוגלים לעמוד בכובד המשימה. טענה זו תתלבן
 בפרק ב להלן.

כפי שיתברר מייד, נוצר פער גדול בין חוק החברות האידאלי לבין המוצר שיצא מבית
 המחוקקים שלנו. הסיבה היא כי עשייתו של חוק החברות נתארכה על פני שנים רבות.

אישים שונים משכו אותו לכיוונים נוגדים ונרקמו סביבו פשרות ללא סוף. כך היה בעבודתה הממושכת של ועדת ברק, וכך גם היה לאחר מכן. בוועדת ברק מעולם לא התנהלו הצבעות. נושאים שנויים במחלוקת – והיו רבים כאלה – בדרך כלל לא הוכרעו במקום, והחלטתם בהם נדחתה למועד מאוחר יותר. כאשר המועד המאוחר הגיע, המחלוקת נשתכחה מלב, או שהחברים הותשו מלדון בה, או שהנושא נדחה פעם נוספת. בסופו של דבר הושגה הסכמה בכל הנושאים, חרף חילוקי הדעות החריפים בין החברים, ואיש מהם לא מצא לנכון לרשום הסתייגות מאף אחד ממאות סעיפי החוק. לא יפלא כי לא רק המוצר שיצא מן הכנסת, אלא גם המוצר שנכנס אליה, בראשית הדרך, היה מוצר של פשרה. אך בעוד המחלוקות בוועדת ברק לובנו בדרך אלגנטית, בבחינת "דברי חכמים בנחת נשמעים", הדיונים הפרלמנטריים פתחו מייד מחול שדים אינסופי של מחלוקות פחות אלגנטיות, שנמשך גם הוא שנים רבות. ועדות החקיקה הפרלמנטריות היו חשופות ללחצים של אינטרסנטים שונים, שרבים מהם שכרו את שירותיהם של פרקליטים ולוביסטים מקצועיים ומשופשפים. בין הגופים המיוצגים ניתן למנות את לשכת עורכי הדין, לשכת רואי חשבון, התאחדות התעשיינים, איגוד החברות הנסחרות בבורסה, הבנקים, לשכת המבקרים הפנימיים, לשכת יועצי המס ורשויות השלטון הרלבנטיות העיקריות, לרבות רשות ניירות ערך, הבורסה ומשרד הממונה על ההגבלים העסקיים. רבים מהם באו בדברים עם חברי הכנסת עוד לפני תחילת הדיונים, כך שהללו הופיעו לישיבות עם עמדה מוכנה מראש ועם מחויבות כלפי קבוצת אינטרסנטים זו או אחרת. רבים מחברי הכנסת לא ראו בעין טובה את מעורבותו של הדרג המקצועי, אנשי משרד המשפטים ונציגי ועדת ברק, ולעתים קרובות היסו אותם בגסות. בנסיבות אלה מצאו את עצמם המקצוענים שבחבורה בפני הצורך לשנות מסלול תוך כדי תנועה, וזאת כדי למזער את הנזק שנגרם בוועדות הפרלמנטריות. שינוי מסלול זה חייב אותם, מפעם לפעם, לקבל החלטות העומדות בסתירה להמלצותיה של ועדת ברק, וזאת למרות שהוועדה הוקמה על ידי משרד המשפטים, ומשרד המשפטים היה מחויב, כעניין של תרבות שלטון תקינה, לקיים את המלצותיה. אכן, המחוקקים נטלו לעצמם חירות להתערב בתהליך החקיקה. אין לנו אלא להרים ידינו בהכנעה, ותהיה נא זו תרומתנו הדלה לקידוש הדמוקרטיה במדינת ישראל.

א. המחוקק מול בית המשפט – מי יעצב את דיני החברות בישראל?

1. כללים וסטנדרטים

כידוע לכל, אפשר לחוקק בכללים או בסטנדרטים. חקיקה בכללים היא חקיקה פרטנית המזהה את הנסיבות הקונקרטיות של מושא החקיקה וקובעת את הדין החל. חקיקה בסטנדרטים היא חקיקת מסגרת המותירה את ההכרעה הסופית לשיקול דעתו של הפוסק. למשל, נורמה חקיקתית הקובעת כי בעל הבית אחראי לתקן על חשבונו קלקולים

במערכת החשמל כמושכר היא "כלל". נורמה חקיקתית המחייבת צדדים לחוזה לקיים אותו "בדרך מקובלת ובתום לב" היא "סטנדרט". עשיית סטנדרטים כמות כדלגציה של מלאכת החקיקה מן המחוקק אל השופט. ייצור סטנדרטים הוא פרקטיקה זולה ביחס לייצור כללים, כי סטנדרטים מכסים בהבל פה אחד את כל הטריטוריה, והבל פה אפשר לייצר בזול. לעומת זאת פירוש סטנדרטים הוא פרקטיקה יקרה, כי מלאכת הייצור שנדחתה על ידי המחוקק חייבת להיעשות בדיעבד על ידי הפרשן. בבחירה בין כללים לבין סטנדרטים השאלה היא מיהו היצרן היעיל יותר של כללים. אם המחוקק הוא היצרן היעיל יותר, עליו לייצר את הכללים בעצמו, ולשחרר את הפרשן, שאיננו יעיל, ממלאכת הייצור. אם הפרשן הוא היצרן היעיל יותר של כללים, ראוי למחוקק להאציל את מלאכת ייצור הכללים לפרשן, ולהסתפק בייצור סטנדרטים.¹ אין לי ספק כי בתי המשפט בישראל, ובראשם בית המשפט העליון, אינם יצרנים יעילים של כללים בדיני חברות. תורמים לכך שני גורמים עיקריים.

2. העדר בתי משפט לדיני חברות במדינת ישראל

הגורם הראשון הוא כי בית המשפט העליון, ובמידה רבה גם בתי המשפט המחוזיים, אינם מתמחים בדיני החברות. בכך הם שונים באופן מובהק מבית המשפט העליון של מדינת דלוור, שעיקר עיסוקו דיני חברות, ומן הטעם הזה הוא נחשב, ובצדק, ליצרן יעיל של כללים בענף משפטי זה.² עומס העבודה המוטל על שופטי בית המשפט העליון הוא בלתי

1 האבחנה המודרנית בין כללים לבין סטנדרטים נטבעה על ידי Louis Kaplow במאמרו "Rules Versus Standards: An Economic Analysis," 42 *Duke L. J.* 557 (1992). מושג ה"יעילות" בייצור כללים נתפס על ידי קפלו כפונקציה של שכיחות הצורך להכריע בשאלה פלוגית. כאשר הצורך בהכרעה הוא שכיח, ראוי לדעתו לחוקק בכללים, וכך לחסוך, פעם אחת לתמיד, את הצורך להיזקק להכרעות בדרג השיפוט. כאשר הצורך בהכרעה הוא נדיר, עדיף לדעתו להותיר את החקיקה בלבוש של סטנדרטים, כי עלותן של ההכרעות השיפוטיות (הנדירות) צפויה להיות נמוכה יחסית. ניתן, כמובן, להוסיף שיקולים נוספים, מלבד שיקול השכיחות; במיוחד נראה לי רצוי לתת את הדעת לשאלה מיהו מקבל ההחלטה המצויד במידע ומין ואמין יותר המאפשר לו להגיע להחלטה מושכלת. אם מקבל ההחלטה ה"יעיל" הוא המחוקק, עליו להיכבד ולחוקק בכללים. אם מקבל ההחלטה ה"יעיל" הוא בית המשפט, ראוי לדרוש מן המחוקק כי יסתפק בקביעת סטנדרטים. בדפים הבאים אציע הסבר יותר מפורט לטענה זו.

2 קיימת ספרות ענפה באשר לשאלה מהו סוד הצלחתו של קוד החברות של דלוור בארצות הברית (ובעולם כולו). המלומדים מאוחדים בדעתם כי קשה לייחס זאת לכללים המהותיים בחוק של דלוור, וזאת מכיוון שמדינות רבות בארצות הברית חיקו את החוק, במכוון או שלא במכוון, עד שכמעט לא ניתן להבחין בין חוקיהן לבין החוק של דלוור. ברות דברים אלה הצביע פרופ' איאן אירס על כי הדמיון הכמעט מושלם בין חוקי דלוור לבין חוקים אחרים שהלכו בעקבותיו, חייבו את המחוקק של דלוור לחדש חידושים בלתי נחוצים, רק כדי לאותת על היותו "שונה". ראו Ian Ayres, "Supply-Side Inefficiencies in Corporate Charter Competition: Lessons from Patents, Yachting and Bluebooks," 43 *Kan. L. Rev.* 541 (1995). על חוסר יכולתו

נסבל. בנסיבות כאלה נוצרת בבית המשפט העליון נטייה מובנת להרחיב את הדיבור על נושאים שניתן לקיים בהם שיח אינטליגנטי בהסתמך על השכלתו הכללית של הדובר והמטען התרבותי שהוא נושא אתו, ולהימנע, ככל האפשר, מלהיכנס לעובי הקורה בנושאים טכניים המצריכים לימוד והשקעה.³ דוגמא משעשעת להלך רוח זה, ולנכונותו של בית המשפט העליון בהרכבו הנוכחי להאריך את הדיבור בנושאים כלליים, שאינם עתירי מיומנות, הוא בג"צ 5503/94 סגל נ' יושב-ראש הכנסת.⁴ במשפט זה ישבו שבעה

של המחוקק של דלוור לשמור על ייחודו מבחינת הוראות החוק עצמן ראו עוד: William Carney, "The Production of Corporate Law," 71 *Southern Cal. L. Rev.* 715 (1998) יכולתו של מחוקק כלשהו לשמור על ייחוד הוראותיו בשוק תחרותי, בעולם שאינו מכיר במצרים חקיקתיים כקניינו הרוחני של המחוקק שיצר אותם, ראו Ronald Daniels, "Should Provinces Compete? The Case for a Competitive Corporate Law Market," 36 *McGill L. J.* 130 (1991). היו שסברו כי היתרון התחרותי של דלוור על פני מדינות אחרות בארצות הברית נובע מן העובדה שקיים מאגר גדול של פסיקה המפרש את החוק של דלוור, מה שנוסע בחברות הנזקקות לו תחושה של יציבות משפטית. סביר להניח כי גם הסבר זה אינו עומד במבחן הביקורת, מכיוון שבכמה מקרים קבעו מחוקקים של מדינות שונות (הדוגמא הבולטת ביותר היא נבדה) כי בתי המשפט שלהם יהיו מחויבים לא רק בכללים המהותיים של דלוור, אלא גם בפסיקה בתי המשפט של דלוור, ובכל זאת נותרו הרחק מאחור. הסברה הרווחת ביותר היא כי החוק של דלוור מצליח מכיוון שדלוור מינתה שופטים מומחים מן השורה הראשונה, המעניקים לחברות המואגדות בדלוור שירותי פרשנות מעולים שהמדינות האחרות אינן מסוגלות לחקות. ראו, למשל, Michael Klausner, "Corporations, Corporate Law and Networks of Contracts," 81 *Va. L. Rev.* 757 (1995). מעניין לציין כי בפרסומים הרשמיים של דלוור המיועדים לשווק את מוצר היצוא העיקרי שלה, חוק החברות, ברחבי העולם, קיימת הסתמכות דומה על אותו נימוק. ראו *Delaware: The Corporate Choice* (Del. Dept. of State, 1999).

