

מודל חדש לחובות אמון של מנהלי חברות

מאת

ד"ר אירית חביב-סגל*

מבחינה היסטורית התפתחו חובות האמון של מנהלי-חברות במסגרת הדיכטומית של חובת הנאמנות, המהווה ענף של דיני עשיית עושר ולא במשפט; וחובת הזהירות, המהווה ענף של דיני-הנזיקין. מאמר זה מנתח באופן מופשט את תהליכי קבלת ההחלטות של בעלי-מניות ומנהלים, באכיפת חובות האמון על-פי המסגרת הקלסית, ומראה כי בשל פערי האינפורמציה, לא ניתן לצפות לאכיפה משמעותית של חובות אמון אלו. המאמר מציע אפוא מודל חדש שמהותית, יתק את חובות המנהלים הן מדיני עשיית עושר ולא במשפט והן מדיני-הנזיקין, לטובת תפישה קונספטואלית המשייכת את החובות לתחום של אכיפת הסכמים; ופרוצדורלית, יתאים את הבירור המשפטי המתנהל כתביעות על הפרת חובות מנהלים לפערי האינפורמציה המכבידים על בעלי-המניות בהוכחת תביעתם. לבסוף מראה המאמר גם, שתיקון מס' 4 של פקודת החברות כבר שינה באופן משמעותי מן ההסדר הקלסי וקידם את ההסדר הפוזיטיבי של חובות האמון לעבר המודל המוצע. לכן, מעבר לקריאה לרפורמה חקיקתית נוספת ברוח המודל המוצע, מציע המאמר גם פרשנות לתיקון מס' 4, אשר תחייב עם המסקנות בחלקו המופשט של הדיון.

א. כללי. ב. ההסדר המוצע; 1. ההסדר הקלסי באכיפת חובות מנהלים וליקוייו; (א) ההסדר הקלסי באכיפת חובות מנהלים – תיאור; (ב) ההסדר הקלסי באכיפת חובות מנהלים – הליקויים; 2. המודל המוצע באכיפת חובות מנהלים; (א) המודל המוצע – תיאור; א. חובת האמון המהותית על-פי המודל המוצע; ב. הליכי האכיפה של חובת האמון המהותית על-פי ההסדר המוצע; (ב) המודל המוצע – פתרונות לליקוייו של ההסדר הקלסי. ג. תיקון מס' 4 – דרישת הרציונל העסקי והפרוצדורה באכיפתה; 1. תוצאותיה של אסטרטגיית אי-הגילוי מצד דירקטורים נושאי משרה בחברה; 2. שיקולים כמתן היתר לניהול תביעה נגזרת; 3. חובת הזהירות של דירקטור נושא משרה בחברה; 4. חובת האמנים של דירקטור נושא משרה בחברה. נספח.

* מרצה, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל-אביב.
תודתי נתונה לד"ר זוהר גושן, לפרופ' מנחם מאוטנר, לד"ר אריאל פורת ולחברי מערכת כתב-העת משפטים על הערותיהם המועילות לנוסח קודם של המאמר.

א. כללי

מבנה החברה המסחרית מתאפיין בין השאר ב"ניהול ריכוזי" (centralized management): בעוד שהמשקיעים בהון-המניות של החברה נהנים מרווחיה השיריים, מופקדות סמכויות הניהול בידי האורגנים הנפרדים של הדירקטוריון וההנהלה המעשית¹. מוסכמה מקובלת היא, שמבנה הניהול הריכוזי הוא מבנה יעיל, ומאפשר הן לבעלי-ההון והן לבעלי כישורי הניהול לנצל איש איש את יתרונותיו היחסיים: מחד גיסא, מבנה זה מאפשר למשקיעים בהון להנות מן התשואה של העסק מבלי ליטול חלק פעיל בניהולו ואף לפזר את השקעותיהם על-פני חברות שונות, וכך להנות מיתרונותיו של תיק-השקעות מפורז; ומאידך גיסא, מי שרכש את הכישורים הטכניים המורכבים ונכון להתמחות בעסק הספציפי שבו מדובר וליטול חלק אקטיבי בהפעלתו, מבנה הניהול הריכוזי מאפשר בידו לעסוק בניהול עסקים, אף בהעדר העושר הראשוני הנדרש ביזמתם². לכן מקובל לראות בחברה המודרנית משום הסדר הסכמי, שלפיו³ משקיעים הראשונים מקורות הון בתמורה לתשואה הנצברת עליהם והאחרונים מתחייבים מצדם לספק את מקורות הניהול, בתמורה לתגמולים מוסכמים מראש⁴. משקיעי ההון מוותרים על השליטה האינדיבידואלית במקורות הונו בתמורה ליתרונותיו של הניהול המתואם וההומוגני מצד הנהלת-החברה⁵. ההסדר ההסכמי בין בעלי-המניות לבין ההנהלה המעשית והדירקטוריון קובע באופן כללי וגמיש את התחייבותם של האחרונים לקבל החלטות עסקיות בשם החברה, לטובתם של בעלי-מניותיה; היינו, להפעיל את החברה על-פי החלטות המבוססות על האינפורמציה הנדרשת ומכוונות למקסום השווי המצוי של החברה לבעלי-מניותיה (להלן: דרישת הרציונל העסקי).

כמו לגבי כל הסדר הסכמי אחר, נדרשת מערכת-אכיפה כלשהי אשר תבטיח כי נושאי המשרה בחברה אכן מקיימים את התחייבויותיהם ותטיל על נושאי-המשרה את העלויות המלאות של ההפרה, כאשר זו מתרחשת. כדי שתישמר יעילותו

1 על ההפרדה בין בעלות לשליטה ראה א' חביב-טגל, "זכויות הצבעה והפיקוח על מנהלי חברות ציבוריות" עיוני משפט טו (תש"ן) 509, והאסמכתאות שם.

2 ראה R. A. Posner, *Economic Analysis of Law*, (Boston, 3rd ed., 1986) 384; F. Easterbrook, "Manager's Discretion and Investors' Welfare — Theories and Evidence" 9 *Del. J. of Corp. L.* (1984) 540; Werner, "Management, Stock Market and Corporate Reform, Berle and Means Reconsidered" 77 *Col. L. Rev.* 1977; Winter, "State-Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation" 6 *J. of Legal Studies* (1977) 251.

3 כפי שיתבהר להלן, כמו ביחסים חוזיים, מקור החיובים ההדדיים של בעלי-המניות והמנהלים הוא בהסכמה שביניהם, אלא שאופי ההתקשרות שונה מן ההתקשרות החוית הרגילה, כאשר לשוני זה השפעה קריטית על אמצעי-האכיפה של חיובי הצדדים. לכן בחרתי להשתמש במונח "הסכם" ולא במונח "חוזה".

4 לתפישת החברה כ"אוסף של חזרים" ראה A.A. Alchian & H. Demsetz, "Production, Information Costs, and Economic Organization" 62 *Am. Econ. Rev.* (1972) 777; M.C. Jensen & W.H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure" 3 *J.F.E.* (1976) 305. אך לסייגים לגבי תפישה זו ראה L.A. Bebchuck, "Limiting Contractual Freedom in Corporate Law — The Desirable Constraints on Charter Amendments" 102 *Harv. L. Rev.* (1989) 1820.

5 ראה Hansmann, "Ownership of The Firm" 4 *J. of L.Econ. & Organization* (1988) 267.

של מבנה הניהול הריכוזי בהפעלת עסקים, נדרש מנגנון אפקטיבי המבטיח כי בהעדר רציונל עסקי לא יעשו המנהלים כל שימוש בשליטתם על מקורותיה של החברה. תפקיד חשוב זה ממלא ההסדר המשפטי הקובע את חובות האמון של מנהלי-חברות⁶. ההסדר המשפטי של חובות האמון מחייב את מנהלי-החברה לעשות שימוש בכוחם הרכ רק למטרה שלשמה הופקד בידיהם הכוח – קרי: למקסום שוויה של החברה – ומסדיר את התרופות שבעלי-המניות והחברה זכאים להן בכל מקרה של הפרה. אמנם, בעלי-המניות האינדיבידואלי לא יוכל בדרך-כלל להשפיע על תהליך קבלת ההחלטות בחברה, אך נשמר בידי הכוח לפנות לבית-המשפט, בתביעה כנגד מקבלי ההחלטות, כל-אימת שאלה הפרו את התחייבותם לפעול רק על-סמך רציונל עסקי⁷.

ההסדר המשפטי של חובות האמון של מנהלים משלים, אפוא, את מבנה הניהול הריכוזי ומבטיח את יעילותו. עם זאת, הצלחתו של ההסדר בהשגת מטרותיו אינה טריביאלית. אכיפת ההסכם שבין מנהלי-החברה לבין החברה ובעלי-מניותיה היא בעייתית במיוחד, בהשוואה לאכיפת חוזים רגילים: בעוד שיחסים חוזיים רגילים מבוססים על הבטחות הדדיות המפורטות בחוזה⁸, הרי שהמציאות העסקית הדינמית דורשת ניסוח מראש (*ex ante*) של סמכויות המנהלים כלשון של פררוגטיבות גמישות ובלתי-מגבילות, המתירות להם מרחב חופש ניכר להתאים את ניהול החברה לצרכיה הדינמיים⁹; ובדיעבד (*ex post*), בעוד שהפרת החוזה תהיה בדרך-כלל ידועה לצד הנפגע, הרי שכאשר מפרים מנהלי-החברה את התחייבותם לפעול רק על-סמך רציונל עסקי, תיוותר ההפרה בלתי-ידועה לבעלי-המניות¹⁰.

מן הזווית המשפטית יוצר השילוב של שני מאפיינים אלה בעייתיות מיוחדת: מחד גיסא, ההסתברות הנמוכה לאיתור ההפרה על-ידי הצדדים הנפגעים מגבירה

6 האכיפה המשפטית על-ידי חובות האמון אינה המנגנון היחיד לפיקוח על מנהלי-חברות. להצגה כללית של המנגנונים המשמשים למטרה זו, ראה א' פרוקצ'יה, דיני חברות חדשים בישראל, דין נוהג, דין רצוי ודרך לחקיקה (תשמ"ט); א' חביב-סגל, (לעיל, הערה 1), והאסמכתאות המפורטות שם. עם זאת, במאמר זה נסתמך על ההנחה המקובלת, שלפיה אין המנגנונים האחרים מייתרים את ההסדר המשפטי של חובות האמון וכך נצמצם את הדיון לניתוח ההסדר הרצוי באכיפת חובות המנהלים.

7 אם כי אפשרויות התביעה של בעל המניות האנדיבידואלי מוגבלות על-פי דיני התביעה הנגזרות. ראה פרוקצ'יה (לעיל, הערה 6), 416-397; י' גרוס, דירקטורים ונושאי משרה בחברה (תשמ"ט) 378; ולהלן, בפסקה 2.2.

8 מבנה זה בא לביטוי בדרישות גמירות-הדעת והמסוימות. ראה סעיפים 1 ו-2 לחוק החוזים (חלק כללי), תשל"ג-1973, ס"ח תשל"ג 694.

9 כשלונן של הקבנה המבוסס על ריסון כוחם של מקבלי ההחלטות בדרך של פירוט הבטחות הדדיות, ככל שמדובר בתחום העסקי, בא לידי ביטוי בכשלונן של דוקטרינת אולטרא-וירוס – דוקטרינה שביקשה למעשה לרסן את כוחם של מקבלי ההחלטות בדרך של הגבלת כוחם לפעול על-פי הסמכויות המפורטות במסמכיה הפנימיים של החברה. על תפקידם החשוב של הגמישות ושיקול-הדעת בדי מקבלי החלטות ראה A. G. Anderson, "Conflicts of Interests — Efficiency, Fairness, and the Corporate Structure" 25 U.C.L.A. L. Rev. (1978) 738.

10 להבדיל, למשל, מתחזה-מכר רגיל, שבו ידע כל אחד מהצדדים על הפרת החוזה בידי הצד האחר, הרי שלאור ההפרדה בחברה, בין האורגנים המופקדים על קבלת ההחלטות לבין בעלי-המניות האינדיבידואליים, בדרך-כלל ידעו אותם בעלי-המניות שאינם נוטלים חלק פעיל בניהול, רק את המחיר הסופי של מניותיהם או את שווי הדיבידנד שחולק. בעיית האינפורמציה טבועה במבנה הניהול הריכוזי ומחמירה באופן דרסטי בחברות הציבוריות.

את פוטנציאל ההפרה ואת חשיבותם של מנגנוני-אכיפה אפקטיביים לצמצומם¹¹; ומאידך גיסא, על הדין להתחשב בגילוי רצונם של הצדדים לשמר בידי מקבלי ההחלטות בחברה גמישות וחופש-פעולה מירביים להתאים את ניהול החברה לסביבה העסקית הדינמית. הערך החיוני של גמישות וחופש-פעולה בידי מקבלי ההחלטות בחברה מחייב להימנע מפתרונות משפטיים הנסמכים על סטנדרטים נוקשים ודירקטיבות המפורטות בדין להתנהגות ראויה של מנהלי-חברות¹².

לכן שורש הבעייתיות בעיצוב מנגנון רצוי לאכיפת חובות מנהלים נעוץ בצורך ליישב את ההתנגשות הנגלית שבין הערך החיוני של שמירת הגמישות וחופש הפעולה בידי מנהלי-החברה, מחד גיסא, לבין הנטייה הבלתי-נמנעת לעבר סטנדרטים נוקשים, כדי להתגבר על הקשיים באיתורן ובהוכחתן של ההפרות, מאידך גיסא (להלן: הקושי האינהרנטי באכיפת חובות מנהלים).

עם זאת, מקורותיהן הפוזיטיביים של חובות האמון אינם נעוצים בניתוח מופשט של הסוגיה, אלא בהתפתחות הקונקרטית והאינדוקטיבית של המשפט המקובל. עם המעבר מניהול עסקים בנאמנויות אל מבנה החברה המודרני, נקל היה לבתי-המשפט לגזור את אחריות המנהלים כאנלוגיה לאחריותם של נאמנים ולהחיל לגבי מנהלי-החברות את חובות האמון החלות על הנאמן. כמו הנאמן, נדרש גם הדירקטור לעשות שימוש בכווחו הרב לטובתה של החברה, ולא לטובתו האישית או לכל מטרה אחרת¹³. להבדיל מחובת הנאמנות, התפתחה חובת הזוהירות של הדירקטור על-יסוד הבחנתו מן הנאמן. מנהל-החברה מקבל החלטות הכרוכות בסיכון כחלק שוטף של פעילותו לטובתה של החברה, ולכן הכפפתו לחובת זוהירות כזו של הנאמן, החב באחריות חמורה של שומר-שכר לכל נזק שנגרם לנכסי הנאמנות¹⁴, עלולה להרחיעו מביצוע ראוי של מלאכתו. בהתאם לכך נפסק, כי לטובתה של החברה אין לתבוע מן הדירקטור לעמוד ברמות גבוהות של חובת זוהירות¹⁵.

חובת הנאמנות נקשרה, אפוא, כריני עשיית עושר ולא במשפט, המתרכזים

11 באופן כללי גדל פוטנציאל ההפרה ככל שגדל הפער: $ER=Wm-pD$ כאשר: Wm – הרווח הצפוי למנהל מהפרה. p – הסתברות תפישת D – חבות המנהל הצפויה על-פי פסק-הדין. ER – תוחלת הרווח לנושא המשרה מן ההפרה. בהתקיים יחס ישר בין D ל- U , הרי ככל שהסתברות p נמוכה יותר, כן גדל ER וגדלים תמריצי ההפרה בהתאם לכך. ראה M. Landes & R. Posner, "The Private Enforcement of Law" 4 *J. of Legal Studies* (1975) 1.

12 עלויות אלו, המוכרות בכינוי *bonding costs* ומאפיינות את יחסי השליחות, גדלות ככל שקשה לצפות מראש את כל הפעולות העתידיות העשויות להיטצא כדאיות לבעלי-המניות, היינו: ככל שהסביבה שהשלוח צפוי בה לקבל החלטות בעתיד, הופכת לדינמית יותר. כלכלית, יעיל להיכנס ל-*bonding activities* רק עד לנקודה שבה עלויותיהן השוליות עולות על תועלתן השולית. ראה Jensen & Meckling, *supra* note 3.

13 ראה L.C.B. Gower, *Principles of Modern Company Law* (4th ed., 1979) 57 (לעיל, הערה 6), 381-334.

14 ראה סעיף 12(א) לחוק הנאמנות, חשל"ט – ס"ח חשל"ט 941. אמנם, סעיף 12(ב) מקנה סמכות לבית-המשפט לפטור מאחריות את הנאמן אשר פעל בתום-לב ונתכוון למילוי תפקידו, אלא שסייג זה צריך להתפרש כחריג שאינו משנה את הבסיס הכללי לאחריות.

15 ראה *In re City Equitable, Fire Insurance Co.*, [1925] Ch. 407.

בהתעשרותו העצמית של המפרק¹⁶, בעוד שחובת הזהירות התפתחה כענף של האחריות הנזיקית, המתרכזת ביסודות הרשלנות ובפיצוי החברה הנזוקה על הנזק שנגרם לה. זאת ועוד: התהליך של פיתוח חובות מנהלים בדרך של יצירת אנלוגיות וגזירת הבחנות בין הנאמן לדירקטור הביאה לרמות שונות של התערבות שיפוטית בהחלטות מנהלים. בעוד שסטנדרטים נוקשים שימשו באכיפת חובת הנאמנות של מנהלי-חברות, נבחר הסטנדרט המקל של "האדם הסביר הנמצא בעמדה דומה" לאכיפתה של חובת הזהירות¹⁷.

גם בספרות המשפטית השאלה אשר משכה את מירב שימת-הלב היא, מדוע נמצאים המנהלים חייבים בהפרת אמונים, כל-אימא שפעולתם היתה נגועה באינטרס אישי, ואף אם זו לא גרמה כל נזק לחברה, ובד-בד ניתן להם להתחמק בקלות מאחריות לנזקים שנגרמו לחברה עקב פעולתם הרשלנית?

תוך שימת דגש במקורה ההיסטורי של ההבחנה בין רמות האחריות השונות קראו חלק מהמלומדים להגברתו של סטנדרט הזהירות. אלה הדגישו גם, כי הסטנדרט המקורי הנמוך נבע מן המציאות השונה שבה נמצא מקצוע הניהול בזמנו והיה כרוך במגמה הקלסית הכללית של בתי-המשפט להימנע מהטלת אחריות על רשלנות מקצועית. עם התפתחותו של מקצוע הניהול ונטישתה של מגמת האיפוק בתחום הרשלנות המקצועית – טענו מלומדים אלה – יש לשנות גם את הדוקטרינה העוסקת בחובת הזהירות של מנהלי-חברות¹⁸.

מלומדים אחרים הדגישו דווקא את המסורת הותיקה והעקבית של איפוק שיפוטי, כדי לתמוך בהיפותיזה ההפוכה ולהסיק כי סיבות נורמטיביות כבודות-משקל מצדיקות את הדוקטרינה הקיימת. אלה שמו את הדגש דווקא בקשיים האינהרנטיים לכל התערבות שיפוטית בהחלטות עסקיות, ואף ביקשו להראות שהניגוד בין האיפוק השיפוטי בסוגיית הרשלנות, לבין ההתערבות הנוקשה בהפרות הנאמנות הוא יעיל, מאחר שהוא מתיישב עם מידת האפקטיביות של כוחות השוק בפיקוח על מנהלי-חברות¹⁹.

באופן כללי מהווים כוחות השוק גורם רב-השפעה על תמריציהם של מנהלים: מאחר שתגמוליהם של המנהלים תלויים בשווי המניות של החברה, הרי שיש להם אינטרס אישי במקסום רווחיה; ומכיוון שכל הפרה צפויה להפחית במידה זו או אחרת מערכה של החברה, הרי שהיא צפויה להשפיע באופן שלילי על שווי המניות ולהטיל גם על המנהלים סנקציה כלכלית. אלא שכדי שכוחות השוק יפעלו באפקטיביות באכיפת מנהלי-החברה למלא את התחייבותם כלפי בעלי-המניות, נדרש שתוחלת הסנקציה הכלכלית הצפויה תהא גבוהה דיה על מנת לאיין את כל

16 ראה ד' פרידמן, עשיית עושר ולא במשפט (תשמ"ט) 346.

17 ראה 676 (5th ed., 1985) R. Pennington, *Company Law*; Gower, *supra* note 12, at p. 572; פרוקצ'יה (לעיל, הערה 6), 319; גרוס (לעיל, הערה 7), 303-300. אך ראה ע"א 817/79, 818/73, 582/82, קוסי נ' בנק פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח (3) 253.

18 ראה 678 (supra note 17, at p. 613; Pennington, *supra* note 12, at p. 613; Gower, *supra* note 12, at p. 613; כהן, "חובת הזהירות של הדירקטור בחברה רשומה" מחקרי משפט א (תשמ"א) 134.

19 ראה "The Business Judgment Rule and The Trans-Union Case" D. Fischel, Winter, *supra* note 2; 1437 (1985) 40 *Bus. Law.*; Easterbrook, *supra* note 2.

הרווח הצפוי למנהל מן ההפרה²⁰. אלא שבדרך-כלל, הרווחים הגבוהים הצפויים למנהלי-החברה משימוש בנכסי החברה למטרותיהם הפרטיות עולים בהרבה על הסנקציה העקיפה הצפויה להם מן ההפרה; ולכן, אין כוחות השוק מסוגלים לאיין באופן אפקטיבי הפרות של חובת הנאמנות. לעומת זאת, ניהול רשלני אינו נושא בחובו רווח ישיר משמעותי למנהלים, ולכן נתפשים כוחות השוק כאפקטיביים בפיקוח על רמת הזהירות²¹.