בשנים האחרונות התפתחה ספרות ענפה הבוחנת את התנהגותם של השופטים לא כפי שהיא צריכה להיות, אלא כפי שהיא הלכה למעשה. גישה זו בונה דמות ספרותית של שופט בשר ודם, עם אורות וצללים, צרכים ומאווים, ועם נטייה המאפיינת את כולנו להיות "ממקסמים רציונליים" של פונקציות תועלת אישיות. מאחר שהשופט אינו מגדיל את הכנסתו בשל הצטיינותו בעבודה, ואינו צפוי לקנסות בשל ביצועים נחותים, הרי הוא נוטה למקסם את תועלתו על ידי חיסכון במאמץ, בכפוף לאילוף התברתי שעבודתו תיראה קבילה (ובמידת האפשר, לעתים רחוקות, אפילו נערצת) על ידי הוולת. ראו, למשל, Richard A. Posner, *Overcoming Law*, chapter 3: What do Judges Maximize? 109-144 (1995); Frank Easterbrook, "What's So Special About Judges?," 61 *U. Colorado L. Rev.* 773 (1990). מעניין לציין כי הן ריצ'רד פוזנר והן פרנק איסטרברוק הם שופטים פדרליים בערכאות ערעור. סביר בעיני להניח כי המודל הפונקציונלי הוא מעט פשטני. שופטים מפיקים, לדעתי, תועלת מאיכות פסקי הדין שלהם גם ללא קשר למידת ההערכה שעבודתם זוכה לה בעיני הוולת. שופטים רבים הם "עמלנים" (workaholics) מובהקים, המפיקים תועלת, בניגוד למודלים הכלכליים המקובלים, דווקא מצמצום צריכת הפנאי שלהם. ואולם אפילו כשמדובר בשופטים מעין אלה, עומס העבודה הבלתי נסבל המוטל עליהם מאלץ אותם למקסם את תועלתם על ידי רידוד השיח השיפוטי, בכפוף לאילוף של שמירת תזות מכובדת בעיני הקהילה הסובבת.

פ"ד נא(4) 529.

שופטים על המדוכה האם מותר לגבות אגרת רדיו ברכב ממי שאין לו רדיו ברכב. פסק הדין משתרע כמעט על פני חוברת שלמה. בסוף חוות דעת המיעוט של השופט חשין, המשתרעת על פני 24 עמודים, מצא השופט המלומד לנכון להעשיר את הפסיקה במחרוזת ההרהורים הבאה:

תם הדין. נסתיימו השקלא-וטריוא. כל דברים שיכולים וראויים היו להיאמר, נאמרו. כל דברים שיכולים וראויים היו להיכתב, נכתבו. כמעט-קט ותיפול הכרעה. ואני, מתנה קטן, אמרתי אל-לבי לעת זו שבין-הערביים: הבה אתכנס אל תוכי, אשוב ואהרהר שוב ביני-לבין עצמי, שמא נוקשתי ונפלתי. חזרתי אפוא אל ראשית והחיליתי מהלך אס-אט, שולח רגלי לפנים ומגשש בזהירות שמא אכשל ואכשיל. כך הלכתי והלכתי, ובדרכי הפכתי והיפכתי, התבוננתי סביב לי, שקלתי והוספתי. לסופה של דרך מצאתי עצמי במקום שהכרתי בראשונה: על עמדי במקומי. משנמצא לי כך, נתחזקתי ונתייצבתי בזכותו של היחיד. אזדקף אפוא איתן על רגליי, וכך אומר: אני מתקשה לקבל כי אדם יחויב באגרת רדיו בעבור אין-רדיו; ובקצרה: כי אדם יחויב באגרת אין-רדיו. ולאומרים כי במס ענייננו, ולא באגרה, אומר: אני מתקשה לקבל כי אדם יחויב במס רדיו בעבור אין רדיו; ובקצרה: כי אדם יחויב במס אין-רדיו.⁵

5 שם, בעמוד 570. קטע ייחודי זה עולה בקנה אחד עם ההשערות הפוזנרניות (ראו Posner, הערה 3 לעיל, בעמ' 144–109) על דרכו של השופט הרציונלי למקסם את תועלתו. השופט נמנע מלהיכנס לעובי הקורה של הספרות המשפטית והכלכלית העשירה (והקשה!) הנוגעת להגדרת "המס הטוב", אימתי יש בו, מצד אחד, כדי להגדיל את הרווחה החברתית, או, מצד שני, לפגוע שלא כדין בזכויות רכושיות מוקנות. השופט מייחס חשיבות רבה לעובדה, שאינה קבילה בעיניו, כי לא קיימת זהות בין מממני המוצר הציבורי (משלמי האגרה) לבין הנהנים ממנו (בעלי מקלטי רדיו ברכב). יש להניח כי היה מודע לכך כי חוסר זהות מעין זו איננו זר לנוף הפיסקלי של כל מדינה (למשל, משלמי המיסים נדרשים לממן שירותי דת גם אם אינם דתיים, או שירותי חינוך גם אם הם חסוכי ילדים). אך השופט נאחז בשיעון הפורמלי (הריק, בסופו של דבר) שתשלום החובה בעד הרכב הוא "אגרה" ולא "מס", ומשלמי "אגרות" נדרשים לשלם, בדרך כלל, רק בעד מה שצרכו. תוצאה אחרת, לדידו, איננה צודקת. השופט גם מודע לשיעון כי הבחנה בין הנהנים מן השירות לבין מי שאינם נהנים ממנו עלולה לייקר את המערכת ולפגוע ביעילותה, אך הוא קובע, בלשונו הייחודית, כי

בתחילת-כל-התחילות עמדו לפני המחוקק, ובסוף-כל-הסופות עומדים לפנינו, שני עקרונות בני עוצמה המתגוששים ביניהם. מזה עקרון הצורך לייעל דרכי גבייתם של כספים המיועדים למטרה ראויה, ומזה עקרונות של צדק, הגינות וסבירות בהטלת חובות של תשלום כספים לרשות. השאלה הגשאלת היא, איזו משפחת עקרונות ידה תהא על העליונה בפירושו של החוק? כשאני לעצמי אומר, כי יעילות היא עיקרון חשוב, אך צדק, הגינות וסבירות נעלים הימנה (הערה 4 לעיל, בעמ' 569).

יש להניח כי השופט עצמו היה נמנע מלקבל את המלצתו להעדיף "צדק, הגינות וסבירות" על פני "יעילות" בכל מקרה ומקרה, ללא כל הבחנה. למשל, היה זה מעניין להיווכח כיצד השופט

לא על פסק הדין הזה לבדו, שבעצם איננו שייך כלל לעניין, אני מבסס את חששותי. אני מבסס אותם על רתיעתו המתמשכת של בית המשפט העליון להיכנס לעובי הקורה של דיונים תאגידיים טכניים,⁶ המשתלבת יפה ברתיעתו המתמשכת מלהיכנס לעובי הקורה של דיונים בעלי אופי כלכלי או טכני מסוגים אחרים.⁷ השיח שהודגם לעיל משלים בעיני פסיפס כללי של הפסיקה בבית המשפט העליון כיום, שקווי המתאר הכלליים שלו הם בריחה מהכרעות עתירות כישורים טכניים ו"השאבות" אל שיח כללי

היה פוסק, בשם הצדק, ההגנות והסבירות, בעתירה של אדם שיש לו מקלט רדיו ברכב, מבלי שיש לו עניין להיזקק לשירותיה של רשות השידור (למשל, בן מיעוטים הנוהג לכייל את המקלט לשידורים הנישאים אלינו מן המדינות השכנות). האם השופט חשין פשוט נכנע לאילוץ הנובע מעומס העבודה הכבד המוטל על שופטי בית המשפט העליון ולא שקל את הנושא בהירות הנדרשת? זוהי מסקנה שהקטע המצוטט מבקש לשלול בתכלית השלילה. השופט מעיד על עצמו כי עבודתו קשתה עליו ("החילולי מהלך אטי-אט" וגו'), כי הרים את המשא הכבד המוטל עליו בכוחות עצמו בלבד, מבלי שנהנה מכל תמיכה סביבתית ("מחנה קטן"), כי כל המהלכים האחרים שניסה היו לשווא ("מצאתי את עצמי במקום שהכרתי בראשונה" וגו'), וכי בקץ כל הקיצין החליט לרבוך, באומץ ובאמונה, בעמדותיו העקרוניות ההתחלתיות ("אני מתקשה לקבל" וגו'). מספר הדוגמאות הוא רב. כך, למשל, בע"א 226/85 שאשא חברה לניירות ערך והשקעות נ' בנק "אדנים" למשכנתאות והלוואות, פ"ד מב(1) 14, פסק בית המשפט כי הנפקת "זכויות" לבעלי המניות בחברה איננה בגדר "דיבידנד", לא בכסף ולא בעין, ולכן בעל מניות פלוני הזכאי להשתתף, ביחד עם כל בעלי המניות האחרים, בכל חלוקת דיבידנד או "מניות הטבה", אינו זכאי להשתתף בחלוקת "זכויות". כדי למנוע אי הבנה ראוי לציין כאן כי מסקנתו הסופית של בית המשפט בפרשת שאשא, להדיר את פלוני מחלקו בחלוקת הזכויות, היתה ניתנת, אולי, להצדקה מטעמים אחרים, אך ודאי שלא מטעמי של בית המשפט. בית המשפט הישראלי אינו היחיד שהתמחותו התאגידית לקריה. מצב דומה שורר לא רק ברבות ממדינות ארצות הברית (חוץ מדלוור, כמובן), אלא גם באנגליה. דוגמא מאלפת לקשייהם של שופטי המשפט המקובל להתמודד עם בעיות מקצועיות בתחום התאגידי ניתן לדלות מתוך דיני הדיבידנד. כאשר נדרשו השופטים האנגליים להגדיר את המונח "רווח", שרק ממנו, להבדיל מאשר מ"הון" החברה, ניתן לחלק דיבידנד, קבעו כי אין להתחשב בפחת לצורך הגדרת ה"רווח", כי מותר לצרף רווחי שנים קודמות, אך אין לקזז הפסדי שנים קודמות, כי כל סכום ששולם בהנפקה העולה על הערך הנקוב של המניות (קרי, "פרמיה") גם הוא "רווח" וכיוצא בזה. לתאורה של פסיקה זו ראו ספרי דיני חברות חדשים לישראל 500 (תשמ"ט).

דוגמא בולטת לכך היא רתיעתו של בית המשפט העליון להיכנס לעובי הקורה של מה שהוא מכנה "מדיניות כלכלית של הממשלה". הטיעון הרווח הוא שבית המשפט איננו הפורום המתאים לעיצובה של מדיניות כלכלית, ואף אין לו כלים מתאימים לביצוע המשימה. לכן בית המשפט מצווה להותיר את הרשות בחזקתה כי פעלה כדין, למעט במקרים הבולטים ביותר של קיפוח או עיוות דין. ראו, באופן כללי, אהרן ברק, שיקול דעת שיפוטי 255 (תשמ"ז) וכן, לאחרונה, בג"צ 240/98 עדאלה נ' השר לעניני דתות, פ"ד נב(5) 167, 190-191. ההינזרות ממתיחת ביקורת על מדיניות כלכלית היא מובנת מאליה. השאלה הקריטית, עם זאת, היא כיצד לתתם את החריגים, כלומר את הנסיכות המיוחדות, שבהן אפילו בתי משפט, עם קצת מאמץ, יכולים ומסוגלים להעביר תחת שבט ביקורתם את מעשיה של הרשות.