על-פי טיעון זה, עלולה גם כל התערבות משפטית להפר את האיזון הנכון הנוצר בעזרת כוחות השוק והמשקף את העדפותיהם המצרפיות של בעלי-המניות לגבי תשואה וסיכון²². ההתערבות המשפטית עלולה להרתיע את מנהלי-החברה מגטילת סיכונים באופן חמור יותר ממה שהיו מעדיפים זאת בעלי-המניות, וכסך הכול להביא לנזק הרכ מן התועלת. עמדה זו גורסת, שבהעדר כשלון שוק ברור, על בתי-המשפט להימנע מלהתערב באיזון שנוצר בידי השוק²³.

כתוצאה מהתפתחות זו בפסיקה ובעקבותיה גם בספרות המשפטית, לא זכה בשימת לב מספקת הפן הפרוצדוראלי של חובות המנהלים; קרי, הקושי האינהרנטי שבאכיפת חובות מנהלים. הרפורמה החשובה שנעשתה לאחרונה בחוק לתיקון פקודת החברות (אחריות מנהלים) (תיקון מס' 4), תשנ"א-1991 (להלן: תיקון מס' 4)²⁴ התרכזה אף היא בתוכן המהותי של חובות האמון ולא בפרוצדורות הנדרשות באכיפתן: ברוח שיקולי המדיניות שנדונו בספרות, משמר התיקון את המבנה הדיכוטומי של חובות האמון והזהירות²⁵, ואף מתיר לחברות לבטח את מנהליהן נגד אחריות ברשלנות, תוך שהוא מקפיד לאסור על פטור מאחריות להפרות של חובת הנאמנות, הכרוכות בחוסר תוס'לב²⁶. התיקון הגביר את סטנדרט הזהירות, וקבע אותו כסטנדרט "נושא המשרה הסביר" במקום ה"אדם הסביר"²⁷; ועם זאת, ביקש התיקון גם למנוע את התופעות של שנאת סיכון מוגברת מצד המנהלים,

20 ראה 3 *Bebchuck, supra note*.

21 ראה Winter, *supra note* 17; Phillips, "Managerial Misuse of Property — The Synthesizing Thread in Corporate Doctrine" 32 *Rutgers L.Rev.* (1979) 14; R. Cooter & B.J. Freedman, "An Economic Model of the Fiduciary's Duty of Loyalty" 10 *Tel-Aviv Studies in Law* (1991) 197 and the references therein.

22 עקרונית, משקיעים המחזיקים בחיק גירוד-ערך מפור נשאים רק בסיכונים הסיסטמטיים, קרי: אלה הכרוכים בתנודות הצפויות בשוק כולו. בשוק הפועל כהלכה יצליחו למשוך אליהם משקיעים רק אותם עסקים המצליחים להניב עבור בעלי-מניותיהם תשואה המפצה אותם על הסיכון הסיסטמטי הכרוך בהשקעותיהם. במצטר, מביאה התנהגות המשקיעים ליצירתו של שווי תשואת שוק, הנדרש כפיצוי על כל תוספת של יחידת-סיכון סיסטמטית. ראה Brealey & Myers, *Principles of Corporate Finance* (3rd ed., 1988) 175.

23 ראה פרוקצ'יה (לעיל, הערה 5), 330; 2 *Easterbrook, supra note* 17; Fischel, *supra note* 17.

24 ס"ח תשנ"א 132. לאחר תיקון מס' 4 נוספו כבר גם החוק לתיקון פקודת החברות (מס' 5), תשנ"א-1991, ס"ח תשנ"א 216; וחוק לתיקון פקודת החברות (מס' 7), התשנ"ב-1992, ס"ח תשנ"ב 151, אשר שינו מנוסחו של תיקון מס' 4 המקורי.

25 ראה המבוא להצעת החוק, שפורסמה בפקודת החברות (נוסח חדש), (תיקון מס' 4), הצעות חוק חש"ן 138 (להלן: הצעת החוק לתיקון מס' 4).

26 ראה סעיפים 96(ב) ו-96א לפקודת החברות (נוסח חדש), תשמ"ג-1983 (להלן: פקודת החברות).

27 ראה סעיף 96כ לפקודת החברות. אם כי הסדר זה סוטה מהמלצותיו של פרופ' אוריאל פרוקצ'יה, אשר ביקש לשמור את סטנדרט הזהירות הנמוך הקיים. ראה לעיל, הערה 5, בעמ' 330.

על-ידי קביעת הפטור מאחריות על טעויות גרידא בשיקול-הדעת העסקי²⁸. בעיקר קבע התיקון מנגנון-אכיפה פנימי, שלפיו נדרש אִשרור העומד בדרישות הדין מצד אורגן בלתי-תלוי של החברה לכל פעולה או התקשרות הנגועה באינטרסים אישיים – אִשרור המכוון על-פי מבחן "טובתה של החברה".

במאמר זה אטען, כי בשל הקושי האינהרנטי שבאכיפת חובות-מנהלים לא ניתן, וממילא גם לא רצוי, לנתק את הסדר תוכנן המהותי של חובות המנהלים מן הפרוצדורות הנדרשות באכיפתן. בחלקו הראשון של המאמר אציע מודל חדש לאכיפת חובות מנהלים. לאחר שאציין את הפרוצדורות הקלסיות בתביעות נגד מנהלים ואצביע על הליקויים הכרוכים בהסדר זה, אראה כיצד צפוי המודל המוצע לפתור ליקויים אלה ולהביא לאכיפה אפקטיבית של חובות המנהלים. על רקע ניתוח זה אבהיר גם כיצד קשור תוכנן המהותי של חובות הנאמנות וחובות הזהירות הקלסיות בקשיי האכיפה האופייניים להתקשרויות אלו, ומדוע לא ניתן לנתק את שיקולי המדיניות הכלכליים אשר נדונו בספרות מן הקושי האינהרנטי שבאכיפת חובות המנהלים.

בשנים האחרונות התעניינה הספרות הכלכלית במודלים המנתחים קבלת-החלטות רציונליות בתנאים של אינפורמציה לא-מלאה. שימת-לב מרובה ניתנה לניתוח סיסטמטי של האינפורמציה שמקבל החלטות אחד יכול לדלות על העדפותיו, אופיו ומעשיו של מקבל החלטות אחר, מניתוח בחירתו של האחרון בין האסטרטגיות השונות שעמדו לרשותו²⁹. הספרות הכלכלית, אשר פיתחה מודלים פורמליים לניתוח הסוגיות הכרוכות בהתקשרויות שבהן מסמך צד אחד את האחר לפעול בשמו (the agency problem), הדגישה במיוחד את בעיית האינפורמציה האינהרנטית ליחסים אלה. ההנחה המקובלת במודלים הכלכליים היא, שבעיית האינפורמציה מטופדת כל אכיפה משמעותית של חובות השלוח בדיעבד (ex post). בהתאם לכך נמצא מרכז-הכובד של המודלים בעיצוב ההסכם האופטימלי מראש (ex ante) בין המנהל (agent) לבין החברה/בעלי-המניות (principal), כך שלראשון יהא התמריץ הנכון לפעול לטובתה של החברה/בעלי-המניות³⁰. המודל המוצע עושה שימוש במתודות הניתוח שהתפתחו בספרות הכלכלית, אך מתרכז דווקא בעיצוב ההסדר המשפטי הרצוי באכיפת התחייבויותיהם של המנהלים כלפי החברה/בעלי-המניות בדיעבד (ex post).

מן המודל המפשט אפנה לתיקון מס' 4 ואצביע בעיקר על שתי תוצאות מרכזיות של הרפורמה בחקיקה: ראשית, אראה כי הגם שהתיקון נראה כמשמר את המבנה הקונספטואלי הקלסי של חובת הנאמנות וחובת הזהירות, הרי שלמעשה, התיקון תואם במידה רבה את תוכן חובות המנהלים על-פי ההסדר המוצע. שנית, אצביע

28 ראה בהצעת החוק לתיקון מס' 4, דברי ההסבר לסעיפים 96 כה ר"כ 96.

29 על ספרות זו ראה באופן כללי Kreps, A Course in MicroEconomics (Cambridge, 1990) 463, and the references therein.

30 הניתוח הכלכלי-משפטי בסוגיה לא העניק משקל רב לבעיית האינפורמציה ולא חרג מן המסורת הדוקטרינרית-דיכטומית של חובות האמון, אלא שם את הדגש בחוסר-האפקטיביות של כוחות השוק באכיפת חובת הנאמנות. ראה לעיל ליד הערות 19-23.

על כך, שהרפורמה שערך תיקון מס' 4 בתוכן חובות המנהלים מחייבת למעשה שינוי גם בהסדר הפרוצדורלי לאכיפתו.
על רקע זה אציע להשלים את פועלו של תיקון מס' 4 בשינוי הדין הקובע את הפרוצדורה של ניהול החביעה נגד מנהלים על הפרת חובותיהם ואצמור על הפרשנות הרצויה לתיקון בטרם התקבלה חקיקה נוספת.

ב. ההסדר המוצע

חלק זה של המאמר מתמקד בניתוח מפשט של ההסדר הקלסי של חובות מנהלים ושל המודל המוצע במקומו. באופן כללי ברור, שניתוח אינטר-דיספלינרי של המשפט מחייב לקלוט אל תוך הניתוח המשפטי לא רק שיקולים ותוצאות מדיסיפלינות אחרות, אלא גם מתודות חשיבה חדשות. עם זאת, קליטתן של מתודות הניתוח המקובלות בספרות הכלכלית מעוררת שאלות וספקות מיוחדים, בשל היותן כרוכות במודלים פורמליים-מתמטיים הזרים בדרך-כלל לקורא/ת המשפטן/ית. ומכאן שאחת השאלות שהניתוח הכלכלי של המשפט מתמודד עמו היא, באיזו מידה ראוי להפוך את הניתוח המשפטי לניתוח הנשען ונעזר בניתוח פורמלי-מתמטי?

שאלה כללית וחשובה זו חורגת במידה ניכרת מנושא המאמר הנוכחי, ועם זאת, נדרשתי בה להכרעה הקונקרטית לכתיבת המאמר עצמו. הדרך שבה בחרתי היא לשלב את רובו של הניתוח הפורמלי בגוף המאמר, אך לעבותו בהצגה מילולית של עיקרי הטיעון והמסר התבוניים בו. תקוותי היא, שכך לא נפגעה שלמותו הפנימית של המאמר ואף ניתן לקוראו ולהבינו מבלי להיזקק לחלקיו הפורמליים.

1. ההסדר הקלסי באכיפת חובות מנהלים וליקוייו

(א) ההסדר הקלסי באכיפת חובות מנהלים – תיאור

בשל מבנה הניהול הריכוזי, אין בעלי-המניות שותפים לכל הפרוצדורה של קבלת החלטות פנימית של החברה, אלא באופן טבעי מגיעים אל בעלי-המניות רק רסיסי אינפורמציה ספורדיים על אופן ניהול החברה ותוצאותיו. לכן, בניתוח של אכיפת חובות המנהלים בדיעבד (*ex post*) מן הראוי לקבוע את נקודת-המוצא בשלב שבו מגיעים אל בעלי-מניות אלה או אחרים רסיסי אינפורמציה המצביעים על האפשרות שמנהלי-החברה הפרו את התחייבויותיהם, ומסיבה זו או אחרת פעלו ללא צידוק עסקי נאות. אז – כפי שמבהיר תרשים מס' 1 – מעמיד ההסדר הקלסי בפני בעלי-המניות שלוש אסטרטגיות פעולה אפשריות: בעלי-המניות יכולים לנסות ולאסוף את האינפורמציה המלאה על פעולות ההנהלה בבירור פנימי עם המנהלים, h_01 ; לפנות ישירות בחביעה לבית-המשפט, h_02 ; או לוותר ולא לעשות דבר, h_03 . אם בוחרים בעלי-המניות לפנות לבירור פנימי, אמורים מנהלי-החברה להחליט אם למסור לבעלי-המניות את האינפורמציה המלאה הכרוכה בפעולה הנדונה, h_11 ; או להתחמק מגילוי משמעותי כלשהו, h_12 .³¹ אם בחרו מנהלי-החברה לגלות לבעלי-המניות את מלוא האינפורמציה הרלבנטית לפעולה, מתברר הסכסוך מחוץ

31 בשלב הראשון נניח, כי כאשר פונים בעלי-המניות בדרישת גילוי למנהלי-החברה, הם יכולים לבחור רק

לבית-המשפט. אז, אם מסתבר שהמנהלים הפרו את חובותיהם, נאכפת אף התרופה במסגרת הבירור הפנימי. אם מנהלי-החברה מסרבים לגלות את האינופורמציה הרלבנטית, שוב נאלצים בעלי-המניות לבחור בין פנייה לבית-המשפט, h_2 , לבין ויתור והימנעות מעשות דבר, h_3 .

בין אם פנו בעלי-המניות ישירות לבית-המשפט, h_0 , ובין אם פנו לבירור פנימי ורק לאחר שנתקלו בסירוב ו/או התחמקות מצד מנהלי-החברה, בחרו לפנות לבית-המשפט, h_2 – נדרשים הם לחצות את משוכת התביעה הנגזרת. אמנם, בשלב מקדמי זה עדיין התובעים אינם צריכים להוכיח את תביעתם, אך עליהם להראות כי בעלי-המניות הם בחברה הנדונה, להצביע על הפרה לכאורה של חובות המנהלים ולשכנע את בית-המשפט כי שיקולי צדק מחייבים את מתן ההיתר לניהול תביעה נגזרת³². מאחר שבשלב בירור המעמד אין בית-המשפט נכנס לבדיקת הראיות שבידי התובעים, יכולים בעלי-המניות להתגבר על חלק מפערי האינפורמציה המכבידים על ניהול תביעתם³³. עם זאת, על בעלי-המניות לנסות ולעבור כבר בשלב המקדמי מרסיסי האינפורמציה החלקיים, שהתגלגלו לידיהם במהלך הטבעי של הדברים, לגיבושו של סיפור הפרה בכתב-תביעה המגלה עילה לכאורה. לכן, במקרים רבים שבהם הפרטים הלא-ידועים לבעלי-המניות קריטיים יותר מן הפרטים הידועים להם, לא ייצלח נסיון הגישור הסטטיסטי על פערי האינפורמציה; ואז, אם אין בעלי-המניות מוותרים מראש על הפנייה לבית-המשפט, ממילא ייכשלו גם נסיונותיהם לקבל היתר לניהול תביעה נגזרת, ותביעתם תיחסם כבר בתום השלב המקדמי.

כאשר נדחית בקשת בעלי-המניות לניהול תביעה נגזרת, לא מוטל כל חיוב על המנהלים, ובעלי-המניות נאלצים לשאת בהוצאות של ניהול התביעה. מנגד, אם מצליחים בעלי-המניות לחצות את משוכת התביעה הנגזרת, שב הנטל אל בעלי-המניות-התובעים, ואלה מתבקשים להוכיח כי מנהלי-החברה הפרו את אחת מחובות האמן. לשם כך נדרשים בעלי-המניות לאתר ולהוכיח את קיומן של טובות-הנאה אישיות אשר הפיקו מנהלי-החברה מן הפעולה והמעידות על כך שהמנהלים פעלו מתוך חיפוש טובות-הנאה אישיות ולא מתוך ראיית טובתה של החברה בכללותה³⁴; או להביא לפני בית-המשפט ראיות המעידות על כך שפעולת

בין שתי אלטרנטיבות: גילוי האינפורמציה או הסתרתה. מובן, שבמציאות יוכלו מנהלי-החברה לבחור גם באסטרטגיה של גילוי חלקי; אלא שכפי שיתברר להלן, אין אפשרות זו משנה מן התוצאות העקרוניות שנבטס בניתוחינו. ראה להלן, בנספח.

32 מקורה של דרישה זו הוא בכלל "א"ה-התערבות" שנקבע בהלכת *Foss v. Harbottle* (1843) 67 E.R. 189. כלל "א"ה-התערבות" נשחק בפסיקה הישראלית והומר בהדרגה במבחנים גמישים המתרכזים בטיב ההצלחה של בעלי-המניות המבקש לתבוע בתביעה נגזרת ובמבחני צדק כלליים. ראה ע"א 726/74 מלונות נה"ם של חוף ארטוף בע"מ נ' כהן, פ"ד ל' (2) 517; ע"א 216/84 באומהקר נ' בנק דיסקונט, פ"ד מ(1) 414; ר"ע 413/84 כהן נ' דיסקונט, פ"ד לח (4) 431; ע"א 273/85 גיל נ' בנק דיסקונט, פ"ד מא (2) 294.

33 ראה ע"א 324/88 בריכל נ' שביט (טרם פורסם; ניתן ביום 27.6.91).

34 זו חובת האמונים הקלאסית. ראה פרוקציה (לעיל, הערה 6), 334-351; גרס (לעיל, הערה 7), 243-277 והאסמכתאות שם; קוסי נ' פריכטונגר (לעיל, הערה 17), והאסמכתאות שם. בכל מקרה, בעלי-המניות התובעים צריכים לאתר ולהוכיח את עניינו האישי של נושא המשרה. ראה *Gimbel v. The Signal*

המנהלים נעשתה תוך הפרה של חובת הזהירות³⁵. אלא שיש לזכור כי איש אינו נוקט טובות-הנאה אסורות בגלוי, ומכאן, שבהעדר גילוי מצד מנהלי-החברה, יקשה על בעלי-המניות לאתר את טובות-ההנאה האישיות שהפיקו המנהלים מן הפעולה; ואם כשלו נסיונותיהם לאתר טובות-ההנאה אישיות כאלו, נאלצים בעלי-המניות להתגבר על רתיעתו הטבעית של בית-המשפט מהתערבות בשיקול-הדעת העסקי ולהראות שפעולת המנהלים נשוא התביעה סוטה מניהול תקין של החברה במידה כזו המעידה בכירור שהפסדי החברה/בעלי-המניות נבעו מרשלנותם של מקבלי ההחלטות בחברה, ולא מסיכונים עסקיים סבירים³⁶. במלים אחרות: בהעדר גילוי מצד המנהלים וכאשר נטלי הראיה והשכנוע מוטלים בעיקר על בעלי-המניות התובעים – להצביע על הפרה של מנהלי-החברה את חובת האמונים או חובת הזהירות – מכבידים פערי האינפורמציה ומציבים בפני המשקיעים בהון-המניות של החברה מכשול כמעט בלתי-אפשרי באכיפת התחייבויותיהם של מקבלי ההחלטות.

בשלב האחרון, אם בכל-זאת מצליחים בעלי-המניות להרים את נטלי הראיה והשכנוע, מטיל בית-המשפט על המנהלים המפרים את העלויות המלאות של הפרתם ו/או מחייבם להשיב לחברה את מלוא הרווח האישי שהפיקו מן הפעולה³⁷. כמורכב, נושאים אז מנהלי-החברה הנתבעים בהוצאות ניהול שני השלבים של התביעה. לעומת זאת, אם כשלו בעלי-המניות בהוכחת תביעתם, לא מוטלת כל סנקציה על המנהלים, ובעלי-המניות-התובעים הם הנושאים בהוצאות ניהול שני השלבים של התביעה.

בכל מקרה, בעלי-המניות והמנהלים אינם יכולים להשפיע על מהלכי האכיפה של חובות האמון והם מקבלים ככללי משחק נתונים הן את תוכן חובות האמון המהותי, והן את ההליכים באכיפתן. בעלי-המניות והמנהלים אף אינם יכולים להשפיע על הכרעותיו הצפויות של בית-המשפט, ולכן הם מקבלים את החלטות בית-המשפט הצפויות ואת הסתברויות הצלחתם של בעלי-המניות התובעים – לקבל היתר לניהול תביעה נגזרת, 'p', ולהוכיח את תביעתם, 'p' – כנתונים³⁸. כתוצאה מכך, מקבלי ההחלטות הרלבנטיים הם בעלי-המניות, התובעים הפוטנציאליים,

Companies Ltd., 316 A 2nd 599, 607 והאסמכתאות שם. כפי שיתבהר להלן, הביא תיקון מס' 4 לשינוי מהותי בתוכנה של חובה זו. ראה להלן, בחלק השלישי של המאמר.

35 ראה לעיל, הערה 15 והאסמכתאות לעיל, בהערה 17.

36 ראה לעיל, ליד הערות 16-20; at p. 603-604; *Gower, supra* note 12.

37 ראה 2 *Regal (Hastings) v. Gulliver and Others* (1942) 1 All E.R. 378; *Boardman v. Phipps* (1966) 3 All E.R. 797

; *Ali E.R.* 721; *Swain v. Law Society* (1981) 3 All E.R. 797; *Abbey Glen Property Corp. v. Stamburg* 85 D.L.R. 2nd 25 (1978); *Development* ; 346 (תשמ"ט)

Consultant Ltd. v. Cooley [1972] 2 All E.R. 162; *Canadean Aero Service Ltd. v. O'Malley* 40

D.L.R. 3rd 371. כל האסמכתאות האלו חוזרות אל הפסיקה המקורית בסוגיה זו, אשר אסרה על הנאמן

לנצל הזדמנויות עסקיות שהגיעו לידיהו במהלך מילוי תפקידו; זאת, הגם שהנאמנות לא יכולה היתה

לנצל את ההזדמנות כעצמה. ראה *Keech v. Sanford* [1726] Sel cas. Ch. 61.

38 כדי לפשט את הדין, נניח כי בעלי-המניות והמנהלים יודעים מראש את ערכי 'p', וכי ערכים

אלה הם ערכים אובייקטיביים. אין הניתוח הנוכחי מתייחס לאפשרות הסבירה של הערכות הסתברות

סובייקטיביות.

והמנהלים, הנתבעים הפוטנציאליים. כרי למקד את הדיון בפערי האינפורמציה שבין בעלי-המניות והמנהלים והאופן שבו פערים אלה מכבידים על אכיפה אפקטיבית של חובות האמן – אתיחס הן לבעלי-המניות הן למנהלים כאל שתי קבוצות הומוגניות ומתואמות³⁹ ואתעלם מהשפעות אפשריות של גורם הזמן, קרי: משחיקה אפשרית של שווי התביעה עקב הימשכותם של ההליכים השיפוטיים.

(ב) ההסדר הקלסי באכיפת חובות מנהלים – הליקויים

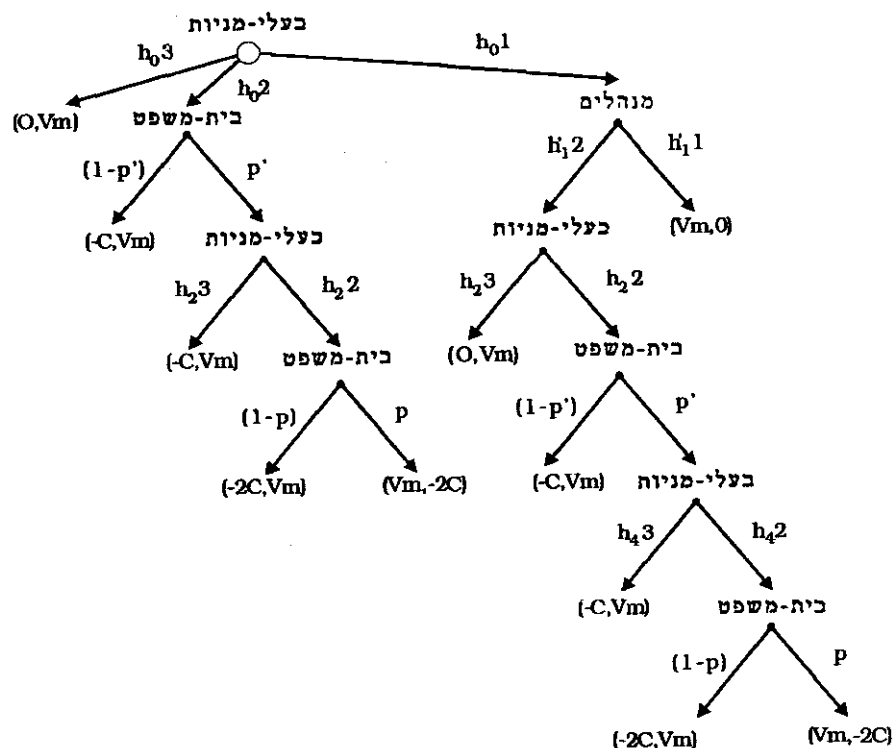
ניתוח של קבלת החלטות רציונליות מורה, שהאסטרטגיה הרציונלית למנהלי-החברה על-פי ההסדר הקלסי היא אסטרטגיית ההתחמקות ממסירת כל אינפורמציה משמעותית לבעלי-המניות בבירור פנימי מוקדם, h'_2 ; בשל פערי האינפורמציה, האסטרטגיה הרציונלית לבעלי-המניות על-פי ההסדר הקלסי היא ברוב המכריע של המקרים – האסטרטגיה של הימנעות מעשות דבר, h_3 . כתוצאה מכך, התוצאה הצפויה להימצא בשיווי-משקל היא ברוב המכריע של המקרים התוצאה של אי-אכיפתן של חובות האמן על המנהלים והטלת עלויות ההפרה על בעלי-המניות⁴⁰.

לכן לקוי ההסדר הקלסי בשלושה ליקויים מרכזיים, המונעים ממנו לשמש מנגנון אפקטיבי באכיפת חובות מנהלים: ראשית, ללא תלות באסטרטגיה הצפויה מצד בעלי-המניות, אין למנהלי החברה כל תמריץ לגלות לבעלי-המניות את האינפורמציה הרלבנטית לקבלת ההחלטות בשם החברה, והאסטרטגיה הרציונלית להם היא h'_2 . שנית, ההסדר הקלסי לקוי גם בתמריץ שהוא יוצר ברוב המקרים, לבעלי-המניות, לבחור באסטרטגיית הימנעות מעשות דבר, והאסטרטגיה הרציונלית להם היא h_3 ; כתוצאה מכך מותיר ההסדר הקלסי את רוב ההפרות ללא תרופה. לבסוף, ההסדר הקלסי מביא לכך שאף אם נאכפות החובות, קורה הדבר רק עקב סיומו של הליך שיפוטי (קרי: בשלב 3 או בשלב 5 בתרשים מס' 1), תוך שהאכיפה כרוכה בעלויות ניהול התביעה המלאות, ואין האכיפה של החובות צפויה לקרות במסגרת של הבירור הפנימי (קרי: בשלב 1, בתרשים מס' 1).

39 התייחסות כזו מתעלמת מתופעות אחרות העשויות להשפיע על אכיפת חובות המנהלים, כגון פיזור בעלי-המניות, ניגודי אינטרסים אפשריים בין בעלי-המניות לבין עצמם או בין מנהלי-החברה לבין עצמם. תופעות אלו הן נושא לדיון נפרד ולא תזכנה בכל שימחלב בניתוח הנוכחי. לפירוט על ההשפעות של פיזור בעלי-המניות ראה פרוקציה (לעיל, הערה 6), 409; הביבסגל (לעיל, הערה 1) והאסמכתאות שם.

40 להצגה פורמלית של שיווי-המשקל ראה הנספח.

תרשים מס' 1: ההסדר הקלטי באכיפת חובות מנהלים



כאשר: C — עלויות ניהול כל שלב בתביעה⁴¹.

Vm — החבות הצפויה למנהלי-החברה, אם בית-המשפט ימצא אותם אחראים בהפרת חובת האמון⁴².

(...) — התשואה הצפויה לחברה/בעלי-המניות (משמאל) ולמנהלים (מי-מין), על-פי התוצאה.

41 מאחר שהנחת, כי העלויות הכוללות (של שני הצדדים ובית-המשפט) של ניהול כל שלב בתביעה הן בשווי C , הרי שעלויות ניהולם של שני השלבים הן בשווי $2C$.

42 אם הפעולה היתה נגועה באינטרס אישי ובית-המשפט צפוי לצוות על המנהלים להשיבו לחברה, מתמוגת החבות עם הרווח האישי למנהל מן ההפרה. עם זאת, מאחר שאנו מניחים רק כי $Vm \geq 0$ וקובעים את נקודת ה-0 בשווי שנותר למנהלים אחרי שנמצאו חייבים בכירור פנימי או בדיון, ואיננו מסילים כל מגבלה נוספת על ערך זה, די בו כדי לייצג אף את חבות המנהלים בהפרות שאינן כרוכות בהחזרות עצמית.

p' — ההסתברות שבית-המשפט יתן היתר לניהול תביעה נגזרת
 $(0 \leq p' \leq 1)$.
 p — ההסתברות להוכחת התביעה כנגד המנהלים. $(0 \leq p \leq 1)$.

לצורך הגיתוח הפורמלי נניח גם, שמקבלי ההחלטות הם רציונליים ואדישים לסיכון. היינו: נניח שלכל אחד ממקבלי ההחלטות פונקציית תועלת המקיימת $U: X \rightarrow R$,⁴³ כך שבעלי המניות יבחרו באסטרטגיה מסוימת, h_j , רק אם:

$$l = 1, 2, 3 \quad \sum_{z \in Z} u_l(h_j(z))p(z) \geq \sum_{z \in Z} u_l(h_l(z))p(z)$$

ומנהלי החברה יבחרו באסטרטגיה המסוימת, h'_i , אם:

$$l = 1, 2 \quad \sum_{z \in Z} u_2(h'_i(z))p(z) \geq \sum_{z \in Z} u_2(h_l(z))p(z)$$

כאשר: Z — קבוצת המצבים האפשריים, כפי שאלה נקבעים בקצותיו של התרשים.
 $h_l(z) = x$ — התשואה הצפויה למקבל ההחלטה, עקב בחירת האסטרטגיה,
כפי שזו נקבעת לפי המצב $z \in Z$.
 $p(z)$ — ההסתברות לאירוע המצב $z \in Z$.

נדון בכל אחד מן הליקויים בנפרד:

(א) מנהלי החברה הם המחזיקים הטבעיים באינפורמציה הרלבנטית לגבי אופן קבלת החלטותיהם ולכן, באכיפת חובות האמון השאלה הקריטית הראשונה היא, אם למנהלי-החברה יש תמריץ לגלות לבעלי-המניות את האינפורמציה הרלבנטית שבידיהם. מכיוון שההסדר הקלסי הולך על-פי מבנה ההתדיינות האדורסרי ומטיל את נטל הוכחת התביעה — ובעקפיץ, את נטל איתור האינפורמציה הרלבנטית ואיסופה לביקורת שיפוטית אפקטיבית — על בעלי-המניות התובעים, הרי שנורמות אי-גילוי מצד המנהלים צפויות להכביד ביותר על אכיפת חובותיהם בידי בעלי-המניות.

כמקבלי החלטות רציונליים, ללא תלות באסטרטגיה הצפויה מצד בעלי-המניות⁴⁴, יבחרו מנהלי-החברה באסטרטגיית הגילוי, h'_i , רק כל-אימת שזו מקנה להם תשואה הגבוהה מתוחלת התשואה שהם צופים לקבל כתוצאה מנקיטת

43 היינו: פונקציית תועלת המתאימה ערכי תועלת ממשיים לכל אחד מערכי התשואה המפורטים בתרשים הזרימה.

44 ההתחשבות באסטרטגיה הצפויה מצד בעלי-המניות עשויה רק לחזק את כדאיותה של אסטרטגיית אי-הגילוי מצד המנהלים, שהרי ממילא לא יגלו מנהלי-החברה את האינפורמציה הרלבנטית אם צופים הם שבעלי-המניות לא יפנו לבית-המשפט.

אסטרטגיית אי-הגילוי, h_1^2 . במלים אחרות: כל-אימת שתוחלת ההפסד מניהול תביעה אפשרית בידי בעלי-המניות עולה על ההפסד המידי שייגרם להם מגילוי האינפורמציה הרלבנטית, יגלו מנהלי-החברה את מלוא האינפורמציה הכרוכה בהחלטה נשוא הבירור הפנימי. אחרת, יעדיפו מנהלי-החברה לנסות ולהכביד על אכיפה שיפוטית של חובות האמון בבית-המשפט וינקטו אסטרטגיית אי-גילוי.

פורמלית, יבחרו מנהלי-החברה באסטרטגיית הגילוי רק כל-אימת שמתקיים:

$$\sum_{z \in Z} u_2(h_1^1(z))p(z) \geq \sum_{z \in Z} u_2(h_1^2(z))p(z)$$

לפי תרשים מס' 1, ללא תלות באסטרטגיה הצפויה של בעלי-המניות, מתקיים תנאי זה כל-אימת ש:

$$0 \geq (1 - p')V_m + p'[p(-2C) + (1 - p)V_m] \quad \leftarrow$$

$$\frac{V_m}{C} \leq \frac{2p'p}{(1 - p'p)} \quad (1) \leftarrow$$

עד כאן לא הטלתי כל מגבלה על סיכוייהם של בעלי-המניות לעבור את משוכת התביעה הנגזרת ולהצליח בהוכחת התביעה, או על היחס שבין עלויות ניהול התביעה לבין שווייה. כדי להגיע לתוצאות הצפויות בדרך-כלל לפי ההסדר הקלסי, מן הראוי לעמוד על מגבלות אלו (קרי: המגבלות על ערכי $(p, p', V_m/C)$): ראשית, סביר להניח כי מאחר שכבר כשלב בירור המעמד נאלצים בעלי-המניות לגבש כתב-תביעה המגלה עילה לכאורה, קיימת תלות חיובית בין ההסתברות למתן היתר לניהול תביעה נגזרת לבין הסתברות הצלחת התביעה, קרי: בין ערכי p לערכי p' ; ויותר מזאת: מאחר שכשני השלבים מתנהל הבירור המשפטי לאחר שמנהלי-החברה סירבו לגלות לבעלי-המניות את האינפורמציה שכרשותם, סיכויי בעלי-המניות להצליח בשני שלבי התביעה יהיו תלויים ברסיסי האינפורמציה שהגיעו לידיהם במהלך העניינים הרגיל, לפני שלב ההחלטה הראשון בתרשים מס' 1. למען הפשטת הניתוח, אניח כי $p=p'$, ויהי $p=p'$.⁴⁵

45 ניתוח מתמטי מורכב היה נדרש להתייחס אל p כאל פונקציה של p ולהוסיף מגבלות שונות על ערכי p , אלא שניתוח כזה היה מסבך את ההצגה מבלי לשנות מן התוצאות; שהרי מגבלות אלו היו מביאות להקטנת המכפלה pp' , שהיא הרלבנטית באי-שוויון 1, ולהגברת תמריציה של הסתרת האינפורמציה בהתאמה.

שנית, בשל העובדה שמנהלי-החברה הם המחזיקים הטבעיים באינפורמציה הרלבנטית להחלטותיהם בחברה, ובהתקיים נטלי הראיה והשכנוע הקלסיים, סיכויי ההצלחה של בעלי-המניות כתביעה כנגד המנהלים אינם גבוהים ביותר, ויש להניח כי ברוב המקרים לא עולה הסתברות ההצלחה בכל אחד משני השלבים על $0 \leq P \leq 1/2$.

שלישית, מלבד מקרים יחידים, העלויות של ניהול התביעה, C , אינן נקבעות באופן בלתי-תלוי, אלא הן עורכי-הדין העוסקים בתביעה והן בתי-המשפט קובעים את תגמוליהם/האגרה כהתאם לשווי התביעה. היינו: מתקיימת תלות בין V_m לבין C ; כך $V_m/C \rightarrow K$; ולכן, אנית כי $V_m/C = K$, כך K מייצג את היחס שבין שווי התביעה לבין עלויות ניהולה, ומלבד במקרים של תביעות קנטרניות, $46 K \geq 1$. יתירה מזו: בהתקיים תנאי שוק תחרותיים לגבי שירותי האכיפה ועריכת-הדין, קיים סטנדרט שוק לערך K , שהן מנהלי-החברה הן בעלי-המניות מקבלים כנתון⁴⁷. מבלי לפגוע בכלליות, בדרך-כלל לא עולות עלויות ניהול התביעה על 40% משווייה ואף אינן נופלות מ-20% ממנה (וערכי K נעים בתחום של $5 \leq K \leq 10$)⁴⁸. על רקע הנחות אלו ניתן להציג את האסטרטגיה הרציונלית של מנהלי-החברה כפונקציה של סיכויי הצלחת התביעה (היינו: כפונקציה של P), בהינתן היחס שבין שווי התביעה לבין עלויות ניהולה (היינו: בהינתן K).

נציב את P, K באי-שוויון (1) ונקבל:

$$K \leq 2P^2 / (1 - P^2)$$

$$P \geq \sqrt{\frac{K}{(K+2)}}$$

(2) ←

46 אמנם, במקרים של תביעות בשווי קטן במיוחד יש להניח כי תלות זו לא תתקיים. אלא שהמקרים המעניינים של ההפרות הם אלה שבהם כרוכה ההפרה בשווי גבוה. או נקבעת אגרת בית-המשפט, שכן טרחת עורך-הדין וההוצאות שיהיו הצדדים מוכנים להוציא בהכנת התביעה — ביחס לשוויה. כמובן, הנחתנו שיש תלות קבועה בין שווי התביעה לעלויות ניהולה מתעלמת מן האפשרות שעורכי-הדין עצמם יקבעו את שכרם בהתאם ל- $p(z)$, היינו: בהתאם לסיכויי הצלחתה של התביעה. הגם שאפשרות זו מתקבלת בהחלט על הדעת, אין לנו צורך להתייחס אליה בנייתו הפורמלי, מאחר שהיא יכולה רק לחזק את התוצאות שנצביע עליהן כאן.

47 כך למשל, רוב עורכי-הדין לא יוכלו לגבות ממרשיהם 80% משווי התביעה, כאשר עורכי-דין אחרים מוכנים להציע את שירותיהם במחיר 30% משווי התביעה.

48 נתון אחרון ושרירותי זה מסתמך על הנחת הכותבת באשר לעלויות הסטנדרטיות של ניהול תביעות בישראל. אם עלויות ניהול התביעה כולה אינן עולות על 20% משווייה, עלויותיו של כל שלב אינן עולות על 10% משווי התביעה, ו- $K=10$. באותו אופן, גם אם עלויות ניהול התביעה כולה אינן עולות על 40% משווייה, הרי $K=5$.

יהי $\bar{P} = f(K) = \sqrt{K/(K+2)}$. ללא תלות בהחלטת בעלי-המניות, האסטרטגיה הרציונלית למנהלי-החברה היא:

$$h'_i = \begin{cases} h'_1 & P \geq \bar{P} \\ h'_2 & P < \bar{P} \end{cases} \quad \begin{matrix} \text{עבור} \\ \text{עבור} \end{matrix} \quad (3)$$

← בהינתן $P \leq 1/2$, תהיה h'_2 האסטרטגיה הרציונלית עבור כל $K > 2/3$. מאחר שהנחתי כי $K \geq 1$, הרי שעבור $P \leq 1/2$, אסטרטגיית אי-הגילוי, h'_2 , היא האסטרטגיה הרציונלית למנהלי-החברה⁴⁹. בפרט ראוי לשים לב, שעבור ערכי K הרלבנטיים ($5 \leq K \leq 10$) נע $\bar{P}$ בטווח הגבוה של $0.845 \leq \bar{P} \leq 0.912$; היינו: נדרשת הסתברות הצלחה גבוהה ביותר, כדי שמנהלי-החברה ירצו לזמן את האינפורמציה לבעלי-המניות בבירור הפנימי⁵⁰.

הניתוח שעשינו מסתמך אפוא בעיקר על הנחתנו שבשל היותה של האינפורמציה הרלבנטית לביקורת השיפוטית בידי מנהלי-החברה הנחבעים, ובשל נטלי הראיה והשכנוע המוטלים על בעלי-המניות התובעים, סיכוייהם של בעלי-המניות להצליח בכל אחד משלבי התביעה היו נמוכים (הסתברות $P \leq 1/2$); כך שלא תלות באסטרטגיה הצפויה של בעלי-המניות, העדיפו מנהלי-החברה הנחבעים לנסות ולנצל את פערי האינפורמציה לטובתם ונקטו את אסטרטגיית ההימנעות מגילוי משמעותי של האינפורמציה שבידיהם, h'_2 .

העדר התמריץ לגלות אינפורמציה לא הצטמצם רק לנסיון להסתיר אינפורמציה הרלבנטית להחלטה מסוימת זו או אחרת, אלא השפיע אף על עצם מבנה קבלת ההחלטות בחברה. התמריץ להפוך את האינפורמציה הקשורה בקבלת החלטות לבלתי-זמינה לגבי בעלי-המניות ובתי-המשפט עודדה הליכי קבלת החלטות בחדרי-חדרים, בעל-פה⁵¹, ותוך שיתוף מספר קטן ככל הניתן של משתתפים בקבלת ההחלטה⁵². נורמות אי-הגילוי הקלו על מנהלי-החברה את הסתרת האינפורמציה במקרים הספציפיים והכבירו על אכיפת חובות האמון בידי בעלי-המניות.

(ב) כתוצאה ממסקנותינו בפסקה (א), על-פי ההסדר הקלסי עמדו למעשה לרשות בעלי-המניות רק האסטרטגיות של הגשת תביעה (h_2) או הימנעות מעשות דבר (h_3). בניתוח בחירת בעלי-המניות בין שתי אסטרטגיות אלו מתבהר הליקוי השני של ההסדר המשפטי הקלסי:

49 זאת מאחר ש- $\bar{P} = f(K) = \sqrt{K/(K+2)}$ היא פונקציה רציפה מונוטונית עולה.

50 ראוי להדגיש את הערכים הגבוהים של P הנדרשים כדי שאסטרטגיית הגילוי תימצא רציונלית למנהלי-החברה בתחומי $5 \leq K \leq 10$, כדי להבדיר מדוע גם כאשר לא מתקיימת הנחתנו, $P > 1/2$, קרוב לוודאי שיתקיים $P < \bar{P}$, ואסטרטגיית אי-הגילוי תהיה האסטרטגיה הרציונלית למנהלים.

51 עקרונית, דיושומים הופכים תמיד את המידע לזמין יותר הן להולפות והן להוכחות הדברים שנאמרו בישיבות הפנימיות והן בגילוי מסמכים במסגרת ההליך המשפטי עצמו.

52 זאת מאחר שעקרונית, קל יותר להשיג את שיתוף-הפעולה של קבוצה קטנה יותר של מקבלי החלטות.