בנושאים של השקפת עולם. לבתי משפט כאלה אין זה יעיל להאציל את מלאכת ייצורם של הכללים בדיני התאגידים.

3. שיקולי יעילות כלכלית בבתי המשפט במדינה

הגורם השני המעמיד את בתי המשפט בישראל, ובראשם את בית המשפט העליון, בחזקת יצרנים לא יעילים של כללים בדיני החברות הוא יחסם של בתי משפט אלה אל הגישה הכלכלית למשפט. אף לא שאלה רצינית אחת של הגישה הכלכלית נדונה לעומקה בבית המשפט העליון בכל שנות קיומו. עם זאת, בית המשפט מוצא לנכון להשתלח, לעתים ביוזמתו הגמורה, ומבלי שהדבר נדרש לצורך עשיית הצדק,⁸ בתובנות של ענף יוריספרודנטי זה. לגבי הקהילה העסקית והתאגידית בישראל, הנוקקת לפתרונות משפט יעילים, התנערות זו מן הלקחים של הגישה הכלכלית היא אות אזהרה חמור. אין זה פלא כי יועצים משפטיים הקרובים לתחום מייעצים ללקוחותיהם להדיר את רגליהם מבתי המשפט בכלל, ומבית המשפט עליון בפרט, וראוי לו לבית המשפט העליון כי יהיה מודע להלך רוח זה.⁹ דוגמא עדכנית לגישתו זו של בית המשפט העליון ניתן למצוא בהלכה שנפסקה לאחרונה בפרשת בסט ביי רשתות שיווק נ' פידיאס אחזקות.¹⁰ בפרשה זו הפר ראובן חייב נמשך שחב כלפי שמעון. ראובן ושמעון ניהלו בתי עסק בשכנות זה לזה, והתקשורת ביניהם הייתה פשוטה וזולה. בית המשפט נזקק לשאלה האם להוציא צו מניעה כנגד ההפרה הנמשכת, או להסתפק בסעד של פיצויים. השופט אנגלרד שישב בדיון אמר את הדברים הבאים, עמם הסכימו יתר שופטי ההרכב:

חסידי הגישה הכלכלית גורסים, באופן עקרוני, כי בכל המקרים האלה מן הראוי להסתפק בתרופת הפיצויים. השקפתם היא, כי מבחינת המבחן של הקצאת משאבים נכונה, יש לאפשר את הפעילות הכלכלית היעילה יותר, תוך חסכון בהוצאות עסקה. במסגרת זו נוצר המושג של "הפרת חוזה יעילה". הרעיון הוא, בעקבות התיאורמה של Coase, כי בשוק משוכלל, שאין בו הוצאות עסקה, התוצאה הסופית תהיה ממילא המשך הפעילות היעילה יותר. על רעיון "ההפרה היעילה" נמתחה ביקורת ... בית משפט זה הסתייג מגישה טהרנית כלכלית, תוך הדגשה, כי יש

8 ראו, למשל, ד"נ 20/82 אדרס נ' הרלו את ג'ונס, פ"ד מב(1) 221; וכן ע"א 4012/90 עידית נתניה נ' מלון צוקים, פ"ד מו(4) 45.

9 בהקשר של דיני התאגידים, עצימת העיניים של בית המשפט העליון מתובנות כלכליות תיאורטיות עלולה להגביר את הגירתן של חברות ישראליות אל השיטה המשפטית של דלוור. הגירה זו לא תיגרם בשל היתרונות של ההסדר הסטטוטורי בדלוור על פני ההסדרים הסטטוטוריים בארץ המוצא, אלא, ממש כמו בתוך ארצות הברית גופא, בשל הסיכוי הגבוה יותר לקבל הכרעה שיפוטית מושכלת בבתי המשפט של מדינת דלוור.

10 ע"א 3668/98, פ"ד נג(3) 180.

דרך מוסרי לעצם קיום ההבטחה החוזית... אין ספק כי השקפת המחוקק היא כי יש מקום לאכיפת חוזה ולצווי מניעה בנוסף לתשלום פיצויים... ואמנם, לטעמי, גם אם יש משקל לשיקולים הכלכליים, אין הם בבחינת חזות הכל במסגרת המשפט הפרטי שבמרכזו רעיון הצדק המתקן.¹¹

ועתה צאו וראו איזה מין תבשיל רקח כאן השופט. ננית, ביחד עם השופט, כי פרשת בסט ביי התלקחה בסביבה תחרותית, כלומר בסביבה, שבה ניתן להתנות על כל הקצאת זכויות ללא עלויות עסקה. אכן, בסביבה תחרותית כזו יש משמעות רבה לתיאורמה של Coase,¹² לפיה הקצאת הזכויות אינה רלבנטית, והשוק יתכנס בסופו של דבר אל הפתרון היעיל. במצב דברים זה אין, כמובן, כל חשיבות לאבחנה הידועה בכתבי המלומדים בין "כללי קניין" לבין "כללי אחריות",¹³ או, בהחלה לענייננו, בין תרופת האכיפה (שהיא כלל קניין) לבין סעד של פיצויים (שהיא כלל אחריות);¹⁴ שהרי גם אם יינתן סעד של אכיפה, שהשופט העדיף למעשה לתת אותו, אך הנזק של המפר מקיום החיוב עולה על הנזק של הצד התמים מן ההפרה, השניים יכרתו מיד הסכם שיתיר למפר, תמורת פיצוי הולם לצד התמים, להתמיד בהפרתו.¹⁵ מכאן שבמצב דברים זה "חסידי הגישה הכלכלית"

11 שם, בעמ' 191.

12 ראו Ronald H. Coase, "The Problem of Social Cost," 3 J.L. & Econ. 1 (1960). בתיאורמה מפורסמת זו, הראה Coase כי בעולם שבו הוצאות העסקה הן זניחות, אין חשיבות רבה להקצאת הזכויות ההתחלתיות בין הפרטים, שכן אם ההקצאה איננה "יעילה" (כלומר הפרטים מסוגלים להגדיל את תועלתם המצרפית על ידי המרתה בהקצאה חלופית), הצדדים אכן יחליפו אותה – באמצעים חוזיים – בהקצאה יעילה ממנה.

13 הקצאה פלונית מוגנת בכללי קניין אם הזולת אינו מסוגל להסב אותה לתועלתו, אלא בהסכמתו של בעל ההקצאה. על פי רוב, בעלות במקרקעין, למשל, מוגנת בכללי קניין. הקצאה אלמונית מוגנת בכללי אחריות כאשר הזולת מסוגל להסב אותה לתועלתו, תוך מתן פיצוי כספי לבעלים, אף כאשר הבעלים היה מעדיף שההקצאה תיוותר בידו. למשל, אם למדינה יש סמכות להפקיע מקרקעין לצורכי ציבור, ההגנה על אותם מקרקעין בפני הפקעה נעשית רק בכללי אחריות. האבחנה בין כללי קניין לבין כללי אחריות נעשתה לראשונה על ידי Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, "Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral," 85 Harv. L. Rev. 1089 (1972).

14 תרופת האכיפה מגינה על הקצאות בכללי קניין, כי היא מאפשרת לבעלים של ההקצאות המוגנות לשמור אותן בבעלותו בכל מקרה. תרופת הפיצויים מגינה על הקצאות בכללי אחריות בלבד, שכן היא מאפשרת לזולת ליטול את ההקצאות לידי תוך פיצוי של בעל ההקצאות המקורי בסעד כספי בלבד.

15 אם, למשל, פלוני, שהוא בעלים על קרקע, נהנה מזכות המוגנת בכללי קניין (קרי, הוא זכאי לסעד של אכיפה כנגד מפירי הזכות), אך מידת ההגנה שאלמוני יכול להפיק מן הקרקע גדולה ממידת ההגנה שפלוני טפיק ממנה, סביר להניח כי אלמוני יקנה את הקרקע מפלוני. הקרקע פשוט "שווה" לו יותר, ולכן קיים מחיר של העברת הקרקע מפלוני לאלמוני שתשלומו תמורת הקרקע ישפר את רווחתם של שני הצדדים.

לא היו מתנגדים, בניגוד לדעתו של השופט, למתן סעד של אכיפה.¹⁶ האבחנה בין כללי קניין לבין כללי אחריות קמה ועולה דווקא כאשר הוצאות העסקה הן גבוהות. שהרי במצב מעין זה יש להבטיח כי כבר ההקצאה ההתחלתית תהיה יעילה, ולא "לנעול" אותה בצווי אכיפה. החשש הוא, כמובן, כי אם מה שנועלים בצווי אכיפה איננו ההקצאה היעילה, הצדדים לא יוכלו "לברוח" ממנה אל הקצאה יעילה ממנה בגלל הוצאות העסקה הגבוהות.¹⁷ למה התכוון, אם כן, השופט אנגלרד? האם ייתכן כי הניח, בניגוד לעובדותיו הברורות של פסק הדין, כי הוצאות העסקה היו גבוהות דווקא? וכי הזכיר את השוק התחרותי ואת התיאורמה של Coase לתפארת המליצה בלבד? לפי השופט אנגלרד, "הצדק המתקן" הוא, אם כן, הצדק המקלל לצדדים את יכולתם לממש את רצונותיהם האוטונומיים. צדק זה "מתקן" לא את ההפרה, כי אם את רצונם המשותף של הצדדים, ומשביח אותו על ידי החלפתו ברצון של השופט אנגלרד. מה נותר, אפוא, מפסיקתו של השופט אנגלרד, במצב דברים זה? התרסה קשה ובלתי מנומקת כנגד הגישה הכלכלית ותמרוך אזהרה חמור בפני מי ששוקל להביא את ריבו בפני בית המשפט העליון.

4. הפתרון: חוק חברות עתיר כללים

לאור הדברים האלה מרבה החוק החדש בקביעת כללים. אך למרבית הצער, הדינמיקה ששררה מאחורי הקלעים פתחה את רקמתם של מקצת מן הכללים האלה והפכה אותם לסטנדרטים. ברצוני להדגים את התהליך הזה בגלגולי הנוסח של שלוש סוגיות שונות.

(א) דוגמא ראשונה: הליכי משפט קבוצתיים

הסוגיה הראשונה נוגעת להליכי משפט קבוצתיים, קרי התביעה הנגזרת והתובענה הייצוגית. בשני המקרים מוגעים גלגלי התביעה על ידי תובע נומינלי, הפועל עבור קבוצה גדולה. במקרה הראשון התביעה מוגשת בשם החברה, ולכן הנהנים ממנה הם כל בעלי העצומות (claims) בחברה; במקרה השני התביעה מוגשת בשם קבוצה של בעלי

16 נהפוך הוא, המלצה המקובלת בגישה הכלכלית למשפט היא להעדיף סעד של אכיפה (כלומר, שריון הקצאות בכללי קניין) כאשר הוצאות העסקה הן נמוכות. עסקה רצונית בין הצדדים – שהוצאות העסקה הנמוכות מאפשרות את כריתתה – מבטיחה כי בסופו של דבר המושאב השנוי במחלוקת ימצא את דרכו אל מי שבאמת מייחס לו את הערך הסובייקטיבי הגרול ביותר; או, לשון אחרת, ההסתמכות על השוק מבטיחה את היעילות בהקצאה.