כמקבלי החלטות רציונליים, צפויים היו בעלי-המניות לפנות לניהול חביעה נגד המנהלים רק כאשר תוחלת הרווח מניהול התביעה היא חיובית. אחרת, העדיפו בעלי-המניות שלא לעשות דבר ולהיות עם שווי 0. פורמלית, על-פי תרשים מס' 1, היתה תוחלת ניהול התביעה חיובית רק כל-אימת ש:

$$0 \leq (1 - p')(-C) + p'[(1 - p)(-2C) + pV_m]$$

$$\frac{V_m}{C} \geq \frac{(1 + p' - 2p'p)}{p'p} \quad (4) \leftarrow$$

נציב את K, P באי-שוויון (4) ונקבל:

$$K \geq \frac{(1 + P - 2P^2)}{P^2} \quad \leftarrow$$

$$P^2(2 + K) - P - 1 \geq 0 \quad (5) \leftarrow$$

אי-שוויון (5) מורה, כי אף בחירתם הרציונלית של בעלי-המניות, h_02 , בין אכיפת חובות האמון בבית-המשפט לבין ההימנעות מעשות דבר, h_03 , תלויה בהסתברות הצלחתה של התביעה, $\hat{P}$. יתירה מזו: כמו הניתוח שעשיתי לעיל, ניתן להציג את הסתברות הצלחתה של התביעה המינימלית, אשר מעליה יבחרו בעלי-המניות בהגשת תביעה, $\hat{P}$, כפונקציה של היחס בין שווי התביעה, V_m , לבין עלויות הניהול של כל אחד משלביה, C, היינו: ניתן להציג את $\hat{P}$ כפונקציה של $K = V_m/C$.

$$\hat{P} = g(K) = \frac{1 + \sqrt{1 + 4(K+2)}}{2(K+2)} \quad \text{יהי (5),}$$

האסטרטגיה הרציונלית לבעלי-המניות היא:

(6)

$$h_{0j} = \begin{cases} h_{02} & P \geq \bar{P}^* \\ h_{03} & P < \bar{P}^* \end{cases} \quad \begin{matrix} \text{עבור} \\ \text{עבור} \end{matrix}$$

את ההנחות שהסתמכתי עליהן בדיון בפסקה הקודמת ניתן ליישם אף לגבי החלטת בעלי-המניות ולהראות, כי בהינתן הסיכויים הנמוכים של הצלחת התביעה, $P \leq 1/2$, התקיים תחום צר בלבד אשר בו היה לבעלי-המניות תמריץ להגיש תביעה. בשאר המקרים האסטרטגיה הרציונלית לבעלי-המניות היתה אסטרטגיית ההימנעות מעשות דבר, h_{03} , וההפרה נותרה ללא אכיפה – לטובתם של מנהלי-החברה. בהינתן $5 \leq K \leq 10$, נעים ערכי $\bar{P}$ בטווח של $0.333 \leq \bar{P} \leq 0.456$. לפי הנחתנו כי $P \leq 1/2$, אמנם התקיים טווח צר שבו $0.333 \leq \bar{P} \leq P \leq 1/2$, והפנייה לבית-המשפט היתה האסטרטגיה הרציונלית לבעלי-המניות. אלא שברוב המקרים של המקרים $P < \bar{P}$, וההפרות נותרו ללא תרופה. ואכן, לפני תיקון מס' 4 הוגשו מעט מאוד תביעות כנגד מנהלי-חברות על הפרת חובותיהם⁵³. ברוב המקרים בחרו בעלי-המניות באסטרטגיה של הימנעות מעשות דבר, h_{03} , וכחוצאה מכך נותרו רוב ההפרות ללא תרופה.

(ג) עד כאן ניתחתי את התנהגות המנהלים, ללא תלות באסטרטגיה הצפויה מצד בעלי-המניות, אלא שזו השפיעה אף היא על בחירתם בין גילוי האינפורמציה לבין הסתרתה: כאשר מנהלי-החברה צופים כי לבעלי-המניות לא יהא כל תמריץ להגיש תביעה; ובהינתן אי-גילוי מצדם (היינו: בהינתן h'_{12}), יבחרו בעלי-המניות שלא לעשות דבר (היינו: כאשר $P < \bar{P}$ ובעלי-המניות צפויים לנקוט h_{03}) – ממילא יעדיפו המנהלים לנקוט את אסטרטגיית אי-הגילוי ויימנעו מלמסור לבעלי-המניות כל אינפורמציה החיונית לביקורת שיפוטית אפקטיבית.

פורמלית, אל אי-שוויון (2) יש להוסיף את המגבלה של אי-שוויון (5).

$$h'_{1i} = \begin{cases} h'_{11} & P \geq \bar{P} \text{ וגם } P \geq \bar{P}^* \\ h'_{12} & P < \bar{P} \text{ או } P < \bar{P}^* \end{cases} \quad \begin{matrix} \text{עבור} \\ \text{עבור} \end{matrix} \quad (7) \leftarrow$$

53 לביסוסה של מסקנה זו בפסיקה, ראה I. Haviv-Segal, "Directors and Officers' Liability — Substantive Law and The Burden of Proof" 10 Tel-Aviv U. Studies in Law (1990) 337.

מאתר ש- $f(K)$ היא פונקציה רציפה מונוטונית עולה, $f: K \rightarrow [0,1]$, כך ש- $f(0)=0$ ועבור $f \rightarrow 1, K \rightarrow \infty$ ו- $g(K)$ היא פונקציה רציפה מונוטונית יורדת $g: K \rightarrow [0,1]$, כך ש- $g(0)=1$ ועבור $g \rightarrow 0, K \rightarrow \infty$ קיימת נקודת-מפגש אחת שבה $\bar{P}=f(K)=\bar{P}=g(K)$ וזאת כאשר:

$$K - \sqrt{\frac{K}{K+2}} - 1 = 0 \quad \leftarrow$$

$$(K-1)^2 = \frac{K}{K+2} \quad (8) \quad \leftarrow$$

ובקירוב, $K \sim 1.675; P \sim 0.675$.

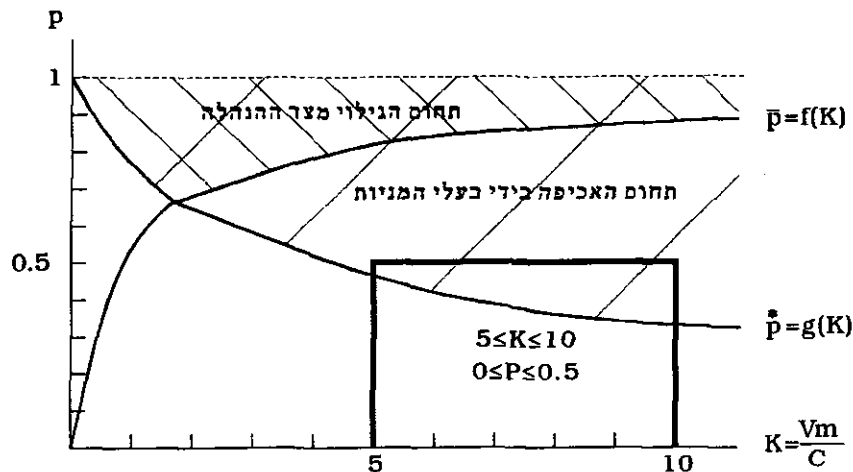
בהתאמה תהיה אסטרטגיית הגילוי האסטרטגיה הרציונלית למנהלים, ויתקיים $h'_1 i = h'_1 1$ אם:

$$P \geq \begin{cases} \sqrt{\frac{K}{K+2}} & K \geq 1.675 \text{ עבור} \\ \frac{1+\sqrt{1+4(K+2)}}{2(K+2)} & K < 1.675 \text{ עבור} \end{cases} \quad (9) \quad \leftarrow$$

מבלי לפגוע בכלליות, בתחום הרלבנטי בדרך-כלל, שבו $5 \leq K \leq 10$, מתקיים $\bar{P} = g(K) < f(K) = \bar{P}$. כתוצאה מכך, בחירת המנהלים בין אסטרטגיית הגילוי לבין אסטרטגיית אי-הגילוי אינה תלויה כלל בבחירתם הצפויה של בעלי-המניות, בין הגשת תביעה לבין ההימנעות מעשות דבר, והמגבלה שהוספנו בפסקה זו אינה מתנגשת עם מסקנותינו בפסקה (א).

בפרט מתבהר ליקויו השלישי של ההסדר הקלסי: גם כאשר צפו מנהלי החברה כי בעלי-המניות יגיבו על אי-הגילוי בהגשת תביעה, הדבר לא הרחיע אותם ולא תמרצם לגלות את האינפורמציה הרלבנטית להחלטותיהם כבר בבירור הפנימי. כתוצאה מכך אף באותו טווח צר שבו נאכפו חובות המנהלים *ex post*, קרה הדבר רק עקב סיומו של הליך שיפוטי (קרי: בשלב 3 או בשלב 5, בתרשים מס' 1) ותוך שהאכיפה כרוכה בעלויות ניהול התביעה המלאות.

גרף מס' 1: טווח האכיפה של חובות המנהלים על-פי ההסדר הקלסי



גרף מס' 1 מסכם את תמונת המצב שהתקיימה על-פי ההסדר הקלסי. נקל לראות שעל-פי ההסדר הקלסי, לא כדאי היה למנהלי החברה לנהל קבלת החלטות באופן המזמן את המידע על קבלת ההחלטות לבעלי המניות. אי-גילוי האינפורמציה היטיב עם מנהלי החברה על-חשבון בעלי המניות ורוב ההפרות לא הפכו את התביעה לאכיפת החובות לכדאית מבחינתם של בעלי המניות, וממילא גם כאשר היתה התביעה כדאית, כדאי היה למנהלי החברה להקשות על בעלי המניות ולהותיר את פתרון הסכסוכים לבתי המשפט.

ניתוח זה תואם את המציאות בתקופה שקדמה לתיקון מס' 4, כפי שזו תוארה בדו"ח בייסקי⁵⁴, שלפיה, המבנה השכיח לקבלת החלטות בחברה הותיר שליטה כמעט מוחלטת על ענייני החברה בידי ההנהלה המעשית, כאשר הדירקטוריון היה בדרך-כלל פסיבי וההחלטות נתקבלו ברובן בחדרי-חדרים ובהליכים אשר מנעו את זמינות האינפורמציה לכל מי שאינו שותף להנהלתה המעשית של החברה (לרבות בעלי המניות ובתי המשפט).

2. המודל המוצע באכיפת חובות מנהלים

(א) המודל המוצע – תיאור

הסדר משפטי רצוי של חובות מנהלים הוא זה המיישב את הקושי האינהרנטי

54. ראה דו"ח ועדת החקירה בענין ויסות מניות הבנקים (אפריל 1986), שניתן על-ידי ועדת החקירה בראשותו של שופט בית המשפט העליון, משה בייסקי (להלן: דו"ח בייסקי) 77-80, 190-191.

באכיפת חובות מנהלים, היינו: הסדר אשר מחד גיסא, אינו מצמצם את מרחב החופש של מקבלי ההחלטות ומתיר להם להתאים את ניהול החברה לצרכיה הדינמיים, ומאידך גיסא, מצליח גם להתגבר על פערי האינפורמציה וקשיי האיתור וההוכחה של כל שימוש-לרעה באותו חופש.

המודל המוצע לאכיפת חובות מנהלים מבקש להשיג מטרה זו על-ידי נקיטת גמישות בתוכן החובות, ובד בבד – החמרה עם מקבלי ההחלטות בפרוצדורה של בירור התביעות על הפרתן. מהותית מוצע לנתק את ההסדר של חובות האמון של דירקטורים ונושאי משרה משורשיו הן בדיני עשיית עושר ולא במשפט והן בדיני-הגזיקין, ולהופכו לענף של החובה הכללית לקיים הסכמים. בהתאם לכך מתרכזת חובת האמון המוצעת בדרישת הרציונל העסקי, במקום ביסוד ההתעשרות העצמית ו/או יסודות הרשלנות⁵⁵. פרוצדורלית מוצע מודל אכיפה אלטרנטיבי להליכים האדברסריים המקובלים היום, כדי להתגבר על הקושי האינהרנטי באכיפת חובות האמון.

א. חובת האמון המהותית על-פי המודל המוצע

מהותית מוצע לבטל את המבנה הדיכוטומי של חובות מנהלים ולקבוע תחתיו את החובה הכללית של כל מקבלי ההחלטות בחברה לעמוד בדרישת הרציונל העסקי, כפי שזו הוגדרה בראשית המאמר, היינו: החובה לפעול בשם החברה רק על בסיסה של החלטה המבוססת על האינפורמציה הדרושה והמכוונת למקסום שווי החברה לבעלי-מניותיה (the duty to practice an informed and deliberate business judgment⁵⁶).

דרישת הרציונל העסקי מאגדת בחובה שלושה יסודות מרכזיים:

1. יסוד האינפורמציה – כדי שנושאי המשרה שיוכלו לקבל החלטה רציונלית, השואפת לקדם את ענייניהם של בעלי-המניות, עליהם לאסוף את האינפורמציה הרלבנטית להחלטתם⁵⁷.

2. יסוד ההחלטה המכוונת – בעלי-המניות קושרים את עצמם בהסכם עם נושאי המשרה בחברה, שעל-פיו מתחייבים האחרונים להפעיל את מקורות החברה למקסום תשואתם של בעלי-המניות על השקעתם. לכן מחזר מגקיטת שיקול-דעת עסקי כלשהו מהווה הפרה של ההסכם מצד נושאי המשרה⁵⁸.

55 בעוד שסעיף 96(א) לפקודת החברות שייך באופן מפורש את חובות האמון לדיני התרופות החוזיות, לא לגמרי ברור באיזו מידה ניתן תיקון מס' 4 את חובות האמון ממקורותיהן בדיני עשיית עושר ובדיני-הגזיקין. ראה להלן, בחלקו השלישי של המאמר.

56 ניסוח זה דומה לנוסחו של ה-Business Judgement Rule (להלן: ה-B.J.R.) האמריקני, המבטא את מגמת האופק העצמית של בתי-המשפט לגבי החלטות עסקיות. כפרזומפציה החלה לטובתם של מקבלי ההחלטות בחברה, לקוי ה-B.J.R. בליקויים קונספטואליים ולכן לא נקלט אל נוסח התיקון מס' 4. על ליקויים אלה ראה Haviv-Segal, *supra* note 53, at p. 355. יחד עם זאת, ניסוח גמיש זה משקף בצורה הראויה ביותר את התחייבות המנהלים כלפי המשקיעים בחברה.

57 תוך שימוש בעיקר בדרישת האינפורמציה הרחיבו בתי-משפט בארצות-הברית את התערבותם בהחלטות עסקיות. ראה *Weinberger v. U.O.P. Inc.*, 457 A. 2d 701 (1983); *Hanson Trust P.L.C., H.S.C.M. v.* *M.L.S.C.M. Acquisition Inc.*, 781 F 2d 264 (1986); *Smith v. VanGorkom*, 488 A. 2d 858 (1985).

58 ה-B.J.R. חל לטובת מנהלים רק כאשר קיבלו החלטה מכוונת *deliberate decision*. ראה *Gimbel v. The Signal Companies Ltd.* 316 A 2d 599, 608 (1974); *Aronson v. Lewis*, 473 A 2d 805

3. יסוד הרציונל העסקי הפוזיטיבי – במסגרת התחייבותם של נושאי המשרה למקסם את תשואתם של בעלי-המניות על השקעתם, כופפים נושאי המשרה את עצמם להתחייבות כללית וגמישה להפעיל את מקורות החברה למקסום רווחיה. בהתאם לכך, כל פעולה מפעולות ההנהלה המעשית/דירקטוריון צריכה להתבסס על הערכתם, שפעולתם צפויה לתרום תרומה פוזיטיבית לתשואת בעלי-המניות. מובן שכללי ההערכה המקובלים מותירים טווח רחב ביותר להערכות סובייקטיביות שונות מצד מקבלי החלטות ומעריכים חיצוניים שונים ומצמצמים את הביקורת השיפוטית על קיומו של יסוד זה. אלא שאף בהינתן הגמישות בנוסחאות ההערכה, יש לדרוש מנושאי המשרה כי יקיימו את חיובם המהותי להפעיל את מקורות החברה רק על בסיסה של הערכה המצביעה על רציונל עסקי לפעולה⁵⁹.

המודל המוצע מנתק למעשה את ההסדר של חובות אמן מנהלים מן ההסדר הנזיקי של אחריות ברשלנות. אמנם, גם על-פי ההסדר המוצע יתערב בית-המשפט בהפעלת שיקול-הדעת של מנהלי-החברה, תוך החלת קריטריונים אובייקטיביים להתנהגות ראויה של מקבלי ההחלטות בחברה. במסגרת אכיפתם של שני היסודות הראשונים של דרישת הרציונל העסקי יכחן בית-המשפט את האופן שבו קיבלו מנהלי-החברה את החלטתם ויטיל אחריות על נושאי המשרה כל-אימת שהפרו סטנדרטים אובייקטיביים כדבר הליכי איסוף האינפורמציה הנחוצה לקבלת ההחלטה העסקית או חדלו מגקיטת שיקול עסקי מכיוון כלשהו. כמו-כן, יטיל בית-המשפט אחריות על מנהלי-החברה כל-אימת שאין המנהלים יכולים ליישב את פעולתם עם רציונל עסקי כלשהו; אלא שלהבדיל מן האחריות הנזיקית ברשלנות, לא נועד ההסדר המוצע של חובת האמון להביא לרגולציה שיפוטית של רמת-הסיכון שנושאי המשרה ינקטו בניהול החברה.

הקונספציה של רשלנות ושיקולי המדיניות שביסודה אינם תואמים את אופי ההתקשרות שבין בעלי-המניות לבין המנהלים, ואף לא את התחום העסקי והסיכון הטבוע בו: בעוד שבתחומים אחרים הסיכון אסוציאטיבי לנזק ומטרת ההסדר המשפטי של רשלנות היא לתמרץ את המזיק הפוטנציאלי לנקוט אמצעי זהירות סבירים למניעתו, הרי שבתחום העסקי מתקשר הסיכון המוגבר בתשואה. יעילות הסיכון אינה נאמדת באופן בלתי-תלוי, ואף לא רק לגבי עלויות מניעתו, אלא כנגד התשואה הצפויה מן ההשקעה. לכן, גם שלא כמו המצב השכיח בתחום הנזיקי, שבו מטרת ההסדר המשפטי היא למנוע סיכון ולהקטין נזק, הרי בתחום העסקי, כל עוד מצדיקה התשואה הצפויה את הסיכון (ולאחר פעולת ההיוון השוקלת את גודם הסיכון מתגלה ההשקעה כנושאת ערך נקי, N.P.V., חיובי) – שיקולי יעילות מצדיקים את נטילת הסיכון, ולא להיפך; כך שאין מקום לאפקט ההרתעת של האחריות ברשלנות. אין גם מדדים אובייקטיביים חיצוניים לאומדן התשואה השולית הנדרשת על כל תוספת ביחידת-סיכון, כדי שהפעילות תימצא בעלת ערך נקי נוכחי חיובי. המבחן האובייקטיבי היחיד לשימוש בנוסחאות ההערכה נגזר

59 כפי שיחבהר להלן, דווקא יסוד זה צפוי להגביר את הביקורת השיפוטית בתחומי ניהול שונים, אשר עד עתה לא התקיימה לגביהם כל ביקורת שיפוטית אפקטיבית, כגון בתחום מריניות הריבונות. זאת בעיקר בשל העובדה שדרישת הרציונל הפוזיטיבי, מוציאה מסלולי-התגוננות מצד מנהלי-החברה המסתמכים על כך שאלה לא צפו כי פעולתם תסב לחברה נזק כלשהו.

משורי התשואה המצרפית בשוק לכל תוספת של יחידת-סיכון⁶⁰; ואם אנו מקבלים את מדדי השוק כאוטנטיים, אין מקום לכפור בהם שעה שאוכפים את חובות המנהלים בבתי-המשפט.

זאת ועוד: האחריות ברשלנות היא קריטית במקום שבאופן טבעי צד אחד נושא בתשואה הצפויה מפעילות זו או אחרת וצד אחר הוא הנושא בסיכונים ובעלויותיה. אז מתעורר החשש שמא הצד הנהנה מן הפעילות לא י שקול את מלוא הסיכונים והעלויות שיוצרת פעילותו, ומקור האחריות ברשלנות הוא חיוני כדי לגלגל את עלויות הפעילות מן הצד הנפגע אל הצד הנהנה. מעבר לשיקולי הצדק שבגלגול עלויות מעין זה, האחריות ברשלנות מבקשת להביא להפנמת שיקולי העלויות והסיכונים הכרוכים בפעילות אצל הצד הנהנה ממנה. מנגד, במסגרת החברה המסחרית אין לראות בבעלי-המניות משום צד מקרי העלול להיקרות ולהיפגע מפעילות ההנהלה. בעלי-המניות הם הנושאים הן בתשואה והן בסיכון השיורי הכרוכים בפעילות העסקית. המנהלים פועלים מכוחם של בעלי-המניות לפי התקשרות רצונית, הממנה את המנהלים לאורגני החברה, כאשר פעילותם של האחרונים מזכה ומחייבת את בעלי-המניות עצמם. מכאן שאין קונספציית הרשלנות מתאימה כלל להתקשרות שבין מנהלי-החברה לבין בעלי-מניותיה: לא רק שניתן לתקוף את מידת הצדק שבהטלת נזקי סיכונים על מנהלי-החברה, שאינם נהנים מתשואתם, אלא גם מאחר שבעלי-המניות הם הנהנים מן התשואה הגבוהה יותר הכרוכה בהשקעות בעלות סיכון מוגבר, לא ברור שאפקט ההרתעה אכן מיטיב עמם. אדרבא: נראה כי הטלת האחריות בשל נזקי סיכונים על הצד שאינו נהנה מתשואתם כרוכה מטיבה בהרתעת-יתר, אשר בעלי-המניות עצמם הם שישאו בעלויותיה⁶¹.

בתחום זה חזק הטיעון התומך באיפוק השיפוט, המבקש להותיר את רמת-הסיכון שיבחרו מנהלי-החברות להשפעות השוק והמתירע מפני התוצאות הלא-יעילות של שנאת סיכון מוגברת מצד מנהלי-החברות עקב אכיפת סטנדרט הזהירות השיפוטי. המודל המוצע אף מנתק את ההסדר של חובות האמון ממקורותיו בדיני עשיית עושר ולא במשפט. אמנם, גם על-פי ההסדר המוצע, כאשר התעשרותו העצמית של נושא המשרה היא על חשבונם של החברה ובעלי-מניותיה, הרי שכרוכה היא אף בהפרתה של דרישת הרציונל העסקי, וכמו חובת הנאמנות המסורתית תביא להטלת אחריות על נושא המשרה המפר. עם זאת, ההסדר המוצע מעביר את מרכז-הכובד של האחריות על-פי חובת האמון, מן המפר הפוטנציאלי, קרי: נושא המשרה המתעשר, אל הנפגעים הפוטנציאליים מן ההפרה, החברה ובעלי-מניותיה. על-פי שיקולי יעילות, אין למקד את חובות המנהלים בגורם ההתעשרות העצמית,

60 ראה לעיל, הערה 22.

61 כדרך-כלל הסיכון מתבטא ונמדד על-פי סטיית החקן של ההכנסות הצפויות מן הממוצע המשוקלל. בעלי-המניות הם לא רק הנהנים מסטיות כלפי מעלה מן הממוצע המשוקלל והנפגעים הפוטנציאליים מסטיות כלפי מטה מן הממוצע המשוקלל, אלא גם הנהנים מן התשואה המשוקללת הגבוהה יותר הכרוכה בהשקעות עם סיכון. לכן העברת ההפסדים רק במקרים של סטיות כלפי מטה מן הממוצע, מבעלי המניות אל נושאי המשרה, הגם שאין האחרונים נהנים מן הסיכוי הכרוך בהשקעות עם סיכון – תביא לשנאת סיכון מוגברת אצל מקבלי ההחלטות בחברה, ובעלי-המניות יפסידו את התשואה המשוקללת הגבוהה יותר הכרוכה בהשקעות עם סיכון. כתוצאה מכך, כלל משפטי אשר מראשיתו ביקש להגן על בעלי-המניות ולהיטיב עמם עלול לגרום להם דווקא לנזק.

שכן אין זה הכרחי שכל הנאה אישית אשר מנהלי-החברה מפיקים – מעסקאות שונות המגיעות לידיעתם או נעשות במהלך מילוי תפקידם בחברה – תהיה על חשבונם של בעלי-המניות. לעתים נדרשת החברה לשירותים/נכסים כלשהם אשר אחד מנושאי המשרה שבה יכול לספקם. אז, הגם שהתקשרותה של החברה עשויה להיות נגועה באינטרס אישי של אחד מנושאי המשרה, אין הדבר פוגע בהכרח באינטרסים של בעלי-המניות⁶². במקרים אחרים עשויה להזדמן לידיעתו של נושא המשרה הזדמנות עסקית, אשר מסיבה זו או אחרת אין החברה יכולה לנצל בעצמה. בתנאים אלה מחייבים שיקולי יעילות שנושא משרה – היכול למצוא אותה הזדמנות עסקית בעצמו – יהיה חופשי לעשות כן⁶³ וכדומה. ככלל, כל עוד נהנים מקבלי ההחלטות מתועלת אישית, ובעלי המניות אינם חסרים – זוהי תוצאה היעילה יותר מן התוצאה שהיתה מושגת אילו היו מנהלי-החברה אסורים בכל פעולה הנגועה באינטרס אישי⁶⁴. האינטרס המרכזי של בעלי-המניות הוא האינטרס שמנהלי-החברה יפעילו את מקורותיה רק על בסיסן של רציונלות עסקיות ולא בכל דרך אחרת, וזו החובה המשפטית המהותית שיש להטיל עליהם.

ב. הליכי האכיפה של חובת האמון המהותית על-פי ההסדר המוצע

פרוצדורלית, כדי שחובת האמון המהותית תימצא אכיפה, יש לעצב מנגנון אשר יתגבר על בעיות האיתור והאינפורמציה באכיפתה של דרישת הרציונל העסקי⁶⁵.

62 עסקה מעין זו תפגע בבעלי-המניות רק אם המחזיר שמשלמת החברה על השירותים/נכסים שמספק נושא המשרה גבוה ממחיר השוק. אלא שכל עוד שווי הנכסים/שירותים לחברה גבוה משוויים לנושאי המשרה, העסקה יעילה, וכל איסור מוחלט על ביצועה אינו עולה בקנה אחד עם שיקולי יעילות.

63 זאת, להבדיל מן ה"accounting remedy", אשר התפתחה בדין האנגלי, לפיה יחובו נושאי המשרה במקרים כאלה בהשבת כל הרווח האישי שהפיקו מן הפעולה. ראה לעיל, הערה 37 והאסמכתאות שם. גם במקרים אלה הקושי הוא פרוצדורלי: תרופת ההשבה המיוחדת הונחתה על-ידי חששם של בתי-המשפט מפני חוסר-יכולתה של החברה/בעלי-המניות להוכיח בדיוק את יסוד הנזק. ראה Haviv-Segal, *supra* note 53, at pp. 376–377.

64 ראוי להבהיר לקורא/ת שאיננו/אמן על הניתוח הכלכלי, כי מבחני יעילות מחייבים למדוד את התועלת המצרפית מתוצאה זו או אחרת של נושאי המשרה [U(decision-makers)] ושל בעלי-המניות [U(investors)], כך שהתוצאה המביאה לתועלת המצרפית המירבית נחשבת ליעילה ביותר. תהי תוצאה 1 זו המתקבלת כאשר מנהלי-החברה נהנים מהתעשרות עצמית; ותוצאה 2 – זו המתקבלת כאשר מנהלי-החברה אסורים בהתעשרות עצמית.

בהתקיים $U(\text{investors})(1) = U(\text{investors})(2)$

וגם $U(\text{decision-makers})(1) > U(\text{decision-makers})(2)$

$U(\text{investors})(1) + U(\text{decision-makers})(1) > U(\text{decision-makers})(2) + U(\text{investors})(2)$

← תוצאה 1 יעילה יותר מתוצאה 2.

65 יש ליתן את הדעת על כך, שהמנהלים אוספים את יתרון האינפורמציה שלהם במהלך מילוי תפקידם כמנהלים. לכן אין מקום להכרה משפטית בזכות קניין שלהם במידע, שהיתה מוכה אותם בזכות דיסקרטיות. אדרבא: יש לערר את גילויי של אותו מידע לבעלי-המניות. לניתוח נורמטיבי של המבזנים הרצויים בעידוד השמירה על דיסקרטיות או גילוייה ראה, A. Kronman, "Mistake, Disclosure, Information, and The Law of Contracts" 7 *J. of Legal Studies* (1978) 1; I. Ayres & R. Gertner, "Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules" 99 *Yale L.J.* (1989) 87.

בהתאם למגמה זו, אמנם המודל המוצע משמר את מבנה ההליך הדו-שלבי בבירור תביעות כנגד מנהלי-חברות, אך כפי שמורה תרשים מס' 2, משנה את תוכנו של הבירור השיפוטי בכל אחד מן השלבים:

בשלב הראשון, כמו הליכי המרצת הפתיחה לקבלת היתר לניהול תביעה נגזרת, גם ההליך המוצע יתרכז בסיון תביעות-הסרק מבין מכלול התביעות המוגשות. אלא שבמקום הבחינה השיפוטית אם התובע הוא בעל-מניות בחברה, אם הצליח להצביע על הפרה לכאורה של חובות המנהלים ואם שיקולי צדק מחייבים את מתן ההיתר לניהול תביעה נגזרת, כפי שהדבר נעשה היום⁶⁶ – יכרר בית-המשפט אם הצליחו בעלי-המניות לבסס חשד ממשי כי מנהלי-החברה הנתבעים הפרו את דרישת הרציונל העסקי.

לשם כך בעלי-המניות יוכלו כמובן להצביע על היות הפעולה נגועה באינטרס אישי⁶⁷, אלא שזו אינה הדרך היחידה. חשד ממשי לאי-קיום דרישת הרציונל העסקי ניתן לבסס גם על-ידי הצבעה על תנאי עסקה גרועים במיוחד⁶⁸; או על רסיסי אינפורמציה המעוררים חשד הפרה, כאשר המדובר בהקשר של יחסים מסתיימים בין בעלי-המניות למנהלים (היינו: רכישת החברה, מיזוגה או הצעות-רכש)⁶⁹; על אי-חלוקת דיבידנדים לאורך זמן, ללא כל תוכניות-השקעה; או בחברות פרטיות, על אי-חלוקת דיבידנדים לאורך זמן, כאשר זה מצטרף למשכורות גבוהות במיוחד למנהלים⁷⁰; או על הפסקה פתאומית של חלוקת דיבידנדים, כאשר זו מצטרפת אל רסיסי חשד בדבר עסקאות המעורבות בעניין אישי⁷¹; על הפסדים, בשנה שבה תחום העסקים של החברה נשא באופן כללי רווחים נאים; או על פרטים חשודים בדו"חות הכספיים, המלווים בהערות רואי-חשבון; או על המהירות המחשירה שבה נעשתה עסקה החורגת ממהלך העסקים הרגיל⁷², כאשר לכך מצטרפים תנאי עסקה גרועים במיוחד ועוד.

את הרובריקות המרכזיות של מקורות החשד יש לעגן בחקיקה, אך יש להותיר לבית-המשפט שיקול-דעת להכריע במקרה הספציפי כפי שיראה לו לנכון, על-פי

66 ראה לעיל, הערה 32 והאסמכתאות שם.

67 תוצאות דומות החיל לאחורונה בית-המשפט העליון בהקשר של חובות הגילוי על-פי חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, בע"א 5320/90 ברטוביץ' נ' רשות ניירות-ערך, (טרם פורסם; ניתן ביום 6.4.92).

68 מבחן זה מצא את ביטויו בארצות-הברית, בהקשר של עסקאות למכירת החברה לצדדים שלישיים, כמטגרת ה-Inadequate Price Doctrine, שלפיה יימצאו מנהלי-החברה אתוראים בהפרת חובותיהם במקום שדי במחיר הנמוך המשחלס על מניות החברה לבעליה הנוכחיים כדי להצביע על constructive fraud. ראה *Allaum*, 120 A 486, 494 (1923); *Allied Chemicals and Dye Corp. v. Steel Tube Co.*, 120 A 486, 494 (1923); *Mitchell v. Highland Western Glass Co.*, 167 A 831 (1933); *v. Consolidated Oil Co.*, 147 A 261; *Gimbel v. The Signals Companies Ltd.*, *Supra* note 34.

69 יחסים מסתיימים בין מנהלי-החברה לבעלי-המניות יוצרים חשד מוגבר של הפרה מאחר שבהקשרים כאלה אין כוחות השוק אפקטיביים יותר בהרתעת המנהלים מפני הפרת חובותיהם.

70 בחברות פרטיות עלולות משכורות המנהלים לשמש מכשיר לחלוקה לא-שווה של הכנסות החברה. לבעלי-המניות בחברה הפרטית אין אין דרך אפקטיבית להעביר את עלויות ההפרה אל המפר, מאחר שאין שוק ממשי למניותיהם ואין הם יכולים "להצביע ברגליים" על-ידי מכירת המניות לאחר.

71 ראה *Berwald v. Mission*, 185 A 2d 480 (1962). לסיטואציה הפוכה ראה *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A 2d 717 (1971); *Smith v. VanGorkom*, *supra* note 57.

72 ראה, *Smith v. VanGorkom*, *supra* note 57.

המבחן הכללי — אם הצליחו בעלי-המניות לגבש חשד ממשי כנגד המנהלים, כי לא קיימו את דרישת הרציונל העסקי.

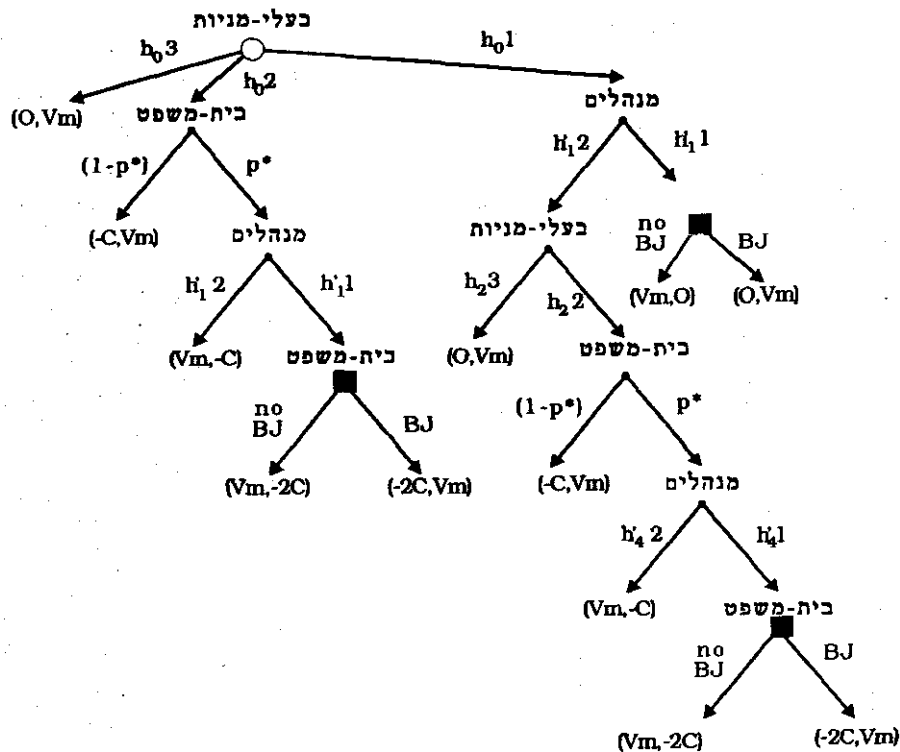
בסופו של השלב הראשון יבחר בית-המשפט באחת משתי ההחלטות: אם כשלו בעלי-המניות בהוכחת חשד ממשי להפרה, יורה בית-המשפט על דחיית התביעה כבר בשלב הראשון, ואז לא תוטל כל סנקציה על מנהלי-החברה, ובעלי-המניות התובעים הם שישאו בעלויות ניהול השלב המקדמי של התביעה. אחרת, אם ימצא בית-המשפט כי בעלי-המניות הצליחו לבסס חשד ממשי להפרה, תועבר התביעה לשלב השני.⁷³

להבדיל מן ההסדר הקלסי, על-פי המודל המוצע, עם העברת ההליכים לשלב השני, יעבור הנטל אל מנהלי-החברה הנתבעים, ואלה יאלצו לשכנע את בית-המשפט כי למרות חשד ההפרה שהצליחו בעלי-המניות לבסס נגדם, הם קיימו את דרישת הרציונל העסקי.⁷⁴ אם הצליחו מנהלי-החברה להרים את נטל ההוכחה ולשכנע את בית-המשפט כי פעולתם הונעה על-ידי רציונל עסקי, הם יימצאו פטורים מאחריות, בין אם נגרם לחברה נזק ובין אם לאו, ובין אם היתה הפעולה נגועה באינטרסים אישיים של נושאי המשרה ובין אם לאו. שוב, במקרה כזה עלויות ניהול התביעה בשני השלבים יוטלו על בעלי-המניות התובעים; אלא שאם לא יצליחו מנהלי-החברה להרים את נטל השכנוע, יפסוק בית-המשפט לטובתם של בעלי-המניות התובעים, כאשר על מנהלי החברה תוטלנה אף העלויות של ניהול התביעה בשני שלביה.

73 כדי לשמור על הפשטות ועל הזריזות של ההליך בשלב הראשון, רצוי שלא להיכנס בו לשמיעת עדויות. יש אף להותיר לבית-המשפט שיקול-דעת להורות על דחיית התביעה, אף מבלי לשמוע את מנהלי-החברה, כאשר לכאורה ברור כי לא הצליחו בעלי-המניות התובעים להצביע על כל פגם בשיקול-הדעת העסקי. כן ייתכן שבית-המשפט ימצא לנכון לזמן את מנהלי החברה לבית-המשפט, כבר בהליך המקדמי, כדי שיצביעו על הרציונל העסקי לפעולתם.

74 העברת נטל הראיה אינה זרה למשפט הישראלי בתחום חובות האמון. ראה דברי השופט ככור בע"א 667/76 גליקמן נ' ברקאי, פ"ד לב (2) 281, 287. כך גם מקובל הכלל בדלדור, שלפיו, אם לא ניתן אישור האסיפה בהחלטה המבוססת על המידע החיוני לפעולת המנהלים הנגועה בעניין אישי, יבקר בית-המשפט בחומרה את הפעולה ונטל הראיה יהיה על המנהלים להראות את "the entire fairness of the transaction". ראה *Pittsburgh Terminal Corp.*, 93 A 2d 107; *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.*, 875 F 2d 549 (1989); *Gimbel v. The Signal Companies Ltd.*, *Supra* note 34, at p. 607. ראה גם *Interested Directors of New-York Corporations and The Burden of Proof* *Colum. Bus. L. Rev.* (1989) 91. עם זאת, כל עוד לא הוכחו התובעים את קיומו של self-dealing, נותר בעינו הכלל האדברסרי שלפיו, נטל הראיה להוכחת ההפרה מוטל על התובעים. ראה *Puma v. Marriott*, 283 A 2d 693 (1971); *Hanson Trust*, *Supra* note 57.

תרשים מס' 2
המודל המוצע



כאשר אל הערכים מתרשים מס' 1, נוסף הערך p^* – ההסתברות שבית-המשפט יעביר את נטל הראייה אל המנהלים, להראות כי קיימו את דרישת הרציונל העסקי, על-פי ההסדר המוצע⁷⁵ ($0 \leq p^* \leq 1$).

כפי שמבהיר תרשים מס' 2, מביא עמו ההסדר המוצע שלושה שינויים מרכזיים לעומת ההסדר הקלסי באכיפת חובות מנהלים, לפי תרשים מס' 1:
ראשית, מתנתק ההסדר ממקורותיו הקלאסיים בדיני עשיית עושר, וטובת-הנאה

75 מן הראוי לשים לב, כי מאחר שבכל מקרה, אם מגלים מנהלי-החברה את ההפרה מראש, הם נותרים עם הערך 0, ובכך מסתיימת הפרשה; הרי שההסתברויות p^* , p , p' הן אלה שהמנהלים ובעלי-המניות צופים בהתקיים אסטרטגיית אי-גילוי מצד המנהלים בלבד. למען הפשטות, אנו מניחים גם כי ההסתברות נמדדת באופן אובייקטיבי.

אישיות אינן אסורות *per se*. מנהלים שקיימו את דרישת הרציונל עסקי לא יחויבו להשיב את הרווח האישי שהפיקו מן הפעולה.

שנית, השלב הראשון לא יתמקד עוד בחקר ההצדקה למתן היתר לתביעה נגזרת, אלא בבדיקה אם הצליחו התובעים לעורר חשד ממשי להפרה, המצדיק להעמיד את החלטת המנהלים לביקורת שיפוטית ולדרוש כי האחרונים יופיעו לפני בית-המשפט ויתגוננו על-ידי הצגת הרציונל העסקי שהניע אותם לפעול כפי שפעלו. את ההסתברות להצלחת בעלי-המניות בשלב המקדמי, p^* , מקבלים בעלי-המניות והמנהלים כנתון; אך מכיוון שהשלב הראשון על-פי המודל המוצע מתאים למגבלות האינפורמציה המצירות את צעדיהם של בעלי-המניות – בכל מקרה $p^* \leq p$.

שלישית, מאחר שמנהלי-החברה הם המחזיקים באינפורמציה המלאה המתייחסת להחלטתם ומאחר שבשלב השני הועברו עליהם גטלי הראיה והשכנוע להראות כי קיימו את דרישת הרציונל העסקי – גורל התביעה יוכרע על-פי השאלה אם קיימו מנהלי-החברה למעשה את דרישת הרציונל העסקי, ולא עוד על-פי הסתברות ההצלחה של בעלי-המניות להוכיח את התביעה⁷⁶. במילים אחרות: אם ההליך השיפוטי מגיע אל השלב השני, נאלצים מנהלי-החברה לגלות את האינפורמציה הכרוכה בפעולותיהם ולכן אין תוצאות התביעה תלויות עוד בהסתברות שבעלי-המניות יאתרו את האינפורמציה הכרוכה בהחלטות המנהלים, אלא בקיומה או באי-קיומה של דרישת הרציונל העסקי.

(ב) המודל המוצע – פתרונות לליקוי של ההסדר הקלטי

בפסקה זו אראה כיצד משנה המודל המוצע משלושת התוצאות שהראינו ביחס להסדר הקלטי באכיפת חובות מנהלים. שורש ההבדל שבין שני ההסדרים נעוץ בתמריצי הגילוי השונים המשפיעים על מקבלי ההחלטות בחברה. על-פי ההסדר המוצע, מאחר שמנהלים אשר קיימו את דרישת הרציונל העסקי יהיו מותרים להחזיק בטובות-הנאה אישיות, ובכל מקרה לא תוטל עליהם כל חבות לנזקים שנגרמו לחברה – נוצר תמריץ המנחה את אותם מנהלים הפועלים כשורה (היינו: מנהלים שקיימו את דרישת הרציונל העסקי) לגלות תמיד את האינפורמציה המלאה הכרוכה בהחלטתם כבר בהליכי הבירור הפנימי, h_1^1 , מבלי להגיע כלל לבית-המשפט. תמריצים אלה ישפיעו על מנהלי-החברה לא רק בשלב שבו פונים כבר בעלי-המניות לבירור הפנימי (*ex post*), אלא עוד קודם-לכן, בשלבי קבלת ההחלטות עצמם (*ex ante*): נושאי משרה המקיימים את דרישת הרציונל העסקי וצופים כי בשלב זה או אחר עלולים הם לעמוד בפני הכרח להוכיח כי פעלו כשורה, יבקשו לשמר

76 אמנם, יתקיים דיון משפטי בשאלה אם קיימו מנהלי-החברה את דרישת הרציונל העסקי אם לאו, אלא שהנחתנו היא, כי בשלב זה דומה הבירור המשפטי לכל בירור אחר בשאלות של הפרת החוזה. מאחר ששוב לא קיימת כאן בעיית אינפורמציה, יש להניח שבתי-המשפט יכריעו על-פי מידת האוטנטיות של ההגנה העסקית. לכן גם אין תרשים מס' 2 תואם לחלוטין את מבנה המשחק הסטנדרטי בצורת *extensive-form*, הנדרש להצבת הסתברות אובייקטיבית לכל התפלגות בעץ ההחלטות, שאינה תלויה בהחלטות השחקנים. כדי להדגיש שוני זה, סימנתי התפלגויות חריגות אלו כריבועים. להצגתו של מערך קבלת ההחלטות שבתרשים מס' 2 באופן התואם יותר למשחק ב-*extensive-form* ראה הנספח.