17 נתאר לעצמנו, למשל, כי הקרקע "שווה" לפלוני, הבעלים המקורי, 1,000 יחידות מטבע, ואילו לאלמוני, הזומד אותה, היא "שווה" 1,300 יחידות מטבע. ההקצאה היעילה היא שהקרקע תהיה בבעלות אלמוני (מן הסתם, אם היא "שווה" לו יותר מאשר לפלוני, הסיבה היא שיש לו טכנולוגיה להפיק ממנה תפוקה רבה יותר מזו שפלוני יכול להפיק ממנה). אך אם הוצאות העסקה להעביר את הקרקע מפלוני לאלמוני הן יותר מ-300 יחידות מטבע, העסקה לא תתבצע, וההקצאה "תיתקע" במצבה ההתחלתי, הבלתי יעיל.

ניירות ערך. מבחינתו של כל תובע נומינלי נתון, ההצלחה בתביעה היא "מוצר ציבורי", ולכן, בהיעדר תמרוץ מתאים רמת הייצור הפרטית שלו צפויה להיות מתחת לאופטימום החברתי.¹⁸ המציאות הוכחה כי התאוריה היא נכונה, שכן בהיעדר תמרוץ מתאים לא הוגשו כלל בישראל, כמו גם במקומות אחרים בעולם, הליכי משפט קבוצתיים.¹⁹ הפתרון שנקט על ידי החוק הביא בחשבון את בעיית המוצר הציבורי. מצד אחד מיתן החוק את רמת ההוצאות הרובצות באופן אישי על התובע הנומינלי. מצד שני הבטיח החוק "גמול" לתובע הנומינלי שטרם בהגשת התביעה, וזאת מעל ומעבר לנזק שנגרם לו בשל העילה נשוא התביעה. קביעת הגמול בחוק נעשתה בסעיף 201 (במקרה של תביעה נגזרת) ובסעיף 215 (במקרה של תובענה ייצוגית). סעיף 201 קובע:

פסק בית המשפט לטובת החברה, רשאי הוא להורות על תשלום גמול לתובע, בשים לב, בין היתר, לתועלת שצמחה לחברה מהגשת התביעה ומהזכייה בה.

ואילו סעיף 215 קובע:

פסק בית המשפט לטובת התובע, רשאי הוא להורות על תשלום גמול לתובע שטרם בהגשת התביעה ובהוכחתה.

בשני המקרים המחוקק מתייחס אל התובע הנומינלי כאל פירמה פרטית לאכיפה ציבורית. הגמול אינו פיצוי על הנזק שנגרם לתובע הנומינלי, ואין הוא נגזר מעיקרון החזרת המצב לקדמותו. הוא מעין שכר טרחה, או קומיסיון, לאוכף הציבורי, שבשל בעיות המוצר הציבורי אין לו תמריץ לאכיפה פרטית. זהו רעיון מחריב המציאות,²⁰

18 "מוצר ציבורי" הוא מוצר שצריכה ממנו על ידי צרכן פלוני אינה גורעת מן הכמות הנותרת לצריכתם של האחרים. למשל, ביטחון המדינה היא מוצר ציבורי. לא ניתן לייצר את הכמות האופטימלית של מוצרים ציבוריים על ידי גביית מסים וולונטרית, כי כל נישום מושפע על ידי התמריץ לזייף כלפי מטה את דיווחיו על מידת הנאתו מן המוצר הציבורי, שהרי גם אם כל נטל המס יוטל על זולתו, לא יגרע הדבר מכמות ההנאה שהוא עצמו יכול ליהנות מן המוצר המשותף לכולם. כהרחבה למושג המוצר הציבורי, ניתן לקבוע כי ייצור פרטי של מוצר שההנאה ממנו משותפת ליצרן ולזולתו מועד לסבול מרמת השקעה הנמוכה מן האופטימום החברתי.

19 החריגים היחידים לכך נרשמו בתביעות נגזרות בחברות פרטיות קטנות. בחברות אלה חלקו של כל בעל מניות ברווחת התאגיד הוא כל כך גדול, עד שהוא נוטה לפרש את רוחת התאגיד כרווחתו האישית. לדוגמא מאלפת של סכסוך בין בני זוג שהפך לתביעה נגזרת בחברה השייכת לשניהם ראו ע"א 578/75 בן-טל נ' בן-טל, פ"ד לא(1) 57.

20 אין להסיק מכך, כמובן, כי יש לשלם את הגמול דווקא לבעל מניות. השיטה האמריקאית פועלת יפה מכיוון שבתי המשפט נוטים לפסוק שכר טרחה דשן לפרקליטים המייצגים את התובע הנומינלי. ראו, למשל, *Sugarland Industries v. Thomas*, 420 A.2d 142 (Del. 1980). לסקירה קצרה, אך שיטתית, של דרכי הפסיקה האמריקאית בנושא זה ראו, Franklin Gevurtz, *Corporation Law* 423 ff (2000). המשותף לשיטה האמריקאית ולשיטה הישראלית החדשה

והניסיון הקצר שהצטבר מאז חקיקת החוק הוכיח כי תובעים נומינליים אכן נענים לתמריץ.²¹ עם זאת, נוסח החוק אינו קובע מהו ה"גמול" שישולם לתובע הנומינלי. המחוקק הסתפק בקביעת עיקרון הגמול, אך את פרטי ההסדר הותיר ל"חקיקתם" של בתי המשפט.

הדלגציה של קביעת שיעור הגמול לבתי המשפט נעשתה בניגוד גמור לדעת. לקביעת דיני גמול מפורטים יש חשיבות מכרעת בדרך ניהול המשפט על ידי התובע הנומינלי, בעיקר כאשר הנתבעים מציעים לו הצעת פשרה. מה היינו רוצים שיקרה כאשר מוצעת הצעה כזו? לכאורה, התשובה היא פשוטה. הואיל והתובע הנומינלי פועל כאן כשלוחם של אחרים, היינו רוצים כי יפעל כנציג נאמן, כלומר יקבל הצעות לפשרה הטובות לאותם אחרים וידחה הצעות לפשרה הרעות לאותם אחרים (או, למצער, שהוא עצמו יאמין, באופן סובייקטיבי, כי הצעות טובות תתקבלנה והצעות גרועות תדחינה). אך בהיעדר דיני גמול פרטניים, התובע הנומינלי עלול לפעול דווקא כנציג לא נאמן. בכל מקרה הוא יודע כי סכום הפשרה יתחלק בינו לבין החברה (במקרה של התביעה הנגזרת), ובינו לבין החברים האחרים בקבוצה (במקרה של התובענה הייצוגית). הוא ייטול לעצמו את הגמול, והאחרים יטלו את היתר. בהיעדר דיני גמול פרטניים, סביר להניח כי שופטי ישראל, שאת יחסם לגישה הכלכלית למשפט היטיב לבטא השופט אנגלרד, ייטו להעניק גמול גבוה (באחוזים משווי התביעה) למי שזכה בתביעה קטנת ממדים, כדי שלא להותיר אותו בלא כלום, וכך להפחית חיים במצוות המחוקק לתגמל אותו במשהו; וגמול נמוך (באחוזים משווי התביעה) למי שזכה בתביעה גדולת ממדים, כדי שלא להעשיר אותו במן מן השמים, בפיצויים גדולים "מדי", עבור נזקים אישיים נומינליים. אבל במצב דברים כזה התובע הנומינלי סובל מתמריץ יתר לקבלת פשרות בכל גובה נתון, שכן הוא יודע כי חלקו השולי בהגדלה אפשרית של סכום הפשרה הולך ויורד בהתמדה, ומן הסתם אפילו מתאפס החל מרמת פיצוי כלשהי ומעלה.²² כדי לפתור

הוא שמערכת התמריצים להגשת התביעה יוצרת ניתוק בין הנזק האישי שנגרם לתובע או לבא כוחו לבין שיעור הגמול שממנו הוא נהנה.

21 בשלב הראשון הוחלט על ניסוי הרעיונות החדשים של ועדת ברק, כאשר נחקק פרק 10 (תובענות ייצוגיות) לחוק ניירות ערך. עם חקיקת חוק החברות ניתן היה לבטל את פרק 10 הנ"ל ולעשותו מקשה אחת עם ההוראות הנוגעות לתביעות נגזרות. הניסיון שהצטבר עד כה מתייחס, מטעמים מובנים, רק לתובענות ייצוגיות, ואולם סביר להניח כי בקרוב יגיע לבתי המשפט גם הגל הראשון של תביעות נגזרות על פי החוק החדש.

22 למשל, נניח כי תובע נומינלי, המעריך את סיכויי הצלחת התביעה ב-60%, מגיש תביעה נגזרת על סך שני מיליון יחידות מטבע. הנתבעים מציעים לו פשרה בסך מיליון אחד. אם חלקו האישי של התובע הנומינלי הוא 20% מן המיליון הראשון ו-10% אחוז מן המיליון השני, יש לו תמריץ לקבל את הצעת הפשרה למרות שאין היא רצויה לחברה. בחשבון האישי שלו, פשרה "שווה" מאתיים אלף יחידות מטבע; לעומת זאת, דחיית הפשרה שווה 60% מ-20 מיליון אחד, ועוד 60% מ-10 מן המיליון השני – בסך הכל 180,000 יחידות מטבע. אילו היה שוקל את טובת החברה, היה מחשב ומסיק כי הפשרה "שווה" לה רק 800,000 יחידות מטבע, ואילו דחיית הפשרה

סוג מיוחד זה של בעיית נציג, הצעתי בזמנו כי גמולו של התובע הנומינלי יהיה אחוז קבוע (למשל, עשרים וחמישה אחוזים) מכל סכום שיתקבל בהליך הקבוצתי. במצב דברים זה חלקה של החברה (או של הקבוצה) בפיצוי הוא כפולה כלשהי (למשל, פי שלושה) מחלקו של התובע הנומינלי. כאשר התובע הנומינלי עושה, במצב דברים זה, את חשבונו האישי, ומקבל את ההחלטה האם להתפשר באופן המיטיב עם עצמו, בעל כורחו הוא גם פועל לטובת החברה (או הקבוצה) שחלקה במלקוח גדל באופן יחסי לגידול בחלקו.

ועדת ברק דחתה פה אחד את המלצותי בעניין זה. לדעת חברי הוועדה, אין זה נאות לחרוץ זכויות וחובות על פי מפתחות אריתמטיים. מלאכת עשיית הצדק מחייבת, לדעתם, הפעלה של שיקול דעת שיפוטי גם במקרים מעין אלה. חשבתי אז, ואני סבור גם היום, כי חברי הוועדה טעו בנושא זה. מערכת השיקולים שפרשתי בפניה איננה לחם חוקם של רוב שופטי ישראל. ההתחשבות בשיקולים מעין אלה מצריכה מומחיות טכנית. אין זה הכר ההולם לייצור כללים על ידי פרשנים לא מיומנים. לדעתי, גם השופטים היו חשים בתחושת הקלה גדולה אילו המחוקק היה מוציא עבורם את הערמונים מן האש, והם, השופטים, לא היו צריכים להכריע, ללא הדרכה מספקת, בשאלה הקשה והעדינה של מינון הגמול.