ראיות העוקבות אחרי אופן קבלת ההחלטה במוסדות החברה והמורות כי אספו את האינפורמציה הנדרשת לקבלת ההחלטה, הפעילו שיקול-דעת מכון והעריכו כי הפעולה צפויה לתרום תרומה חיובית לתשואתם של בעלי-המניות.

ההסדר המוצע משנה גם מן התמריצים הפועלים על בעלי-המניות, כאשר הם בוחרים בין הגשת תביעה, ^{h;2} לבין ההימנעות מעשות דבר, ^{h;3}. בשל השינוי בנטלי השכנוע והראיה גדל באופן דרסטי הטווח שבו יבחרו בעלי-המניות לנקוט אמצעים משפטיים לאכיפת חובות האמון, וכך תורם ההסדר המוצע לאכיפה אפקטיבית של חובות האמון.

הנקודה הקריטית היא, שלמרות התמריצים המוגברים המנחים את בעלי-המניות לפנות לאכיפה של חובות האמון בבית-המשפט, אין המודל מסיט במידה משמעותית את תמריצי הגילוי המשפיעים על מנהלים שהפרו את דרישת הרציונל העסקי. גם לפי ההסדר המוצע, תידרש הסתברות גבוהה ביותר להצלחת בעלי-המניות לעבור את מכשול ההליך המקדמי ולהביא לביקורת שיפוטית על פעולת המנהלים, כדי שנושאי משרה אשר הפרו את דרישת הרציונל העסקי יעדיפו את הגילוי-מראש⁷⁷. כתוצאה מכך, יוצר ההסדר המוצע מיכניזם ירי בעלי-המניות ובתי-המשפט להתגבר על פערי האינפורמציה ולהבחין בין מנהלים אשר קיימו את התחייבותם כלפי בעלי-המניות ועמדו בדרישת הרציונל העסקי, לבין אלה שהפרו אותה; שהרי הראשונים יעדיפו את אסטרטגיית הגילוי כבר בשלבי הבירור הפנימי, ^{h;1} ואילו האחרונים יבחרו בהסתרת המידע הרלבנטי להחלטה, ^{h;2}. כמובן, על רקע מגמתם של הראשונים לשמר מראש ראיות קוהרנטיות להוכחת נקיטת-כפיהם, יכלוט כל ניסיון של האחרונים לאורך שלבי ההחלטה להסתיר אינפורמציה מן הדירקטוריון ו/או בעלי-המניות⁷⁸. במלים אחרות: בעוד שעל-פי ההסדר הקלסי, הטיבה אסטרטגיית אי-הגילוי עם מנהלי-החברה ומנעה מבעלי-המניות אכיפה אפקטיבית של חובותיהם, הרי שעל-פי ההסדר המוצע, הופכת אסטרטגיית אי-הגילוי לחרב-פיפיות הפועלת כנגד מנהלי-החברה ומרמזת על הפרתם את חובות האמון, קרי: לראיה לכך שהפרו את דרישת הרציונל העסקי.

לבסוף אף אראה, שכאשר פועל המנגנון — המבחין בין מנהלים מפרים לבין מנהלים שפעלו כשורה — באפקטיביות, אכיפת חובות המנהלים צפויה להיעשות בעיקר במסגרת הבירור הפנימי ומכלי שהאכיפה תהא כרוכה בהוצאות ניהול תביעה נגד מנהלים; היינו: אראה כיצד ההסדר המוצע תורם לאכיפה פנימית של חובות האמון מחוץ לכותלי בית-המשפט, וכך — לחיסכון בעלויות האכיפה עצמן. כתוצאה מכך צפוי ההסדר המוצע להשפיע לא רק על תמריציהם של מנהלי-החברה בדעיכת (*ex post*), כאשר בעלי-המניות פונים אליהם במסגרת הבירור

77 כעת נראית מסקנה זו כמעט לא אינטואיטיבית. ניתן היה לחשוב כי ידעת המנהל שיגיע לבירור משפטי, שבו ממילא יצמוד בפני הכותל להצדיק את אופן פעילותו, תנחה אותו — בתחום רחב בהרבה מזה שהתקיים על-פי ההסדר הקלסי — לנקוט גילוי מראש. למעשה, מאחר שאסטרטגיית הגילוי גוררת את המנהל המפר לחבות מיידית, הרי שער להסתברות גבוהה ביותר להצלחת בעלי-המניות בשלב המקדמי עדיין כדאי לו לנסות וליהנות מן הסיכוי שבבעלי-המניות ייכשלו בביטוס חשד ההפרה.

78 ראה, למשל, כיצד יצא קצפו של בית-המשפט בעניין *VanGorkom*, על שאפילו כתביעה המשפטית לא המציאו המנהלים-הנתבעים לפני בית-המשפט את חוזה-המיוג המקורי שעליו נסובה התביעה: *Smith v. VanGorkom*, *supra* note 57, at p. 868, n. 7 and at p. 878.

הפנימי, אלא עוד קודם-לכן, כאשר אלה שוקלים את כדאיות ההפרה בשלבי קבלת ההחלטות עצמן (*ex ante*): ראשית, נושאי משרה ודירקטורים שאינם מעוניינים לגלות מעורבות בענייני החברה, ואשר בעבר נהגו להחזיק במשרות לשם כיבודים וטובות-הנאה בלבד – יחששו מפני מנגנון-האכיפה האפקטיבי אשר עלול לגלגל עליהם חבות אישית לנזקים שייגרמו לחברה בעקבות מחדליהם. לכן צפוי ההסדר לשנות מעצם מבנה קבלת ההחלטות הפנימי בחברה. שנית, כאשר דעו מקבלי ההחלטות כי די בכך שרמזים על ההפרה יתגלגלו לידיהם של בעלי-המניות, כדי להביא לכירור יתרת העובדות ולביסוס האחריות להפרה – הם יירתעו מראש מביצועה. במלים אחרות: מרגע שמנגנון האכיפה יוצר מיכניזם בידי בעלי-המניות ובתיהמשפט להבחין בין מנהלים שקיימו את דרישת הרציונל העסקי לבין אלה שהפרו אותה, ההסדר המשפטי של חובות האמון צפוי להשיג את אפקט ההרתעה הנורמלי של הסדרים משפטיים לאכיפת הסכמים, למרות פערי האינפורמציה האופייניים להתקשרות המיוחדת שבין בעלי-המניות למנהלים.

עתה נדון בהשפעות ההסדר המוצע על אכיפת חובות המנהלים אחת לאחת: (א) כאמור, מנהלי-החברה הם המחזיקים הטבעיים באינפורמציה הרלבנטית לגבי אופן קבלת החלטותיהם. לכן השאלה הקריטית הראשונה היא שוב האם יוצר ההסדר המוצע תמריץ למנהלי-החברה לגלות את האינפורמציה הרלבנטית שבדיהם לבעלי-המניות?

גם על-פי ההסדר המוצע, ללא תלות באסטרטגיה הצפויה מצד בעלי-המניות, יבחרו מנהלי-החברה באסטרטגיית הגילוי, h'_1 , רק כל-אימת שאסטרטגיה זו תקנה להם תשואה הגבוהה מתוחלת התשואה שהם צופים לקבל כתוצאה מנקיטת אסטרטגיית אי-הגילוי, h'_2 . פורמלית, גם על-פי ההסדר המוצע, יבחרו מנהלי-החברה באסטרטגיית הגילוי רק כל-אימת שמתקיים

$$\sum_{z \in Z} u_2(h'_1 i(z))p(z) \geq \sum_{z \in Z} u_2(h'_2(z))p(z)$$

אלא שההסדר המוצע משנה מתוכנן של חובות האמון, ובעקפיין – אף מתוצאותיה של אסטרטגיית הגילוי: להבדיל מן ההסדר הקלסי, אין בעצם ההתעשרות העצמית של נושא המשרה או בבחירתו בפרויקטים מסוכנים – אשר גרמו למעשה נזקים לחברה – משום הפרה המצדיקה הטלת סנקציה. במלים אחרות: אסטרטגיית הגילוי אינה תמיד גוררת הטלת סנקציה במסגרת הבירור הפנימי, אלא יש להבחין לעניין זה בין נושאי משרה שקיימו את דרישת הרציונל העסקי לבין אלה שהפרו אותה; ובהתאמה יש להבחין גם בין תמריצי הגילוי של נושאי משרה שקיימו את דרישת הרציונל העסקי לבין תמריצייהם של אלה שהפרו אותה.

על-פי תרשים מס' 2, מבחינתם של מנהלים שקיימו את דרישת הרציונל העסקי, הרי שבין אם יגלו את האינפורמציה מיד (שאו יוכלו להמשיך ולהחזיק ב- V_m), ובין

אם יסתירוה בשלב הראשון ויגלוה רק בבירור משפטי — אסטרטגיה שתוחלתה $V_m = V_{mp}^* + (1-p^*)V_m$ — הם יוותרו עם סך של V_m .
 ← אי-השוויון מתקיים עבור כל $V_m \geq 0$.
 ← והמנהלים יבחרו באסטרטגיית הגילוי.

מנגד, מנהלים אשר הפרו את דרישת הרציונל העסקי, יוותרו עם שווי — 0 עקב נקיטת אסטרטגיית הגילוי. לכן, גם על-פי ההסדר המוצע, ללא תלות באסטרטגיה הצפויה מצד בעלי-המניות, מנהלים שלא קיימו את דרישת הרציונל העסקי יגלו את האינפורמציה המבוקשת רק כאשר (ראה תרשים מס' 2)

$$0 \geq p^*(-C) + (1-p^*)V_m \quad (8) \leftarrow$$

$$\frac{V_m}{C} \leq \frac{p^*}{(1-p^*)}$$

$$K \leq p^*/(1-p^*) \quad \leftarrow$$

$$p^* \geq K/(1+K) \quad (9) \leftarrow$$

יהי $\bar{p}^* = f^*(K) = K/(K+1)$, הרי האסטרטגיה הצפויה מצד מנהלים שהפרו את דרישת הרציונל העסקי היא

$$h'_1 i = \begin{cases} h'_1 1 & p^* \geq \bar{p}^* \\ h'_1 2 & p^* < \bar{p}^* \end{cases} \quad \begin{matrix} \text{עבור} \\ \text{עבור} \end{matrix} \quad (10)$$

כך, למרות ההכבדה על מנהלי-החברה בבירור המשפטי המתנהל נגדם, הרי שעדיין נדרשת הסתברות גבוהה ביותר, כדי שיתקיים $p^* \geq \bar{p}^*$; וכל עוד $p^* < \bar{p}^*$, יעדיפו מנהלי-החברה המפרים את אסטרטגיית הסתרת האינפורמציה. בפרט, בתחום הרלבנטי, שבו $5 \leq K \leq 10$, נע $\bar{p}^*$ בטווח הגבוה של $0.833 \leq \bar{p}^* \leq 0.91$, בהתאמה; וכל עוד ההסתברות להצלחת בעלי-המניות לא מגיעה בשלב המקדמי לערכים גבוהים אלה, $p^* < \bar{p}^*$, ומנהלי-החברה המפרים יעדיפו את אסטרטגיית אי-הגילוי.

79 יש לשים לב, כי בשל גטלי הראיה שעל ההגנה, הניסיון להציג רציונל עסקי אותנטי לפעולה יהיה תמיד האסטרטגיה הרציונלית מצד ההנהלה במהלך הבירור המשפטי עצמו.

היינו: על-פי ההסדר המוצע, נוצר פער משמעותי ביותר בין התמריצים המכוונים את נושאי המשרה אשר קיימו את דרישת הרציונל העסקי לבין אלה המשפיעים על נושאי משרה אשר הפרו אותה: בעוד שהראשונים ינקטו תמיד את אסטרטגיית הגילוי, h_1 , הרי שרק אם מתקיימת הסתברות גבוהה ביותר להעברת ההליכים השיפוטיים לשלב השני, כך ש- $p^* \geq \bar{p}^*$ — יעדיפו האחרונים את אסטרטגיית הסתרת האינוורמציה, h_2 .

שוב ראוי להדגיש, כי תמריצי הגילוי של נושאי משרה המקיימים את דרישת הרציונל העסקי אינם מצטמצמים לאירוע קונקרטי זה או אחר, אשר בו יעדיפו לגלות את המידע הרלבנטי להחלטתם, על-פי דרישת בעלי המניות; אלא תמריצי הגילוי משפיעים על מבנה ההליכים הסטנדרטי לקבלת החלטות בחברה. כדי להתגונן מראש בפני טענות אפשריות של בעלי-המניות, יעדיפו מנהלי-החברה המעוניינים בגילוי לקבל גיבוי להחלטותיהם בהליכים המעידים על נקיזת-כפיהם. כך יעדיפו לקבל את אישור הדירקטוריון⁸⁰, לפנות לתוות-דעת של מומחים⁸¹, לשמר פרוטוקולים ומסמכים המעידים כי שקלו את טובת החברה בכללותה⁸² וכדומה.

(ב) כתוצאה ממסקנותינו בפסקה (א), הרי שלהבדיל מן המצב שהתקיים על-פי ההסדר הקלסי, מבחינתם של בעלי-המניות — הופכת אסטרטגיית הבירור הפנימי, h_0 , לאסטרטגיית הרצויה ביותר בשלב הראשון: מתד גיסא, אסטרטגיה זו ממילא אינה חוסמת את דרכם של בעלי-המניות לפנות לבירור שיפוטי בשלב מאוחר יותר; ומאידך גיסא, בכל מקרה צפויה תגובתם של המנהלים בבירור הפנימי לשמש מקור אינוורמציה קריטי על אופן פעולתם. אם יגיבו מנהלי-החברה בגילוי מלא של כל פרט המהותי לפעולה הנדונה, ממילא יוכלו בעלי-המניות לסיים את הבירור מבלי להסתכן בעלויות ניהול התביעה; ואם ינקטו מנהלי-החברה באסטרטגיה של הסתרת אינוורמציה, ישמש הדבר סימן ברור לקיומה של הפרה.

אם מנהלי-החברה מגיבים בכל-זאת בנקיטת האסטרטגיה של הסתרת האינו-פורמציה, h_2 , שוב ייאלצו בעלי-המניות לבחור בין הגשת תביעה, h_2 , לבין הימנעות מעשות דבר, h_3 . גם כעת, צפויים בעלי-המניות להגיש תביעה רק כאשר תוחלת הרווח/הפסד מניהול התביעה היא חיובית; אחרת, יעדיפו בעלי-המניות שלא לעשות דבר ולהיות עם שווי 0.

80 להסתמכות על אישור הפעולה בידי רוב בלתי-הלוי של הדירקטוריון ראה *Universal Foods Corp. v. Amanda Acquisition Corp.*, 708 F Supp. 984, 1011 (1989); *Samjens Partners v. Burlington Industries Inc.*, 663 F Supp. 614, 624 (1987); *Moran v. Household*, 500 A 2d 1346, 1348 note 2 (1985).

81 ראה *Desert Partners v. USG Corp.*, 686 F Supp. 1289, at 1296, note 2; *The British Printing & Communication Corp. v. Harcourt Brace*, 664 F Supp. 1519, (1987) 1524; *Samjens Partners v. Burlington Industries Inc.*, *supra* note 80; *Rosenblatt v. Getty Oil Company*, 493 A 2d 929, 939 (1985). אך ראה הפסיקה בעניין *Hanson Trust*, *supra* note 57 (חוות-דעת המומחים משמשת מגן רק כאשר היא מעידה על קיום דרישת הרציונל העסקי על-ידי הדירקטוריון, אך לא כאשר היא מבקשת לשמש לו כיסוי להתנהגות פסיבית).

82 על התגנה שראיות מסוג זה משמשות לדירקטוריון ראה *Treadway Companies, Inc. v. Care Corp.*, 638 F 2d 357 (1980); *Universal Foods Corp. v. Amanda Acquisition Corp.*, *supra* note 80, at 1010.

פורמלית, על-פי תרשים מס' 2, תוחלת ניהול התביעה חיובית רק כאשר

$$0 \leq (1 - p^*)(-C) + p^*V_m \quad (11)$$

$$\frac{(1 - p^*)}{p^*} \leq \frac{V_m}{C} \quad \leftarrow$$

$$K \geq (1 - p^*)/p^* \quad \leftarrow$$

$$p^* \geq 1/(1 + K) \quad (12) \leftarrow$$

בהתאם לאי-שוויון (12) יהי $p^* = g^*(K) = 1/(1 + K)$ האסטרטגיה הרציונלית לבעלי-המניות היא (ראה תרשים מס' 2)

$$h_{2j} = \begin{cases} h_{22} & p^* \geq p^* \\ h_{23} & p^* < p^* \end{cases} \quad \begin{matrix} \text{עבור} \\ \text{עבור} \end{matrix} \quad (13)$$

היינו: גם על-פי ההסדר המוצע, ניתן להציג את ההסתברות הנדרשת להצלחה בשלב המקדמי כדי שהגשת התביעה תהפוך לאסטרטגיה הרציונלית לבעלי-המניות, כפונקציה של היחס בין שווי התביעה לבין עלויות ניהול, K . אלא שההסדר המוצע מרחיב באופן ניכר את הטווח שבו כדאי יהא לבעלי-המניות לפנות להגשת התביעה ($g(K) > g^*(K)$, עבור כל $K > 0$), ובדרך-כלל די יהא בסיכוי קלוש להצלחה בשלב המקדמי, כדי שיתקיים $p^* \geq \bar{p}^*$, ואסטרטגיית הגשת התביעה תהפוך לאסטרטגיה הרציונלית לבעלי-המניות.

מבלי לפגוע בכלליות, בתחום הרלבנטי בדרך-כלל, שבו $5 \leq K \leq 10$, נע $\bar{p}^*$ בטווח הנמוך של $0.091 \leq \bar{p}^* \leq 0.166$, בהתאמה, כך שכמעט בכל המקרים יתקיים $p^* \geq \bar{p}^*$, והגשת התביעה תהא האסטרטגיה הרציונלית לבעלי-המניות. הנקודה הקריטית היא ש- $P \neq \bar{p}^*$.

על-פי ההסדר הקלסי, נדרשו בעלי-המניות להוכיח את ההפרה, כאשר אי-גילוי מצד המנהלים לא יכול היה לשמש ראיה נגדם⁸³. לכן, הכביד אי-הגילוי על הוכחת ההפרה, וההסתברות של הצלחת התביעה נעה בדרך-כלל בטווח הנמוך של $0 \leq P \leq 1/2$. לעומת זאת, על-פי ההסדר המוצע, די באיתור חשד ממשי להפרת דרישת הרציונל העסקי, כדי לחצות את המכשולים המקדמיים, להביא לביקורת

83 שהרי ברוב המקרים של המקרים אי-הגילוי היה האסטרטגיה הרציונלית הן למנהלים אשר קיימו את דרישת הרציונל העסקי הן לאלה שהפירו אותה.

שיפוטית על פעולת ההנהלה ואף להעביר את נטל הראיה אל המנהלים כדי להוכיח כי לא הפרו את התחייבותם.

מעבר לכך, מאחר שעל-פי ההסדר המוצע מנהלי-החברה שקיימו את דרישת הרציונל העסקי יהיו מעוניינים בגילוי אינפורמציה, בעוד האחרים מעוניינים בהסתרתה, הופכת הסתרת האינפורמציה עצמה לראיה כי המנהלים הפרו את תובותיהם⁸⁴. בהתאם לכך יש להניח, כי כל-אימת שבעלי-המניות איתרו חשד הפרה ומנהלי-החברה סירבו לגלות אינפורמציה לגבי אותה פעולה, יתקיים $1/2 \leq p^* \leq 1$, ואולי אף $p^* \rightarrow 1$; ולכן יתקיים גם $p^* \geq \bar{p}$, ובעלי-המניות יגישו תביעה⁸⁵.

התוצאה היא, שמלבד מקרים קנטרניים אשר בהם אין לבעלי-המניות כל בסיס אמיתי לחשד שהמנהלים הפרו את דרישת הרציונל העסקי – יפנו בעלי-המניות לאכיפת החובות בבירור פנימי, h_01 ; ואם נתקלו בעלי-המניות בניסיונות להסתרת אינפורמציה מצד ההנהלה, יפנו לאכיפת החובות בבית-המשפט, h_22 . אי-גילוי המידע, כאשר הוא מצטרף לרסיסי האינפורמציה שליקטו כבר בעלי-המניות כנגד המנהלים – יספק בדרך-כלל הסתברות מספקת להצלחת התביעה, כדי לתמרץ את בעלי-המניות להגיש.