(ב) דוגמא שנייה: הרמת המסך

הדוגמא השנייה של עשיית סטנדרטים במקום כללים נוגעת לסוגיה של הרמת המסך. הרמת המסך היא ביטול, ולו לעניין מסוים, של אישיותה המשפטית הנפרדת של החברה, וחשיפתם של בעלי המניות, ללא הגבלת אחריות, לתביעותיהם של נושי החברה. החלטה על הרמת המסך איננה עניין קל ערך, והיא עלולה לפגוע בביטחון המסחרי של בעלי המניות. מן הטעם הזה חשוב לקבוע ברמה סבירה של ודאות מהן הנסיבות שבהן בעלי המניות צריכים להיזהר, ואימתי הם צפויים להיחשף בנכסיהם האישיים לתביעות הנושים עקב החלת הדוקטרינה של הרמת המסך. בזמנו הצעתי כללים ברורים למדי בשאלות אלה, ובתוכם התייחסות מפורשת ופרטנית לסיטואציה הנפוצה ביותר המצריכה הרמת מסך, היא הסיטואציה של "מימון דק".²³ מדובר, כמוכר, במקרים בהם בעלי העסק משקיעים סכומים מזערניים מכספם וחושפים את החברה לסיכונים משמעותיים על חשבון

שווה 60% מ-80 ממיליון אחד ועוד 60% מ-90 מן המיליון השני, וסך הכל 1,020,000 יחידות מטבע. "בעיית נציג" זו ניתנת לסילוק על ידי הרמת הסטנדרט של שיקול הדעת השיפוטי, בכלל ברור, והוא כי חלקו של התובע הנומינלי הוא אחוז קבוע (לא חשוב באיזו רמה) ממה שהשיג עבור החברה.

פירוט הצעותי מופיע בספרי דיני חברות חדשים לישראל, הערה 6 לעיל, בעמודים 46 ואילך. גם הצעות אלה הותירו שיקול דעת רב לבית המשפט בקביעת הנסיבות הראויות להרמת מסך (בנושא זה אין שום חוק בעולם הקובע הנחיות חד-משמעיות); אך המחוקק הרחיק לכת, בהתרת הלשון וב"פרימת" המבחנים, הרבה מעבר לכך.

הנושים. למעשה, הסיטואציה של מימון דק מזמינה התנהגות כזו, שכן בהיעדר הרמת מסך היא מאפשרת לבעלי המניות להמר בכספם של אחרים: כל סיכויי הרווח הם של בעלי המניות, וכל סיכויי ההפסד רובצים על הנושים.²⁴ בהקשר זה חשוב גם לדבר, ברחל בתך הקטנה, על מצבים של מימון נאות, הנעשה ברובו בצורה של הלוואות בעלים. לדעתי, הפתרון הנאות למימון דק הוא הרמת מסך מלאה, על מנת שבעלי המניות יפנימו באופן מלא את סיכויי חדלות הפירעון שאחרת הם מסוגלים "להחציץ" (to externalize) על זולתם. הפתרון במקרה של הלוואות בעלים הוא לשלול את הרמת המסך, אך לשנות את סדר התביעות במצבים של חדלות פירעון, תוך הותרתם של בעלי המניות בסוף התור ("השעיה", או סובורדינציה). כל אלה הם כללים פחות או יותר ברורים. לכולם יש גם סימנים בחוק החברות, אך הסימנים האלה טושטשו בפשרות אינסופיות שנרקמו הן בוועדת ברק והן בוועדות הפרלמנטריות.²⁵ באופן מובהק ביותר, הכמיהה להרחבת הדיסקרציה השיפוטית הניבה גם בעניין המסוכן הזה סטנדרטים במקום כללים. זו לשונו של סעיף 6 לחוק החברות:

(א) הרמה של מסך ההתאגדות היא כל אחד מאלה:

(1) ייחוס זכויות וחובות של החברה לבעל מניה בה;

24 ניגוד העניינים בין נושים לבין בעלים נוצר ברגע שהפירמה לוקחת את השקל הראשון של החוב, אך היא הולכת ומתגברת ככל שהמנוף הפיננסי (היחס בין הון ההלוואות לבין הון העצמי) הוא יותר גדול. חברה שהמימון שלה הוא "דק" פועלת במכוון על מנוף פיננסי גדול, ולכן מספקת לבעליה תמריץ חזק להמר בכספי הנושים. כדי להבין מדוע הימור כזה אינו רצוי, יש לזכור כי סיכויי הרווח של בעלי המניות אינם חסומים "מלמעלה", מכיוון שאין מה שימנע מהם לשלשל רווחים אסטרונומיים לכיסם; אך סיכויי ההפסד חסומים "מלמטה", כי תורת הגבלת האחריות מאפשרת להם להסיט הפסדים מעצמם אל הנושים. ברור שכאשר אדם מהמר באופן המותיר לו את כל סיכויי הרווח אך מאפשר לו לגלגל את ההפסדים (בחלקם, לפחות) לאחרים, הוא עלול להתפתות להימורים שאין בהם תועלת חברתית. דיני הרמת המסך והדחיית החובות מיועדים לאלץ את בעלי המניות "להפנים" את העלויות "החיצוניות" (externalities) האלה.

25 מקצתם של הסימנים מצוינים בשתי הערות השוליים הכאות. ברצוני להפנות כאן את תשומת הלב לסימנים שניתן היה למצוא בהצעת החוק, שגם היא מגלמת את המוצר שיצא, כפשרה, מוועדת ברק ומוועדת השרים לחקיקה שבאה בעקבותיה. ההצעה עצמה אינה מייחדת הוראות מפורשות למצבים של מימון דק ושל סובורדינציה, אך היא קובעת כי "דוקטרינה זו [הרמת המסך] צריכה להמשיך ולהתקיים על פי התפתחות הפסיקה עד כה. כמו-כן צריכה להמשיך ולהתקיים במסגרתה דוקטרינת ההרחיה (סובורדינציה), אשר מכוחה מוטמך בית המשפט להדחות הלוואות בעלים לעומת התחייבויות חיצוניות. לאור אופיה המיוחד של דוקטרינת הרמת המסך, הגמישות הנדרשת ממנה וההיקף הבלתי ניתן לצפייה של תחולתה, אין זה רצוי לקבוע הוראה חקוקה המכוונת למצות את דיניה. במסגרת סעיף 8 ניתן ביטוי לעמדה זו... לא נקבעה רשימה סגורה של מצבים אלה אך יש לראות בכך חריג לעקרון האישיות המשפטית הנפרדת. הפסיקה בעניין תמשיך ותפתח את הכללים. כך, למשל, קיימת פסיקה המאפשרת הרמת מסך במקרים של מימון דק. פסיקה זו תוכל להמשיך להתקיים ולהתפתח, ואין בהוראות בדבר האישיות המשפטית העצמאית של החברה כדי לבטלה או להגבילה".

(2) ייחוס תכונות, זכויות וחובות של בעל מניה לחברה.

(ב) על אף הוראת סעיף 4, רשאי בית המשפט להרים את מסך ההתאגדות אם התקיים לכך תנאי הקבוע בחיקוק או אם בנסיבות הענין צודק ונכון לעשות כן, או אם התקיימו התנאים הקבועים בסעיף קטן (ג).

(ג) בית משפט הדן בהליך נגד חברה רשאי, במקרים חריגים ומטעמים מיוחדים, להרים את מסך ההתאגדות בהתקיים אחד מאלה:

(1) השימוש באישיותה המשפטית הנפרדת של החברה נועד לסכל כוונתו של כל דין או להונות או לקפח אדם;

(2) בנסיבות הענין צודק ונכון לעשות כן, בשים לב לכך שהיה יסוד סביר להניח כי ניהול עסקי החברה לא היה לטובת החברה וכן היה בו משום נטילת סיכון בלתי סביר באשר ליכולתה לפרוץ את חובותיה (ההדגשה הוספה).²⁶

(ד) הרמת מסך לשם ייחוס חובות החברה לבעל מניה בה, תיעשה בשים לב ליכולת החברה לפרוע את חובותיה.

(ה) אין בהוראת סעיף זה כדי למנוע מבית משפט להעניק סעדים אחרים, לרבות השעיית זכותו של בעל מניה מסוים בחברה להיפרע את חובו, עד לאחר שהחברה פרעה במלואו את כל יתר התחייבויותיה (ההדגשה הוספה).²⁷

לפי סעיף קטן (ב) עילה מספקת להרמת המסך היא כי "בנסיבות הענין צודק ונכון לעשות כן". עילה "פתוחה" זו חוזרת על עצמה גם בסעיף קטן (ג)(2), וזאת מבלי שהמחוקק טרח להסביר מה בין "צודק ונכון" לפי סעיף קטן (ב) לבין "צודק ונכון" לפי סעיף קטן (ג). הכוחות שחברו כאן להפקיע מדיני הרמת המסך את אופיים הפרטני היו, כמו בדוגמא הקודמת, רצון להגן על שיקול הדעת השיפוטי הגמיש, ככלי חיוני במלאכת עשיית הצדק, והחשש מהכנסת המשפט לסדר מדי של ניתוחים כלכליים או אריתמטיים. בלשונו של השופט אנגלרד, שצוטטה לעיל, "גם אם יש משקל לשיקולים

26 קטע מודגש זה הוא מה ששרד מן ההצעה המקורית לקבוע את המימון הדק כעילה מפורשת (ומפורטת) להרמת המסך. גם בארצות הברית משקלו היחסי של המימון הדק בתוך מסכת השיקולים המצדיקים את הרמת המסך איננו ברור; ואולם בארצות הברית, בניגוד לקולות הנשמעים אצלנו לאחרונה, כל דיני הרמת המסך לוטים במסך עבה של ערפול וחוסר ודאות. ראו, למשל, *DeWitt Truck Brokers v. W. Ray Flemming Fruit*, 540 F.2d 681 (4th Cir. 1976).

27 קטע מודגש זה מבטא את רעיון "ההשעיה", הלוא היא ההדחיה, או הסובורדינציה. ליישום רעיון זה ראו, למשל, *Costello v. Fazio*, 256 F.2d 903 (9th cir. 1958); *Benjamin v. Diamond*, 563 F.2d 692 (5th Cir. 1977).

הכלכליים, אין הם בבחינת חזות הכל במסגרת המשפט הפרטי שבמרכזו רעיון הצדק המתקן. הצדק המתקן, הוא שהפקיע את ייצור הכללים מן המחוקק והנחיל אותם לפרשן הבלתי מיומן.

(ג) דוגמא שלישית: מאילו "רווחים" ניתן לבצע "חלוקה"?