(ג) עד כאן ניתחתי את התנהגות המנהלים, ללא תלות באסטרטגיה הצפויה מצד בעלי-המניות; אלא שכאמור, אף זו עשויה להשפיע על בחירתם של המנהלים בין גילוי האינפורמציה, h_11 , לבין הסתרתה, h_12 : כאשר מנהלי-החברה צופים כי לבעלי-המניות לא יהא כל תמריץ להגיש תביעה ובהינתן אי-גילוי מצדם (היינו: בהינתן h_12), יבחרו בעלי-המניות שלא לעשות דבר (כאשר $p^* < \bar{p}$), ובעלי-המניות צפויים לנקוט h_23) – ממילא יעדיפו המנהלים לנקוט את אסטרטגיית אי-הגילוי וימנעו מלמסור לבעלי-המניות כל אינפורמציה החיונית לביקורת שיפוטית אפקטיבית.

פורמלית, אל אי-שוויון (10) יש להוסיף את המגבלה של אי-שוויון (13):

84 לכן יש היגיון רב בכלל הנוהג במדינת דלוור, שלפיו, כאשר מקבלי ההחלטות מביאים עסקאות הנוגעות בעניין אישי לאישור בעלי-המניות ונוקטים גילוי מלא לגבי כל העובדות המהותיות הקשורות באותן עסקאות – מזכך האשרור את העסקאות מכל פגם. התוצאה היא, שבעוד שפעולות הנוגעות בעניין אישי תועמדנה לביקורת שיפוטית חמורה, ועל המנהלים יוטל נטל הראיה להראות *the entire fairness of the transaction*, הרי שמרגע שאושרה הפעולה בידי בעלי-המניות, שב נטל הראיה אל התובעים המבקשים לתקוף את הפעולה, ולטובת המנהלים שבה וחלה חוקת *business judgement rule*. עם זאת, כדי שאשרור בעלי-המניות ייחשב לתקף, נדרש גילוי מלא מצד ההנהלה של כל העובדות הנוגעות לפעולה. ראה *Smith v. VanGorkom*, *supra* note 57; *Weinberger v. U.O.P.*, *supra* note 57.

85 החריג לכך יהיה במקרים שבהם יטענו המנהלים כי היתה להם סיבה עסקית לאי-הגילוי. ראה להלן, בפסקה 1.1. אך יש לשים לב, כי אף טענה כזו עלולה להפוך למלכודת, אשר תחייב את המנהלים על-פי המצג שהם עצמם יוצרים. המנהלים ייאלצו לצפות מראש, כי בבירור המשפטי אף טענה זו שהעלו כנגד הגילוי לבעלי-המניות תעמוד לביקורת שיפוטית.

$$h'_1 i = \begin{cases} h'_1 1 & p^* \geq \bar{p}^* \text{ וגם } p^* \geq \bar{p}^* \\ h'_1 2 & p^* < \bar{p}^* \text{ או } p^* < \bar{p}^* \end{cases} \quad (14) \leftarrow$$

כמו הניתוח שערכתי לעיל, לגבי $f(K)$ ו- $g(K)$, $\bar{p}^* = f^*(K) = \bar{p}^* = g^*(K)$, כאשר

$$K/(1+K) = 1/(1+K) \quad \leftarrow$$

$$K = 1; \quad p^* = 1/2$$

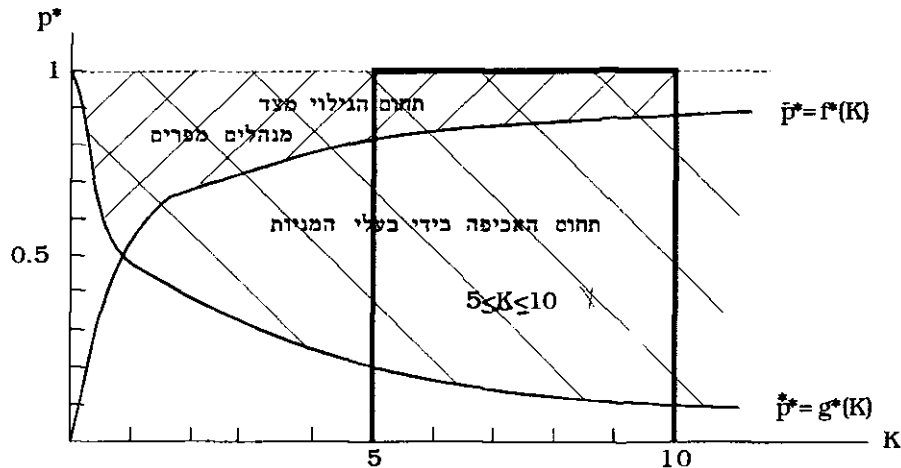
בהתאמה, אסטרטגיית הגילוי תהיה האסטרטגיה הרציונלית למנהלים ויתקיים $h'_1 i = h'_1 1$ כאשר

$$p^* \geq \begin{cases} \frac{K}{(1+K)} & K \geq 1 \\ \frac{1}{(1+K)} & K < 1 \end{cases} \quad (16) \leftarrow$$

מבלי לפגוע בכלליות, בתחום הרלבנטי בדרך-כלל, שבו $5 \leq K \leq 10$, מתקיים $\bar{p}^* = g^*(K) < f^*(K) = \bar{p}^*$; וגם על-פי ההסדר המוצע, בחירת המנהלים בין אסטרטגיית הגילוי לבין אסטרטגיית אי-הגילוי אינה תלויה כלל בבחירתם הצפויה של בעלי-המניות בין הגשת תביעה לבין ההימנעות מעשות דבר.

גרף מס' 2 מסכם את תמונת המצב הצפויה על-פי ההסדר המוצע: להבדיל מן התוצאות על-פי ההסדר הקלסי, הרי שכרוב המכריע של המקרים לא תימצא ההפרה חסרת-תגובה, אלא בעלי-המניות יפנו לבירור פנימי. אם קיבלו בבירור הפנימי תשובה מספקת, המציגה את הרציונל העסקי לפעולה — יסתיים הסכסוך; אם מנהלי-החברה יבחרו באסטרטגיית הסתרת האינפורמציה — יפנו בעלי-המניות להגשת תביעה, ואי-הגילוי ישמש חרבי-פיפות נגד המנהלים, המצביע על קיומה של הפרה, ובעיית האינפורמציה, אשר בעבר הכשילה את אכיפת חובות המנהלים, תבוא על פתרונה.

גרף מס' 2: טווח אכיפת חובות המנהלים על-פי ההסדר המוצע



כתוצאה מכך, הגם שנדרשת הסתברות גבוהה להצלחת בעלי-המניות בשלב המקדמי, כדי שאסטרטגיית הגילוי תהפוך לאסטרטגיה הכדאית למנהלי-החברה — הרי שבמקרים רבים יתקיים אף $p^* \geq \bar{p}^*$, והסכסוך יתברר מחוץ לבית-המשפט.

גם על-פי ההסדר המוצע, בתחום הרלבנטי של $5 \leq K \leq 10$, נע $\bar{p}^*$ בטווח הגבוה של $0.833 \leq \bar{p}^* \leq 0.91$, בהתאמה; אלא שכעת, מאחר שרק מנהלים מפרים יבחרו באסטרטגיית אי-גילוי — משמש אי-הגילוי עצמו ראייה להפרה. לכן, באותם מקרים שבהם איתרו בעלי-המניות ראיות ממשיכות המצביעות על חשד הפרה ואין תביעתם קנטרנית גרידא, די באי-הגילוי כדי שיתקיים $1 \rightarrow p^* \leftarrow p^* \geq \bar{p}^*$. המנהלים המפרים יבחרו באסטרטגיית הגילוי, וכך תימצאנה החובות אכיפות אף מחוץ לבית-המשפט.

שוב ראוי להדגיש, כי תמריצי הגילוי אינם מצטמצמים רק לגילוי האינפורמציה הנדרשת על-ידי בעלי-המניות בסוגיה קונקרטית זו או אחרת, אלא הם יורדים לשורש הליכי קבלת ההחלטות הסטנדרטיים בחברה. לכן יש לצפות, כי ההסדר המוצע יגרור תגובת-שרשרת: ככל שמתחזק התמריץ לנהל את הליכי קבלת ההחלטות בחברה תוך גילוי נאות, שמירת פרוטוקולים, זימון האינפורמציה הרלבנטית להחלטה לביקורת חיצונית ונסיון לגבות מראש את תפוצתן של פעולות ההנהלה — כן מרמזות החלטות חפוזות אלו או אחרות אשר לא נתקבלו בהליכים כאלה על הפרה, והן הופכות לחשופות יותר לתקיפה שיפוטית (וערכה של p^* גדל בהתאמה); וככל שהחלטות הנהלה רבות יותר נמצאות חשופות לתקיפה שיפוטית, כן מתחזק התמריץ להקפיד בהליכי קבלת ההחלטות ולהימנע מכל פעולה העלולה להעיד על נסיון להסתיר אינפורמציה מביקורת חיצונית, וחוזר חלילה.

אמנם, עד כה הגבלתי את האפשרויות העומדות לרשות מנהלי-החברה במסגרת

הבירור הפנימי והנחתי, כי עומדות לפנייהם שתי אסטרטגיות אפשריות בלבד – גילוי מלא, h_1 , או אי-גילוי מלא, h_2 . זאת, בעוד שלמעשה, כאשר ידעו המנהלים שבעלי-המניות אספו כבר רסיסי אינפורמציה מספיקים כך שדי יהא בבחירתם באסטרטגיית אי-הגילוי כדי לבסס חשד הפרה ממשי, וכדי שבית-המשפט יעביר עליהם את נטל הראיה ($p=1$), עשויים הם לבחור באסטרטגיה של גילוי חלקי. עם זאת, ככל שמקובל גילוי רב יותר בהליכי קבלת ההחלטות הסטנדרטיים בחברות, כן הופך הדבר לקשה להסתיר אינפורמציה באופן חלקי. כמו אי-הגילוי המלא, הופך אז אי-הגילוי החלקי לרמז מספיק להפרה⁸⁶. לכן, כפי שמראה הנספח, אין באלטרנטיבת הגילוי החלקי כדי לשנות מן התוצאות הכלליות שהגענו אליהן בחלק זה⁸⁷.

לבסוף ראוי להקדיש מעט שימת-לב לפן של עלויות האכיפה: בניחות הכלכלי מקובל להשוות בין שני סוגי פתרונות לקשיי אכיפה של נורמות, הנובעים מכך שהפרותיהן אינן גלויות לעין כול⁸⁸: סוג אחד של פתרונות מתרכז בשווי הסנקציה ומציע לאזן את ההסתברות הנמוכה לאכיפה בהגדלת שווי הסנקציה, כך שיישמר אפקט ההרתעה המבוקש. סוג שני של פתרונות מתרכז בסיכויי האכיפה ומבקש לשמר את אפקט ההרתעה בעזרת הגברת האכיפה, כך שההסתברות להטלת הסנקציה תהיה גבוהה יותר. במאמרו המרכזי בנושא הראה Becker, כי שיקולי יעילות מצדיקים את השימוש בסוג הפתרונות הראשון ולא בסוג הפתרונות השני⁸⁹; היינו: החברה יכולה להגביר את אפקט ההרתעה בעלויות מינימליות דווקא על-ידי הגדלת שווי הסנקציה, ולא על-ידי הגברת האכיפה. האינטואיציה שביסוד המודל של Becker נסמכת על שתי הנחות קריטיות – הנחת התועלת השולית הפוחתת של אמצעי האכיפה והנחת העלות השולית הגדלה של הוצאות האכיפה. שילובן של שתי הנחות אלו מביא לכך שכל הגברה נוספת של משאבי האכיפה, המכוונת להגדיל את ההסתברות האכיפה, היא יקרה יותר ואפקטיבית פחות. לעומת זאת, על-ידי הגדלת שווי הסנקציה יכולה החברה (the society) להשיג אפקט הרתעה דומה מבלי לשאת בעלויות אכיפה נוספות⁹⁰. לכן מגקודה מסוימת ואילך שוב אין

86 כך, למשל, בעניין *Smith v. VanGorkom*, supra note 57 ניסו המנהלים להסתמך על כך שהעמידו את ההחלטה לאישור הדירקטוריון, אך לא גילו לדירקטוריון כי בקרב ההנהלה המעשית התבססה גם אופוזיציה חזקה לעסקה. כך, בעוד שגילו המנהלים לבעלי-המניות את אותן חוות-דעת שהצביעו על כך כי המחיר ששולם עבור המניות על-פי העסקה היה מחיר ראוי, לא גילו את חוות-הדעת האחרות שהצביעו על שווי גבוה יותר של המניות וכו'. אי-הגילוי החלקי שימש רמז להפרה והשפיע במפורש על החלטתו של בית-המשפט. ליסטרואציה דומה מבחינה זו ראה גם *Weinberger v. UOP*, supra note 57.

87 ראה הנספח.

88 קרי: אותם מצבים שבהם $p < 1$, ולכן סנקציה אורחית רגילה המעבירה את נזקי ההפרה מן הניזוק אל המפר אינה מספקת. ראה לעיל, בהערה.

89 G.S. Becker, "Crime and Punishment: An Economic Approach" *J.Pol.Econ.* (1968) 169.

90 ומכאן התפתח מודל חשוב נוסף של Posner & Landes, שלפיו כדי ששווי הסנקציה הגבוה לא יביא ליתר אכיפה, נדרש שהאכיפה תיעשה במסגרת רשויות אכיפה ריכוזיות ולא בתנאי שוק. זאת מאחר וכוחות השוק צפויים לפרש את שווי הסנקציה הגבוה כ"מוצר שמחירו עלה" ולהגיב בהגדלת היצע האכיפה בעוד שמלכתחילה שווי הסנקציה הגבוה מבקש דווקא להביא לאכיפה נמוכה יותר, באפקט הרתעה חריף יותר. ראה *Landes & Posner*, supra note 11.

זה כדאי להגביר את אפקט ההרתעה בעזרת הגדלתם של משאבי האכיפה, אלא בעזרת הגדלת שווי הסנקציה.

נראה לכאורה שהמודל המוצע מתנגש עם עמדתו של Becker, שהרי הוא שואף דווקא להגדלת הסתברות האכיפה ולא לשינוי שווי הסנקציה. במלים אחרות: הגם שהמודל המוצע צפוי להגדיל את ההסתברות להטלת סנקציה על מנהלים שהפרו את התחייבויותיהם כלפי בעלי-המניות, לא ברור לכאורה שעלויותיו אכן מצדיקות את יתרונותיו. לכן לסיום הדיון ביתרונותיו של המודל המוצע מן הראוי להדגיש את השוני שבין המודל המוצע לבין סוגי הפתרונות שאליהם התייחס Becker: ראשית, את האינפורמציה המגיעה לרשויות האכיפה באופן טבעי, ובהתאמה, את הסתברות האכיפה הבסיסית, p , קבע Becker כנתון שאינו תלוי בהסדר המשפטי. הנחתו המפורשת היא, שכל הגדלה של הסתברות האכיפה, p , כרוכה בהזרמת משאבים נוספים לפעילות האכיפה⁹¹. לעומת זאת, המודל המוצע מתייחס להסתברות האכיפה הבסיסית כאל ערך דינמי, התלוי בעצמו ברמת האינפורמציה הסטנדרטית שמנהלים הפועלים כשורה נוהגים לשמר ולזמן בידי בעלי-המניות, כאשר נוהגים אלה תלויים ישירות בהסדרי האכיפה המשפטיים של חובות המנהלים. ככל שנהוג פיזור אינפורמציה רב יותר, כן גדל ערכו של p . ולכן לא ניתן כלל להחיל את המודל של Becker על המודל המוצע. שנית, להבדיל מן המודל של Becker, המתרכז בסיטואציה הפלילית האופיינית, ולכן מניח כי החברה (קרי: society, ולא המפר) היא הנושאת בעלויות האכיפה⁹², הרי שעל-פי המודל המוצע צפויים המנהלים המפרים עצמם לשאת בעלויות האכיפה. לכן לא רק שעלויות האכיפה אינן צריכות להרתיע עוד את ציבור הנהנים מן האכיפה המוגברת, אלא גם מנהלי-החברה (המפרים הפוטנציאליים) צפויים להפנים עלויות אלו, כאשר הם שוקלים את כדאיות ההפרה. משום-כן, ככל שעלויות האכיפה גבוהות יותר, כן מתחזק אפקט ההרתעה. במלים אחרות: גלגול עלויות האכיפה אל המפרים הפוטנציאליים צפוי להביא לתועלת שולית קבועה ואף גדלה של כל תוספת במשאבי האכיפה, ולא לתועלת שולית פוחתת, כפי שהניח Becker⁹³.

שלישית, הנקודה הקריטית ביותר היא, שעל-פי המודל המוצע, עלויות האכיפה הולכות וקטנות, ולא להיפך: "עלויות האכיפה" ש-Becker התייחס אליהן הן העלויות האופייניות לחקירה והאכיפה הפלילית, קרי: הגדלת מספר החוקרים,

91 Becker. Becker, *supra* note 89, at p. 175. מניח, שהגזרת הראשונה של עלויות האכיפה, C , לפי p היא חיובית, כך ש- $C' > 0$.

92 הגורם של $G(O)$, המציין את הרווח למפר מן ההפרה, אינו לוקח בחשבון את הוצאות האכיפה. לכאורה שיקולי תועלת טהורים מתעלמים מגורם החלוקה, ולכן אין זה משנה מי נושא בעלויות האכיפה. אלא שלמעשה, אילו היה המפר נאלץ להפנים את עלויות האכיפה בשיקוליו, היו תוצאות המודל משתנות לחלוטין; שהרי אז, לא רק ש- $G''(O) > 0$, אלא גם מנקודה מסוימת ואילך היה $G'(O) < 0$, וההפרה לא היתה משתלמת עוד.

93 התועלת השולית קבועה אם נושאי המשרה אדישים לסיכון, וגדלה אם מנהלי-החברה שונאי סיכון. התועלת השולית הפוחתת של הכסף הופכת את ההפסד הצפוי לנושא המשרה כתוצאה מן האכיפה לרב-ערך יותר מן הרווח הצפוי מן ההפרה, אם אין הסנקציה נאכפת עליו. לכן שנאת סיכון מצד נושאי המשרה צפויה רחוקה לחזק את תוצאות המודל המוצע. Becker הניח תועלת שולית פוחתת, $G''(O) < 0$, היינו: שנאת סיכון, בעוד שאני הנחתי אדישות לסיכון.

עלויות המכשור הטכני המסייע בעבודות המשטרה, עלויות הנסיון השיפוטי להתחקות אחר מה שקרה למעשה, וכד'. עלויות אלו הולכות וגדלות ככל שהמערכת מנסה להגיע לסיכויי אכיפה גבוהים יותר, היינו: כל נסיון נוסף להגדיל את הסתברות האכיפה, p , כרוך בעלויות שוליות גבוהות יותר⁹⁴. לכן מערך p מסוים ומעלה, אין פירות האכיפה המוגברת מצדיקים עוד את עלויותיה הגבוהות. לעומת זאת, עלויות האכיפה הנובעות מן המודל המוצע הן העלויות הכרוכות בגילוי מצד מחזיקי האינפורמציה הטבעיים, קרי: עלויות הפצת האינפורמציה לבעלי-המניות, על-פי דרישתם, ועלויות ניהול התביעה (אם מנהלי-החברה נקטו אסטרטגיה של הסתרת אינפורמציה בהליכי הבירור הפנימיים, ובעלי-המניות בחרו להגיש תביעה משפטית). להבדיל מעלויות האכיפה ש-Becker התייחס אליהן, הרי כפי שמעיד הניתוח שבנספח, דווקא ככל שמקובל גילוי רב יותר בהליכי קבלת ההחלטות הסטנדרטיים בחברות, כן ייקשה להסתיר אינפורמציה, מבלי שצצם הסתרת האינפורמציה תעיד על הפרה. ובהתאמה, ככל שמקובל גילוי סטנדרטי מלא יותר, כן מסתבר שאי-גילוי חלקי מסוים ירמז על הפרה, וכן גדלה ההסתברות, p^* , שכתוצאה מאי-הגילוי ומרסיסי האינפורמציה שבידי בעלי-המניות יעביר בית-המשפט את נטל הראיה אל המנהלים להראות כי פעלו כשורה. היינו: כל נסיון נוסף להגדיל את p^* כרוך דווקא בעלויות שוליות נמוכות יותר, ולא להיפך, כאשר מעל לערך p^* מסוים (בהתאם לאי-שוויון (16)) צפויים אף המנהלים המפסידים לגלות את האינפורמציה המלאה על ההפרה כבר במסגרת הבירור הפנימי, תוך חיסכון ניכר בעלויות האכיפה. לכן, להבדיל מן התוצאות ש-Becker הגיע אליהן, לא רק שההסדר המוצע מגביר את האפקטיביות של אכיפת חובות האמון, אלא עשוי אף לתרום לחיסכון בעלויות האכיפה עצמה.

ג. תיקון מס' 4 – דרישת הרציונל העסקי והפרוצדורה באכיפתה

עד כאן עימתנו את המודל הקלסי של חובות האמון, אשר נכרך בדיני עשיית עושר ולא במשפט ובאחריות הגזיקית ברשלנות ונאכף על-פי מבנה ההתדיינות האדברסרי הרגיל, עם המודל המוצע של חובות האמון, הנסמך על תוכן ההסכמה המשותפת שבין משקיעיה של החברה לבין מקבלי ההחלטות בה, ואשר נאכף בהליכים התואמים את פערי האינפורמציה המכבידים על בעלי-המניות. כעת, כדי להשלים את הדיון, נקשור את הניתוח המפשט בהסדר הפוזיטיבי הקיים היום בישראל באשר לחובות אמון מנהלים.