על הסוגיה השלישית אתעכב רק בקצרה. מדובר בהגדרת הקרנות שמתוכן מותר לחברה לבצע "חלוקה", כלומר לחלק דיבידנד במזומן או לרכוש בחזרה את מניותיה היא. לפני היות החוק חיינו בעניין זה מפי המשפט המקובל האנגלי. המשפט המקובל קבע כי מותר לבצע חלוקה²⁸ מתוך רווח, אך לא מתוך הון. השאלה מהו רווח ומהו הון הושארה לשיקול דעתם של בתי המשפט. בסוגיה זו התגלתה אוזלת ידם של בתי המשפט האנגליים במלוא אומללותה. השופטים הודו כי אינם יודעים כיצד להבחין בין שני המונחים הללו,²⁹ ולא הייתה להם ברירה אלא להיעזר בעדויות מומחים של אנשי עסקים וחשבונאים. התוצאה לא הייתה מרנינה. העדים העידו בפני השופטים האנגלים כל מיני עדויות מופרכות, שהתקבלו על דעת השופטים ושימשו בסיס לקביעת ההלכה.³⁰ אפשר לקבוע בבטחה כי הרלגציה של קביעת ההלכה לבתי המשפט לא עלתה יפה. על רקע הדברים האלה הצעתי לקבוע את כללי שמירת ההון בגוף החוק, עם הגדרה פרטנית של הקרנות שמהן מותר לבצע חלוקה.³¹ גם בעניין זה דעתי לא נשמעה. ועדת ברק הותירה את הגדרת הקרנות לבתי המשפט, עם הזמנה מפורשת להיעזר בנושא סבוך זה בכללי החשבונאות המקובלים. סעיף 302 לחוק קובע כי ניתן לבצע חלוקה "מתוך רווחיה" של החברה. "רווחים" הוגדרו כ"יתרת עודפים... על פי הדוחות הכספיים המותאמים...", ואילו הביטוי "דוחות כספיים מותאמים" הוגדר כ"דוחות כספיים מותאמים למדד... והכל לפי כללי חשבונאות מקובלים." הנה כי כן, כללי החשבונאות המקובלים הם המגדירים, על פי החוק, את ה"עודפים", כלומר את ה"רווחים", שמתוכם, ומתוכם בלבד, ניתן לבצע חלוקה. בהינתן ההכשרה המשפטית הלקויה של בתי המשפט בישראל להעריך עדויות

28 צורת החלוקה היחידה שהוכרה על ידי המשפט המקובל היתה דיבידנד במזומן. רכישת מניות היתה אסורה מכל וכל. ראו, למשל, *Trevor v. Whitworth* [1887] 12 A.C. 409 (H.L.). בעניין זה ביצע החוק החדש תפנית של מאה ושמונים מעלות, אך הדיון ברפורמה זו חורג מגבולותיה של רשימה זו.

29 הצהרת פשיטת רגל זו הושמעה, למשל, בפרשת *Lee v. Neuchatel Asphalte* [1889] 41 Ch.D. 1.

30 ראו הערה 6 לעיל.

31 גישה זו מקובלת היום ביבשת אירופה ומשמשת נושא לרגולציה מטעם מועצת המיניסטרים של השוק האירופי המשותף. גם אצלנו הדבר הוא בגדר האפשרי, והראיה לכך היא הרגולציה המשמעותית המופעלת, בנושאים חשבונאיים, על כל התברנות הציבוריות מטעם הרשות לניירות ערך.

מומחים בשטח זה, עדיף היה גם כאן לייצר את הכללים בבית היוצר של המחוקק, ולא לזרוק את הכדור למגרשם של בתי המשפט.

ב. "האח הגדול" והמשקיעים הקטנים

1. אחים ואחיות

בית המשפט הוא "האח הגדול". כאשר הצדדים אינם יכולים להגיע לכלל הכרעה בענייניהם, בית המשפט מקבל את ההכרעה במקומם. אך בית המשפט איננו האח הגדול היחיד. בדיני החברות יש הכרעות חשובות הנעשות, או לפחות יכול שתיעשינה, על ידי אחים גדולים נוספים. אח גדול מובהק הוא רשויות המינהל הרלבנטיות, כגון רשות ניירות ערך והבורסה. ביחס לחברות המבקשות להתמזג, או סתם לגדול, הממונה על ההגבלים העסקיים, גם הוא אח גדול. בצד האח הגדול, מכהנת גם אחות גדולה. האחות הגדולה היא היר הנעלמה, דהיינו כוחות השוק. האחות הגדולה איננה קובעת את הכללים מתחילתם ועד סופם, אך היא יכולה להציב גבולות לכללים הרצויים לאחרים, וכך להשפיע באופן מהותי על הגדרתם הסופית. למשל, מקובל לחשוב כי אם שוק השליטה מתפקד כהלכה, מנהלים אינם יכולים, לאורך זמן, לנהל את החברה באורח לקוי. גיהול לקוי מוריד את שער המניות של החברה, ויוצר הזדמנות לרכוש אותה בהצעת רכש עוינת, הכרוכה בהחלפת ההנהלה.

אחים גדולים קובעים כללים טובים כאשר הם עצמם כשירים לקבל את ההחלטות הנכונות, וכללים גרועים אם אין להם כישורים כאלה. בפרק הקודם יצאתי מתוך ההנחה כי בתי המשפט אינם אחים גדולים מוצלחים, בשל חוסר מיומנותם בדיני החברות ובשל חוסר האהדה שהם מגלים ביחס לשיקולים של יעילות כלכלית. כעת ברצוני לסעון טענה דומה גם ביחס לאחים הגדולים האחרים, רשויות השלטון וכוחות השוק. רשויות השלטון בישראל, ובראשם רשות ניירות ערך והבורסה בתל אביב עשו מאמצים גדולים להתמקצע ולספק ללקוחותיהם שירות מהימן. בכל אלה, השיגו הרשויות הללו הישגים מרשימים. עם זאת, מטעמים ברורים מאליהם, קשה להשוות את יכולתם להתמודד עם בעיות עיוניות ומעשיות לזו של רשויות הפיקוח הגדולות בארצות הברית, הנהנות מוותק, גודל, התמחות ואפשרויות תקציביות בסדר גודל אחר. רשויות הפיקוח שלנו הן צעירות, קטנות ודלות אמצעים, ולכן גם אפשרויות הניווט שלהן הן נחותות ביחס למה שמקובל בארצות הברית. מה שנכון לגבי רשויות הפיקוח גכון שבעתיים לגבי השוק שלנו. השוק טובל, בראש ובראשונה, מבעיות אובייקטיביות. אחת מהן היא היעדר כמות מספקת של סחורה "צפה", מה שגורם לתנודתיות רבה בשערים. עודפי ביקוש או היצע קטנים יחסית יכולים להקפיץ את השער באורח דרמטי. מצב זה מעודד סוגים שונים של מניפולציות. בעיה אובייקטיבית נוספת היא העובדה שבעלי העניין מרכזים בידיהם, ברוב החברות, את חלק הארי של הון המניות המונפק. מצב זה מאפשר להם לעשות

באותן חברות, בכפוף למגבלות החוק, ככל העולה על רוחם.³² בנוסף לבעיות אובייקטיביות אלה, השוק סובל גם מהתנהגות בלתי ראויה של רבים מן השחקנים המעצבים את אופיו. כל מי שעניו בראשו יכול להבחין בקלות בהתנהגות מניפולטיבית של פעילי שוק (למשל, "הרצת מניות"), בשימוש מסיבי במידע פנים ובריבוי בלתי סביר ובלתי פרופורציונלי של עסקאות עם בעלי עניין.

לאור כל השיקולים האלה חוק החברות החדש נסמך פחות על האח הגדול ויותר על בעלי הדבר עצמם, הם המשקיעים בחברה. המטרה הייתה לשחרר אותם מתלות מוגזמת בהחלטות שבאות מבחוץ, ולאפשר להם, ככל האפשר, לקחת את גורלם בידיהם. לעתים הדבר עלה יפה. לעתים לא כל כך. ברצוני להדגים כל אחד מן המצבים האלה, ולתאר כיצד הדבר התרחש.

(א) דוגמא ראשונה: עסקאות עם נושאי משרה ובעלי שליטה

הדוגמא הבולטת ביותר להסדר נקי (או כמעט נקי) של שלטון המשקיעים, הוא מה שכונה בעבר "תיקון מספר 4" לפקודת החברות. חיקוק זה חל על נושאי משרה בחברה, אך עיקריו הורחבו גם על בעלי שליטה בחברה מכוח תקנות ניירות ערך (הגבלות בענין ניגוד ענינים בין חברה רשומה לבין בעל שליטה בה), התשנ"ד-1994.³³ החוק החדש איחד שני חיקוקים אלה, תיקן אותם וכינס אותם ביחד בחלק השישי (נושאי המשרה בחברה), ובעיקר בפרק החמישי של אותו חלק (עסקאות עם בעלי ענין).³⁴ החיקוק המתוקן, כמו גם אלה שקדמו לו, עוסק במצבים של ניגוד ענינים בין נושאי משרה או בעלי שליטה לבין החברה. שאלה זו עומדת, כמובן, במרכזם של כל דיני החברות.³⁵ לכאורה, ניתן להתמודד עם בעיית ניגוד הענינים בדרך קצרה ואלגנטית, כלומר לדרוש כי פעולה או התקשרות בין נושא משרה או בעל שליטה לבין החברה תהיה "הוגנת" (fair)

32 כאשר שליטתם של בעלי העניין אינה מוחלטת ניתן לנווט את התנהגותם באמצעים לבר-משפטיים כמו לחץ חברתי, כללי התנהגות בלתי כתובים ואמצעים דומים, המביישים את מי שמתנהג התנהגות בלתי ראויה. ראו, למשל, David Skeel, *Shaming in Corporate Law* (2001). הניסיון מלמד, כי הבושה היא נשק קזה ובלתי יעיל בשוק הון כשלנו, או, לפחות, כי בעלי העניין מוכנים לשאת בקלון הבושה כדי לקדם מטרות אחרות (תאוות בצע, בעיקר) שיש להן, בעיניהם, חשיבות יותר מכרעת.

33 תיקון מספר 4, על תיקוניו השונים, ותקנות ניגוד הענינים שבאו בעקבותיו, הם פרי עבודתה של ועדת ברק, אך זכו לחקיקה מוקדמת (כלומר, לפני שהחוק כולו הונח כמקשה אחת על שולחן הכנסת), כי מספר נושאים שהיו מוסדרים שם, ובעיקר הנושא של שיפוי וביטוח נושאי משרה, נתפסו כ"דחופים" בקהילה העסקית.

34 הפרק החמישי נקרא, כאמור, "עסקאות עם בעלי ענין", אך על פי לשונו הוא חל גם על נושאי משרה בחברה.

35 ראו, למשל, זוהר גושן, "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים", ספר זכרון לגואלטיארו פרוקצ'יה 239 (בעריכת אהרן ברק ואח', תשנ"ו).

לחברה. כאשר נושא משרה או בעל שליטה מנצל את שרדתו כדי לכפות על החברה מצב בלתי הוגן, ניתן לראות בכך הפרה של חובת זהירות או חובת אמונים כלפי החברה. פתרון פשוט זה נהוג ברוב מדינות ארצות הברית.³⁶ חוק החברות החדש נוקט בדרך אחרת. דרך זו פחות פשוטה, והרבה פחות אלגנטית. היא תובעת כי כל פעולה או התקשרות הנגועים בניגוד עניינים תאושר באורגנים המתאימים של החברה. ככל שמצב ניגוד העניינים הוא יותר משמעותי,³⁷ כך הולכות הדרישות הפרוצדורליות לאישור הפעולה או ההתקשרות ומתהדקות. בהעדר אישור הולם הפעולה או ההתקשרות נחשבות להפרה של חובת אמונים. אישור כדין, לעומת זאת, ממרק את מצב ניגוד העניינים

36 האמת היא שהחוק במרבית מדינות ארצות הברית הוא קצת יותר מסובך. קריאה פשטנית של החוק של דלוור, למשל, מלמדת כי כדי למרק מצב של ניגוד עניינים בחברה, ניתן ללכת, באופן חלופי, בכמה מסלולים שונים, קרי להשיג אישור של הדירקטורים הבלתי תלויים, או של בעלי המניות, או להוכיח כי העסקה היתה הוגנת מבחינת תכניה. תנאים אלה נקבעו בסעיפים קטנים (1) עד (3) לסעיף 144 לחוק של דלוור לאמור:

The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the board of directors or the committee, and the board or committee in good faith authorizes the contract or transaction by the affirmative votes of a majority of the disinterested directors, even though the disinterested directors be less than a quorum; or

The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the shareholders entitled to vote thereon, and the contract or transaction is specifically approved in good faith by the vote of the shareholders; or

The contract or transaction is fair as to the corporation as of the time it is authorized, approved or ratified, by the board of directors, a committee thereof, or the shareholders.

למרות לשון מתירנית זו, קבעו בתי המשפט של דלוור כי עסקאות שאינן הוגנות אינן ניתנות לאישור (מצד אחד), וכי עסקאות שאינן זוכות לאישור הן קשות ביותר למירוק (מצד שני). דוגמה מודרנית לפסק דין מעין זה הוא *Lewis v. Vogelstein*, 699 A.2d 327 (Del. Ch. 1997). לסקירה יפה של יצירתיות שיפוטית זו ראו, למשל, "Note on the Effect of Approval by Disinterested Directors of Self Interested Transactions," in Melvin Eisenberg, *Corporations and Other Business Organizations* 631 ff (8th unabridged ed., 2000).

37 מצב של ניגוד עניינים יכול להיות "משמעותי" בשני מובנים שונים. ראשית, בחשיבותו היחסית של הנושא הנגוע בניגוד עניינים. כעניין זה, דין פרוטה איננו כדין מאה. החוק מבחין בין "עסקה חריגה", שיש לה משמעות רבה יותר בחיי החברה ושעליה יש טעם לפקח בצורה יותר הדוקה, לבין עסקה שאיננה חריגה, שבה ניתן למרק את ניגוד העניינים בקלות יחסית. שנית, החוק מבדיל בין פונקציונרים שונים לפי מידת השפעתם על עניני החברה. ככל שעמדת הכוח של פונקציונר פלוני היא יותר מכרעת (סתם "נושא משרה", חבר דירקטוריון, "בעל שליטה"), כך הולך הפיקוח של החוק ומתהדק.

ושולל את הפרת החובה.³⁸ מצבים קלי ערך ניתן לאשר בכל דרך שקבועה בתקנון. מצבים רציניים יותר מחייבים אישור בוועדת הביקורת ובדירקטוריון. מצבים עוד יותר קריטיים מצריכים גם אישור באספה הכללית. במצבים הקריטיים ביותר החוק דורש כי באספה הכללית יצביעו בעד אישור העסקה לפחות שליש מבעלי המניות שאין להם עניין אישי בפעולה או בהתקשרות. שליש זה מושג, בדרך כלל, מבין המשקיעים המוסדיים הנוכחים באספה.³⁹ מן הסיבה הזו, האספה הכללית איננה עוד חותמת גומי לבעלי השליטה, והיא מפעילה רצון אוטונומי משלה. כל מי שיש לו עניין אישי חייב לגלות את מהות עניינו האישי לאורגנים המאשרים. לעתים עליו להדיר את רגליו מן הישיבה בה מתבקש האישור כדי להבטיח דיון פתוח והחלטות המתקבלות לגוף העניין.

אין זה סוד כי פתרון זה לא נשא חן בעיני רבים מדובריה של הקהילה העסקית בישראל. דוברים אלה הדגישו את הסרבול הרב של שיטת האישורים, ואת תלותם המתמדת של בעלי השליטה במיעוטים מקרב בעלי המניות הבלתי תלויים. לא אחת שמענו מפיהם את הביטוי "עושה הרוב על ידי המיעוט". שמענו, ועמד לנו הכוח שלא לסגת אחור. החלופה לשיטת האישורים היא שיטת האח הגדול, שעל הסעמים לדחייתה כבר עמדתי לעיל. לא נעלם מאתנו גם שדוברי הקהילה העסקית, הנוהגים להלין על שיטת האישורים, הם נציגי הנציגים, ולא נציגי המיוצגים "בבעיית הנציג" הגדולה של דיני החברות. לשון אחרת, הם דוברים מפיהם של נושאי המשרה ובעלי השליטה, ולא מסעמם של בעלי המניות מקרב הציבור שביחס אליהם מתקיים מצב ניגוד העניינים.

38 גם אצלנו (כמו, בסופו של דבר, גם בדלור) לא די באישור ויש צורך בהגינותה, הלכה למעשה, של העסקה המאושרת. סעיף 270 לחוק מתנה את מתן האישורים בכך ש"העסקה אינה פוגעת בטובת החברה". מילים אלה מגניבות בדלת האחורית מבחן מהותי (להכדיל מנתיב האישורים, שהוא מבחן פרוצדורלי) לצורך מירוק ניגוד העניינים. מי שנכנס דרך הדלת האחורית הזו הוא, כמוכן, האח הגדול, קרי, בהקשר זה, בית המשפט, שבידו ההכרעה הסופית האם עסקה שעברה את כל נתיבי האישורים אינה פוגעת בטובת החברה. למרות הדברים האלה, משקלו היחסי של המבחן המהותי בדין שלנו איננו רב, וזאת משני טעמים. ראשית, נראה לי כי בית המשפט יהסס היסוס רב לקבוע כי עסקה פלונית איננה לטובת החברה אם כל האורגנים המוסמכים אישור אותה, בפרוצדורה הסבוכה שנקבעה על ידי המחוקק. שנית, המילים "אינה פוגעת בטובת החברה" נבחרו בקפידה רבה, והן אומצו תוך דחיית החלופה שהעסקה "היא לטובת החברה". ישנם חוקים בעולם הבוחרים דווקא בחלופה השנייה (ראו, למשל, N.Y. Bus. Corp. Law, § 713(b)). הבחירה שלנו מבטאת העתקה של נטל הראיה אל מי שמבקש לערער על הגינותה של העסקה, והנחת העבודה שלנו היתה כי את הרף הזה יהיה קשה לעבור.

39 תוצאה זו הושגה, בעיקרו של דבר, הודות לחקיקתו של סעיף 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994. סעיף זה, שזכינו לו הודות ליוזמה החקיקתית של רשות גירות ערך, קובע כי מנהלי קרנות נאמנות מחויבים להשתתף בהצבעה של חברות ציבוריות אם נושא ההצבעה עשוי להשפיע על זכויותיהם של בעלי יחידות ההשתתפות בקרנות המיוצגות על ידם. הואיל וקשה לחשוב על נושא בעל חשיבות שאיננו ממלא תנאי זה, נוכחותם של נציגי הקרנות באספות הכלליות של חברות ציבוריות נעשה לעניין של שגרה, וכמעט בלתי אפשרי להשיג את ה"שליש" הדרוש לאישור של עסקה ללא הסכמתם.

אכן, בסוגיה זו עלה בידנו לאפשר לבעלי המניות לקחת את גורלם בידיהם, ולא להפקידו בידי רשויות חיצוניות.

(ב) דוגמא שנייה: חילוטי מניות

מנגד, ברצוני להדגים מקרה שבו כוונתנו, או לפחות כוונתי, לא עלתה יפה. מדובר ב"רכישת מניות המיעוט בידי בעל השליטה בחברה ציבורית" לפי סימן א' לפרק השלישי ("מכירה כפויה של מניות") אשר בחלק השמיני ("רכישת חברות") בחוק. כאן מדובר בבעל שליטה בחברה המבקש לרכוש את יתרת המניות שנותרו בידי הציבור. אם הרוב המכריע של בעלי המניות מוכנים למכור לו את מניותיהם במחיר שהוא נוקב (להלן: מחיר ההצעה), כך שמספר המניות הצפות שתיוותרנה בשוק הוא מזער, ברור כי החברה עתידה להימחק מן המסחר. אכן, סעיף 339 קובע כי במקרה כזה החברה תיהפך לחברה פרטית. אפשרות זו עלולה לגרום לניצעים להיענות לניסיונות הרכישה של בעל השליטה כמעט בכל מחיר הצעה שהוא, כי החלופה של המשך החזקה במניות מיעוט בחברה שנמחקה מן המסחר והפכה לחברה פרטית היא ללא ספק האלטרנטיבה הגרועה ביותר.⁴⁰ גם כאן יש, לכאורה, דרך פשוטה ואלגנטית לצאת מן המיצר. ניתן לקבוע בחוק כי בעל השליטה לא ידחוק את רגליהם של בעלי מניות המיעוט מן החברה (לא יעשה "חילוטי", או, באנגלית, "freezeout") אלא במחיר הוגן.⁴¹ אך השאלה האם מחיר ההצעה הוא למעשה מחיר הוגן יכולה להיות מוכרעת רק על ידי האח הגדול, ואילו אנו

40 אלטרנטיבה זו היא כל כך גרועה, מכיוון שעם מחיקת המניות מן המסחר, בעל המניות עלול לאבד את יכולתו לממש אותן. מאחר שתברות פרטיות אינן נוהגות לשלם דיבידנד (בעלי העניין מושכים לעצמם הטבות מן החברה בדרכים אחרות), מניותיה של חברה פרטית בידי מי שאינו מקורב לצלחת באמת אינן שוות הרבה. גם אילו נמצא קונה שהיה מוכן, בנסיבות מיוחדות, לרכוש את מניותיו של בעל מניות מיעוט שכזה, תמורת הרכישה היתה מחויבת במס רווחי הון, בעוד מכירתן של מניות הרשומות למסחר פטורה ממס. התשש להילכד כבעל מניות מיעוט בחברה התחילה להיות חברה ציבורית (a "going private" transaction), די בו כדי להבהיל כל ציבור רציונלי של ניצעים, ולגרום להם להציע את מניותיהם למכירה בכל מחיר שהוא, לרבות מחירים שבעיני הניצעים עצמם נופלים בשיעור ניכר משווי המניות של החברה בזמן ההצעה, קרי כל עוד היא חברה ציבורית. התובנה הבסיסית על הסיטואציה התורתית-משחקית הזו (שכל שחקן רציונלי עלול למכור במחירים תת-אופטימליים מתוך החשש שמעשי השחקנים האחרים עלולים לפגוע בשווי מניותיו) נטבעה לראשונה על ידי Lucian Bebchuk, "Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers," 98 Harv. L. Rev. 1963 (1985).

41 כדי לפסוק האם מחיר פלוני הוא הוגן, יש להעריך את שווייה של החברה. הפן הדיוני של רעיון זה מתבטא במתן סעד של הערכה למיעוט המסתייג. סעד ההערכה (appraisal rights) הוא רעיון השאוב, בעיקרו, מדיני המיזוג. ראו, למשל, סעיף 262 לחוק החברות של דלור. ראו גם פרק 13 למודל התקיקתי הידוע כ-"Revised Model Business Corporation Act", אשר אומץ בכמה ממדינות ארצות הברית. ראו גם דברי ההסבר המפורטים, שם.

חפצנו להותיר את ההכרעה לבעלי הדבר עצמם.⁴² הטכניקה שנקטנו בה הייתה לאסור על ביצוע הרכישה על ידי איסוף מניות בשוק, וחזונו של בעל השליטה לממש את כוונתו בהצעת רכש מסודרת (סעיף 336). הצעת הרכש הזו חייבת להיות מופנית אל כל בעלי מניות המיעוט. אם מספר הניצעים שסברו כי מחיר ההצעה הוא הולם ולפיכך נענו לה הוא כזה ששיעור המניות בידי המציע עולה על תשעים וחמישה אחוזים, החוק מחייב את המציע לרכוש באותו מחיר גם את חמשת האחוזים (או פחות) הנותרים. לעומת זאת אם שיעור המניות שבידו נופל מתשעים וחמישה אחוזים, אין הוא רשאי לעבור את סף התשעים אחוזים, ועליו למנן את עודף ההיענות להצעת הרכש (אם יש עודף היענות כזה) באופן יחסי (פארי פאסו) (סעיף 337). במצב דברים כזה איש מן הניצעים לא יראה את עצמו אנוס להיענות להצעת הרכש במחיר ההצעה אם הוא סבור כי המחיר איננו הולם, שהרי ידוע לו כי בכל מקרה לא ימצא את עצמו כבעל מניות מיעוט בחברה שנמחקה מן המסחר והפכה לחברה פרטית. אחדים מן הניצעים עלולים אמנם למצוא את עצמם במצב שבו מניותיהם נלקחות מהם כנגד רצונם במחיר ההצעה, והרי זו, כביכול, פגיעה חמורה בזכות הקניין שלהם. מדוע עשינו זאת? משלוש סיבות. בראש ובראשונה, מחיר ההצעה הוא בהכרח גבוה יותר ממחיר השוק. אלמלא כן, איש לא היה נענה לה, והיה מעדיף למכור את מניותיו בשוק (במחיר הגבוה) ולא למציע (במחיר ההצעה הנמוך). ניתן על כן לטעון, כטיעון סף, כי בעלי מניות המיעוט לא קופחו, כי קיבלו חלק מניותיהם מחיר גבוה יותר מן המחיר שהשוק מייחס לאותן מניות. שנית, החלופה למה שעשינו, כלומר הימנעות מהפקעת מניות המיעוט במחיר ההצעה, הייתה יכולה להיות עוד יותר גרועה עבור הניצעים, מכיוון שאז שווי מניותיהם היה עלול כמעט להתאפס, עם מחיקת החברה מן המסחר והפיכתה לחברה פרטית. שלישית, העובדה כי רוב בעלי המניות הסכימו ללא לחץ וללא מורא למכור את מניותיהם למציע במחיר ההצעה היא ראיה בהחלט סבירה לכך שמחיר ההצעה היה מחיר הוגן. למעשה, זו הדרך היחידה לכבד את קניינם של בעלי המניות מקרב המיעוט ולתת להם עצמם (כלומר לרוב מניינם) את ההחלטה האם למכור את מניותיהם במחיר ההצעה אם לאו. לפי דעתי, זהו מודל נקי לגמרי של שלטון המשקיעים, ולא שלטונו של האח הגדול.

42 אין זה מיותר לציין כי גם חוקי החברות המקובלים בארצות הברית אינם מספקים סעד מפורש של הערכה למצבים שאינם מוגדרים כ"מיוזג". מאחר שמכירה כפויה של מניות (freezeout) מלווה לעתים קרובות במיוזג, ניתן להגניב את הסעד הזה דרך הדלת האחורית, וכך הדבר מתבצע גם הלכה למעשה. דא עקא, שבניגוד לדעה המקובלת, שסעד ההערכה משמש כמגן לבעלי מניות המיעוט כנגד שרירות לבו של הרוב, ברוב המקרים הוא משמש כנשק דווקא בידי הרוב כנגד המיעוט: הרוב הוא זה הטוען לעתים קרובות כי זמינותו של סעד ההערכה חוסמת בפני המיעוט את זכותו להיעזר בסעדים אחרים למניעת הרכישה הכפויה, או, במלים אחרות, סעד ההערכה הוא תרופתו היחידה של המיעוט. במדינות רבות, גישה זו זוכה לגיבויים של בתי המשפט. ראו, למשל, *Yanow v. Teal Industries*, 178 Conn. 262, 422 A.2d 311 (1979). זוהי, בעיקרו של דבר, גם הגישה בדלור, אם כי במדינה זו בתי המשפט מוכנים לסטות ממנהגם במקרים קשים של שימוש לרעה בזכות (כגון מרמה). ראו *Weinberger v. UOP*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

אך כאן קרתה תקלה. במהלך הדיונים בכנסת, התפתח שיח על זכויות קניין, ועל החשש שמא הפקעת זכויותיהם של בעלי המניות המסתייגים במחיר ההצעה היא הפקעה לא חוקתית. לא זכור לי מי פתח בשיח חוקתי זה וכיצד התגלגל. אך ברי לי לאן התגלגל, קרי לסעיף 338 לחוק החברות:

(א) בית המשפט רשאי, לבקשתו של מי שהיה ניצע... לקבוע, כי התמורה בעבור המניות היתה פחות משוויין ההוגן, וכי יש לשלם את השווי ההוגן, כפי שיקבע בית המשפט.

(ב) ...ניתן לבקש להגיש בקשה כאמור בסעיף קטן (א) כתובענה ייצוגית...

אכן, האח הגדול במלוא הדרו. בית המשפט, שאין לו כלים לדעת האם מחיר ההצעה היה "הוגן",⁴³ מחזמן עתה להיכנס לעובי הקורה ולפסוק את פסוקו, וזאת בניגוד גמור לאיונים העדינים שארגנו בסוגיה לא פשוטה זו. החיפזון בחקיקתו של סעיף מחיר זה ניכר אפילו בלשונו העילגת ("ניתן לבקש להגיש בקשה"), אך הוא ניכר עוד יותר בתוצאותיו הקשות. נגיה כי בית המשפט אכן ייענה להזמנה ויקבע כי מחיר ההצעה לא היה "הוגן", ויקבע מחיר "הוגן" אחר תחתיו. הואיל וניתן לקבל את הסעד הזה בתובענה ייצוגית, אני מגיה כי המחיר "ההוגן" יחול לא רק ביחס לבעל המניות התובע, אלא ביחס לכלל הקבוצה, שכן הסתם תכלול את כל הניצעים בהצעת הרכש. המציע יאלץ, אם כן, לשלם מחיר גבוה יותר ממה שהציע לכל הניצעים בהצעת הרכש, וזאת למרות שהם עצמם הביעו, באופן קולקטיבי, את שביעות רצונם המלאה ממחיר ההצעה. יש לשער כי הפגיעה בקניינו של המציע, שיחויב עתה לקיים חוזה שלא עלה על דעתו לכרות, לא הטרידה את מנוחתם של מציעי הסעיף ומנסחיו. יתרה מזו, החשש כי בית המשפט יטרוף לו את הקלפים בדיעבד, ויאלץ אותו להגדיל את התמורה המרבית שהוא מוכן לשלם בעד

43 הטכניקה המקובלת על בתי המשפט בקביעת שוויין של חברות היא הסתמכות על עדותם של עדים מומחים. כל מי שבקי בפרקטיקה בנושא זה מודע לכך כי מספר ההערכות הינו כמספר המומחים, והן נבדלות זו מזו לעתים קרובות בצורה קיצונית. הסיבה איננה – או לפחות איננה רק – נכונותם של המומחים להתאים את הערכתם לרצונו של המומין, אלא גם בכך שמלאכת ההערכה איננה מרע מדויק. נזילותן הרבה של הערכות השווי נובעת משתי סיבות מרכזיות. האחת היא שנוסחאות שונות מניבות תוצאות שונות, והבחירה בין הנוסחאות תלויה בנטיית לבו של מי שמשמש בהן. הסיבה השניה היא כי כל אחת מנוסחאות חישוב השווי מתבססת על נתונים שניתן לאמוד אותם רק על דרך ההשערה (כגון, שיעור התשואה העתידי של החברה, שינויים אפשריים בשער הריבית במשק וכדומה). ברור שכל חישוב, מדויק ככל שיהיה, המבוסס על נתונים משוערים, אינו יכול להניב אלא תוצאות משוערות. גם כאשר זוגות את ההסתמכות על סעדי הערכה ומותירים את ההכרעה בידי בעלי המניות, החלטתם של בעלי המניות נסמכת על אמונות סובייקטיביות ואיננה "מדעית". ואולם לבעלי המניות יש אינטרס טוב משל כל אחד אחר לקבל את ההכרעות המשרתות את ענייניהם, כי הסחורה הנמכרת היא הרכוש הפרטי שלהם, ולא של מעריכי השווי למיניהם.

מניות המיעוט, תתפרש מעתה בעיני המציע כמעין מס על הגשת ההצעה, ותביא לכך כי מספר ההצעות שמציעים שכמותו יציעו בשיווי משקל יהיה נמוך יותר מן האופטימום החברתי.⁴⁴

הנה כי כן, החוק איננו מושלם. אך הוא גם איננו מקולקל לחלוטין. תקוותי הגדולה היא כי למרות כל התקלות, עלה בידנו ליצור מוצר איכותי. אני מקווה גם כי תפיסת העולם המפעמת בו לא עומעמה, וכי כאשר החוק יגיע, בכל זאת, ולמרות הכל, אל האח הגדול מכולם, אל בית המשפט, יהיה בה, בתפיסה זו, כדי לסייע בפרשנותו, ולעשות אותו ראוי למה שקוונו שיהיה.

44 מהו מספר ההצעות ה"נכון" שראוי להן להתקבל על ידי הניצעים? בעניין זה אין הבדל בין המשאב הקרוי "חברה" (או "מניות מיעוט בחברה") לבין כל משאב אחר. ראוי מבחינה חברתית כי משאב פלוני יעבור מידי המוכר לידי הקונה אם הוא "שווה" לקונה יותר ממה שהוא שווה למוכר. ההנחה היא כי אם המשאב שווה לקונה יותר, הסיבה היא כי תפוקתו בידי הקונה גבוהה מתפוקתו בידי המוכר (למשל, הקונה הוא איכר, המוכר הוא סוכן בורסה והמשאב הוא טרקטור חקלאי). רצוי מבחינה חברתית כי המשאב יעבור, בעסקת שוק, מן המוכר אל הקונה, כאשר שוויו בעיני הקונה הוא יותר גדול, מכיוון שהחברה כולה תאדיר את עושרה כתוצאה ממסירתו של המשאב לשלטונו של הקונה. חשיפתו של קונה מניות לסיכון כי יאלץ לשלם יותר ממה שהסכים עם המוכרים, עלולה להגיא אותו מלהיכנס לעסקה גם כאשר שווי המניות עבורו גדול משווין עבורם.