ההסדר המשפטי של אחריות נושאי משרה עבר לאחרונה רפורמה חקיקתית בכמה תיקונים של פקודת החברות⁹⁵ ואף של חוק העונשין⁹⁶, אשר העיקרי שבהם הוא תיקון מס' 4 לפקודה. באופן כללי, הגם שתיקון מס' 4 שימר את המבנה הקלסי של חובות מנהלים, הרי שלמעשה שינה התיקון את תוכן המהותי של החובות וקירבן במידה רבה לחובות האמון המהותית על-פי המודל המוצע: אמנם לכאורה,

94 Becker הניח $C''O_2 = C_{pp} > 0$. ראה Becker (לעיל, הערה 89).

95 בתיקונים 4, 5 ו-7 לפקודת החברות. ראה לעיל, הערה 24.

96 חוק העונשין (תיקון מס' 32), התשנ"א-1991, ס"ח התשנ"א 104.

בשל ניסוחן של חובות האמון במסגרת הדיכוטומית של תובת הנאמנות, המתמקדת באיסורים על התעשרות עצמית⁹⁷, וחובת הזהירות, המחילה במפורש את ההסדר הנוזקי של אחריות ברשלנות⁹⁸ – ממשיכות חובות האמון להיות ענפיהם של דיני עשיית עושר ולא במשפט ודיני-הנוזקין. אלא שבחינה מעמיקה יותר של ההסדר החקיקתי מגלה שכמו ההסדר המוצע, הסיט תיקון מס' 4 את מרכז-הכובד של חובות האמון ואיחודן תחת דרישת הרציונל העסקי: ראשית, סעיף 96כז לפקודת החברות, המפרט את תוכנה של חובת הזהירות, זהה ביסודותיו לדרישת הרציונל העסקי, על-פי ההסדר המוצע. שנית, כמו ההסדר המוצע, התעשרות עצמית של נושאי המשרה אינה אסורה עוד *per se*, אלא נדרשים הליכי אשורר פנימי על-ידי אורגנים בלתי-תלויים של החברה, כדי להבטיח מראש כי פעולות הכרוכות בעניין אישי של נושאי משרה לא תתנגשנה עם טובתה של החברה בכללותה⁹⁹. שלישית, כמו ההסדר המוצע, קובע סעיף 96לז(א) לפקודת החברות כי הפרת חובת הנאמנות תזכה את החברה, בשינויים המחויבים, בתרופות על הפרת חוזה; וכך התיקון קושר במפורש את חובת הנאמנות בתחום המשפטי המסדיר אכיפת הסכמים.

לעומת זאת, לא שינה תיקון מס' 4 מן הפרוצדורה הקלסית של אכיפת חובות המנהלים, וגם עתה מתנהלים הליכי האכיפה של חובות המנהלים בהתאם להסדר הקלסי. ברור שלפי חלקו הקודם של המאמר, מוצע להשלים את הרפורמה החקיקתית שנעשתה בתיקון מס' 4 – אשר מיקדה את חובות האמון המהותיות בדרישת הרציונל העסקי – ברפורמה חקיקתית נוספת שתתמודד ישירות עם הקושי האינהרנטי באכיפת חובות המנהלים וחשנה את ההסדר הפרוצדורלי באכיפת חובות האמון, בהתאם להסדר המוצע.

במצב המשפטי הקיים, השאלה המורכבת והמעניינת יותר היא, האם ניתן להיעזר בניתוח המפשט שעשינו בחלקו הקודם של המאמר כדי לפתור בעיות פרשנות העשויות להתעורר על רקע תיקון מס' 4? חלקו הנוכחי והאחרון של המאמר מבסס תשובה חיובית לשאלה זו, תוך עיסוק בכמה סוגיות מרכזיות שהתיקון מעורר. ראוי להדגיש, כי שורש ההבדל שבין תוצאות המודל המוצע לתוצאותיו של המודל הקלסי טמון בהפרדה שההסדר המוצע יוצר בין תמריצי הגילוי המשפיעים על דירקטורים ונושאי משרה המקיימים את דרישת הרציונל העסקי, לבין תמריצי הסתרת האינפורמציה, המשפיעים על מנהלים המפרים אותה. שהרי לפי הפרדה זו, נקל לבעלי-המניות ולכתי-המשפט להתגבר על הקושי האינהרנטי שבאכיפת חובות המנהלים ולאחר את ההפרה. לכן בניתוח ההסדר החל לפי תיקון מס' 4 שאלת-המפתח היא, האם לאור הסטת החובה המהותית, מיסודות ההתעשרות העצמית ויסודות הרשלנות, לעבר דרישת הרציונל העסקי – מצליח תיקון מס' 4 להשפיע על תמריצי הגילוי, כמו המודל המוצע? או שמא בשל העובדה שהסדרי האכיפה הפרוצדורליים של חובות האמון לא השתנו, גנוע אף תיקון מס' 4 בליקוייו של ההסדר הקלסי?

97 ראה סעיף 96כז לפקודת החברות.

98 ראה סעיף 96כז לפקודת החברות.

99 לפירוט מנגנוני האשורר הפנימיים ראה להלן, בפסקה 5.1.

בשל חשיבותה המרכזית של סוגיה זו תוקדש הפסקה הראשונה בחלק זה לתוצאותיה של אסטרטגיית אי-גילוי מצד ההנהלה על-פי תיקון מס' 4.

1. תוצאותיה של אסטרטגיית אי-הגילוי מצד דירקטורים ונושאי משרה בחברה

נוסחו של תיקון מס' 4 שונה באופן ברור מזה של המודל המוצע. עם זאת, ניתוח מפשט מורה, שדי ברפורמה שחולל תיקון מס' 4 בבסיס המהותי לאחריות מנהלים, כדי להשפיע על תמריצי הגילוי של דירקטורים ונושאי משרה בחברה, בהתאם לשינוי הצפוי על-פי ההסדר המוצע.

כפי שניתחנו לעיל, ינקטו המנהלים גילוי כאשר:

$$\sum_{z \in Z} u_2(h'_1 1(z))p(z) > \sum_{z \in Z} u_2(h'_1 2(z))p(z)$$

עבור אותם מנהלים, אשר קיימו את דרישת הרציונל העסקי, מתקיים אי-השוויון כאשר

$$V_m \geq (1 - p')V_m + p'[p(-2C) + (1 - p)V_m]$$

ותנאי זה מתקיים עבור כל $V_m \geq 0$.

לעומת זאת, כמו על-פי ההסדר הקלסי, מנהלים אשר הפרו את דרישת הרציונל העסקי יעדיפו גם כעת להסתיר את האינפורמציה הקשורה בפעולתם; שהרי מבחינתם לא שינה תיקון מס' 4 דבר, ואי-השוויון שהם רואים אל מול עיניהם הוא עדיין:

$$0 \geq (1 - p')V_m + p'[p(-2C) + (1 - p)V_m]$$

היינו: מכיוון שכמו המודל המוצע מתיר גם תיקון מס' 4, בכפיפות לדרישת הרציונל העסקי, התקשרויות הנגזרות באינטרסים אישיים של נושאי משרה בחברה, ובלבד שאלו עולות בקנה אחד עם טובתה של החברה – הרי שהשפעתו של התיקון על תמריצי הגילוי של המנהלים דומה להשפעתו של ההסדר המוצע: גם לפי תיקון מס' 4, יהיו מנהלים אשר קיימו את דרישת הרציונל העסקי מעוניינים תמיד באסטרטגיית הגילוי, $h'_1 1$, בעוד שמנהלים אשר הפרו את דרישת הרציונל העסקי יהיו מעוניינים בהסתרת האינפורמציה הקשורה בפעולתם, $h'_1 2$.

כתוצאה מכך, עקרונית, די בהוראותיו של תיקון מס' 4 כדי ליצור בידי בעלי-המניות ובתי-המשפט את המיכניזם הרצוי להתגבר על מכשולי האינפורמציה ולהבחין בין מנהלים אשר קיימו את דרישת הרציונל העסקי, ולכן יגלו את כל

האינפורמציה שבידיהם, לבין מנהלים אשר הפרו את התחייבותם, ולכן יש להם תמריץ להסתיר את המידע הרלבנטי להחלטה. כמו ניתוחנו לגבי ההסדר המוצע, גם לפי תיקון מס' 4 הופכת אותה אסטרגיית אי-הגילוי, שבעבר שימשה את המנהלים כדי להכשיל תביעות פוטנציאליות על הפרת אמונים, לחרב-פיפיות ולראיה לכך שהפרו את דרישת הרציונל העסקי.

מסקנתנו היא, כי הגם שתיקון מס' 4 לא שינה במפורש מן המבנה הדיכוטומי של חובות האמון ואף לא מן הפרוצדורות לאכיפתן, הרי שבשל השפעתו על תמריצי המנהלים – כאשר אלה שוקלים אם לנקוט אסטרגיית גילוי או אסטרטגיה של הסתרת אינפורמציה – עשויה החקיקה להגדיל את ההסתברות להצלחת בעלי-המניות להתגבר על פערי האינפורמציה המכשילים את תביעתם, P , ואולי אף עד כדי $p^* \rightarrow P$, ולהביא להשלטתו של ההסדר המוצע.

תיקון מס' 4 מתייחס במפורש לדרישות הגילוי, אם כי בשלבים השונים מאלה שעסקתי בהם במהלך הניתוח המפשט: הניתוח המפשט התרכז בבירור המתנהל בדעיבד (*ex post*) כנגד דירקטורים ונושאי משרה בחברה, ולכן התרכז בבחירתם של האחרונים בין גילוי לאי-גילוי בשלב שבו פונים בעלי-המניות לבירור פנימי עם המנהלים, בעקבות חשדות הפרה שהתעוררו בהם. מנגד, תיקון מס' 4 ביקש להסדיר מנגנוני אכיפה פנימיים בתוך החברה, אשר יבטיחו מראש (*ex ante*), שפעולה הנגועה בעניין אישי לא תתאפשר כלל, אלא אם עולה היא בקנה אחד עם טובתה של החברה בכללותה. בהתאמה, מתרכז תיקון מס' 4 בדרישות גילוי מראש, החלות על נושא המשרה הנגוע בעניין אישי¹⁰⁰: סעיפים 96(2) ו-96 לפקודה מתנים את יכולתה של החברה לאשרר פעולה האסורה על-פי חובת הנאמנות של נושא משרה שלה (כהגדרתה בסעיף 96(כז)) או הנגועה באינטרס אישי של נושא המשרה בגילוי, זמן סביר לפני המועד לדיון בפעולה. סעיף 96 כט מטיל חובה כללית על נושא המשרה בחברה לגלות כל אינטרס אישי שיש לו בפעולה מפעולות החברה, לא יאוחר מאשר בישיבת הדירקטוריון הראשונה שבה נדונה הפעולה; או בישיבת הדירקטוריון הראשונה שלאחר המועד שבו נודע לו על היותו בעל עניין אישי בפעולה, כאמור. כאשר סעיף 96(א) לפקודה מתנה את יכולתו של נושא המשרה להתקשר עם החברה בעסקה שיש לו בה עניין אישי, בגילוי זמן סביר לפני ההתקשרות.

אלא שעקרונית בדעיבד לא צריך להיות הבדל מהותי בין אסטרטגיות הגילוי/אי-גילוי מראש לבין אסטרטגיות אלו: לפי התחולה האקביבלנטית של השפעת התיקון על תמריצי הגילוי של הדירקטורים ונושאי המשרה בחברה, יש לצפות כי כמו המודל המוצע, כל-אימת שהפעולה הנגועה בעניין אישי של נושא משרה מתיישבת עם דרישת הרציונל העסקי – תהא האסטרטגיה הרציונלית מצד אותו נושא משרה לגלות זאת מראש ולקבל לכך את האשרור כנדרש; כאשר האסטרטגיה הרציונלית מצד נושאי המשרה המעורבים באשרור הפעולה תהא לגבות את פעולתם מראש בראיות המעידות על כך שקיימו את דרישת הרציונל העסקי ועל כך שלקחו בחשבון

100 אך ראה תיקון מס' 7 לפקודה (לעיל, הערה 24), אשר צמצם למעשה את דרישות הגילוי ל"עסקאות חריגות".

את טובתה של החברה בכללותה¹⁰¹. לבסוף, גם בכל אירוע של חשד או נסיון לבירור פנימי מצד בעלי-המניות, שוב תהא אסטרטגיית הגילוי האסטרטגיה הרציונלית של נושאי המשרה המעורבים, ואלה ינסו להראות לבעלי-המניות כי עמדו בדרישות הדין ושקלו כראוי את כדאיות הפעולה מזוויתיה של החברה. במלים אחרות: הואיל ולמנהלים הפועלים כשורה יהא תמיד תמריץ לנקוט אסטרטגיית גילוי, הרי שהסתרת האינפורמציה בכל שלב שהוא ראויה להתפרש על-ידי בית-המשפט כרמז וכסימן להפרה.

התוצאה הרצויה המתבקשת אפוא היא להחיל את אותן התוצאות המשפטיות על אסטרטגיית אי-הגילוי מצד ההנהלה בכל שלב שהוא. הבעיה הפוזיטיבית היא, שכל עוד לא התקבלה רפורמה חקיקתית נוספת, לא תמיד ניתן להגיע לתוצאות אלו על-פי ההסדר הקיים בשל הסיבות הבאות:

ראשית, הגם שתיקון מס' 4 ריכז את שתי חובות האמון תחת דרישת הרציונל העסקי, הרי שבשל שייריה של ההבחנה המסורתית בין חובת הנאמנות לחובת הזהירות חלות דרישות הגילוי על-פי תיקון מס' 4 רק על הפרות של חובת הנאמנות. כתוצאה מכך, כאשר לא יצליחו בעלי-המניות לאתר רסיסי אינפורמציה המצביעים על הפרה סובייקטיבית ויאלצו לבסס את תביעתם על הפרת חובת הזהירות, תגביל דוקטרינת הרשלנות את תוצאות ההפרה לזכות לפיצויים על הנזק שנגרם לחברה/בעלי-מניותיה; להבדיל מן ההסדר החל לגבי אי-גילוי על-פי חובת הנאמנות, החברה לא תהא רשאית לבטל את ההתקשרות¹⁰². בתחומים אלה ההפרדה הדיכוטומית שבין חובת הנאמנות לחובת הזהירות עדיין עומדת כמכשול ומחייבת תוצאות משתנות על-פי המידע שהצליחו בעלי-המניות לאתר לגבי היותה של ההפרה כרוכה בהפרה סובייקטיבית. ברור שאין להבחנה זו מקום על-פי ההסדר המוצע, שלפיו נתפש תמיד אי-הגילוי כרמז/ראיה להפרת דרישת הרציונל העסקי, בין אם אתרו בעלי-המניות עניין אישי של נושאי המשרה בפעולה ובין אם לאו.

שנית, תיקון מס' 4 מבחין בין תוצאותיה של הפרת דרישת הגילוי בהתקשרות שבין נושא המשרה לבין החברה, לבין תוצאותיה של הפרה דומה בעסקאות עם צד ג, הנגזרות בעניין אישי של נושא משרה: לגבי התקשרות שבין נושא המשרה לבין החברה קובע סעיף 96(ב1), כי לא יהא תוקף להתקשרות כלפי החברה וכלפי נושא המשרה. לעומת זאת, כאשר אי-הגילוי מתייחס להתקשרות החברה עם צד ג, חלות הוראות הדומות לזו שהחלה בהתקשרות בחריגה מהרשאה (לפי סעיף 105 לפקודה), ובכל מקרה הפעולה תהא תקפה; אלא שהחברה רשאית לבטל את הפעולה, אם ידע גם צד ג עצמו על האינטרס האישי ונקט אסטרטגיית אי-גילוי¹⁰³. ההנחה שהנחתה את יוצרי התיקון היתה כנראה, שניגודי האינטרסים בין טובתה של החברה לבין עניינו האישי של נושא המשרה הם החמורים ביותר בהתקשרויות שבינו לבין החברה, ולכן יש להחיל לגביהן את התוצאות החמורות ביותר לאי-הגילוי. כמובן, לעומת התקשרויות שבין החברה לבין נושא משרה,

101 ראה לעיל, ליד הערות 78-82.

102 על בטלות/בטילות עסקה הנגזרת ב"עניין אישי", כאשר נושא המשרה הנגוע בעניין אישי לא עמד בדרישות הגילוי, ראה סעיפים 96(א), 96(ב), 96(ג), 96(ד), 96(ה), 96(ו), 96(ז), 96(ח), 96(ט), 96(י), 96(יא), 96(יב), 96(יג), 96(יד), 96(טו), 96(טז), 96(יז), 96(יח), 96(יט), 96(כ), 96(כא), 96(כב), 96(כג), 96(כד), 96(כה), 96(כו), 96(כז), 96(כח), 96(כט), 96(ל), 96(לא), 96(לב), 96(לג), 96(לד), 96(לה), 96(לו), 96(לז), 96(לח), 96(לט), 96(לע), 96(לס), 96(לסא), 96(לסב), 96(לסג), 96(לסד), 96(לסה), 96(לסו), 96(לסז), 96(לסח), 96(לסט), 96(לסז), 96(לסח), 96(לסט).

103 ראה סעיפים 96(א), 96(ב), 96(ג), 96(ד), 96(ה), 96(ו), 96(ז), 96(ח), 96(ט), 96(י), 96(יא), 96(יב), 96(יג), 96(יד), 96(טו), 96(טז), 96(יז), 96(יח), 96(יט), 96(כ), 96(כא), 96(כב), 96(כג), 96(כד), 96(כה), 96(כו), 96(כז), 96(כח), 96(כט), 96(ל), 96(לא), 96(לב), 96(לג), 96(לד), 96(לה), 96(לו), 96(לז), 96(לח), 96(לט), 96(לע), 96(לס), 96(לסא), 96(לסב), 96(לסג), 96(לסד), 96(לסה), 96(לסו), 96(לסז), 96(לסח), 96(לסט).

כרוכה בהתקשרות עם צדדים אחרים שיש בה לנושא משרה עניין אישי גם באינטרס הסתמכות של צד ג ולכן נקבעה בחקיקה תוצאה מתונה יותר לאסטרטגיית אי-הגילוי.

אלא שמחשבה נוספת מעוררת תמיהה לגבי הבחנה זו: העניין האישי בהתקשרות שבין החברה לבין נושא המשרה עצמו גלוי וכולט על-פני הדברים ומאפשר בקלות לאורגנים האחרים לברור מראש. סכנות ההפרה הנסחרת הן חמורות יותר דווקא כאשר המדובר בהתקשרות עם צד ג, שבה יש לנושא המשרה עניין אישי, ומכאן ניתן היה לחשוב שנדרש הסדר המחמיר יותר בדרישות הגילוי דווקא בסיטואציה האחרונה¹⁰⁴.

מעבר לכך, מאחר שעניינו האישי של נושא המשרה בהתקשרות שבינו לבין החברה הוא גלוי וכולט, נראה שסעיף 96(ב1) אינו מתייחס להפרה מוחלטת של דרישת הגילוי, אלא למצבים שבהם הגילוי שנעשה לא היה מספיק ונכרך בהסתרת פרטים הרלבנטיים לקבלת ההחלטה בשלב האשרור. ברור שסעיפים 96(ב2) ו-96(א) הפורשים את חובת הגילוי על מהות העניין האישי בפעולה וכל עובדה או מסמך מהותיים הם רחבים דיים בכדי שגם גילוי חלקי ייחשב להפרה של חובת הגילוי. אכיפת סטנדרטים מחמירים לגבי דרישת הגילוי אף עולה בקנה אחד עם הדגש ששמנו על נפקותיה של בחירת המנהלים בין גילוי לבין הסתרת אינפורמציה.

עם זאת, ספק אם פגיעה אוטומטית בתקפותו של הליך האשרור עקב אי-גילוי חלקי היא תוצאה העולה בקנה אחד עם הניתוח התיאורטי לעיל, שלפיו רק קיומה/הפרתה של דרישת הרציונל העסקי הוא המבחן הנכון לאחריות מנהלים. לפי הניתוח לעיל, גם דרישת הגילוי אינה אלא דרישה משנית, אשר קיומה או הפרתה משמשים אך ורק ראייה (אמנם חשובה), לקיומן או להפרתן של חובות האמון. לכן על-פי ההסדר הרצוי, עצם אי-הגילוי של פרט זה או אחר אינו צריך לפגוע אוטומטית בתקפותו של הליך האשרור, אלא על בית-המשפט להציבו תמיד כמקור לחשד כנגד נושא המשרה, המחייבו לבוא ולהסביר מדוע הסתיר את פרטי האינפורמציה; ורק כאשר זה מצטרף למקורות חשד נוספים להפרה, די יהא בו כדי לגבש בסיס מספיק לביטולה של העסקה. בנקודה זו בולט ההבדל שבין ההסדר המוצע, אשר ביקש לאכוף את חובות האמון דרך השפעה עקיפה על תמריצי הגילוי של נושאי המשרה, מבלי להתערב ברגולציה ישירה של הליכי קבלת ההחלטות בתוך החברה, לבין תיקון מס' 4, אשר התמודד עם סכנות ההפרה בעזרת הריגולציה של הליכי האשרור הפנימי עצמם.

ניתן לקרב במידת-מה את ההסדר הקיים אל תוצאותיו של המודל המוצע דרך פרשנותו של היסוד – "עובדה או מסמך מהותי" (ההדגשה שלי – א"ס) שבדרישת הגילוי על-פי התיקון. היינו: באותם מקרים שבהם יצליח נושא המשרה לשכנע את בית-המשפט כי האמין בתום-לב שההתקשרות עולה בקנה אחד עם

104 ואכן, תרופת ההשבה המיוחדת (accounting remedy) שימשה את בתי-המשפט דווקא בהקשרים של התקשרויות נושאי משרה עם צדדים שלישיים, קרי: במקרים שבהם נושא המשרה ניצל באופן אישי הזדמנות עסקית שבאה לידיעתו במהלך תפקידו בחברה. על השפעת פערי האינפורמציה על הלכה זו ראה להלן, ליד הערות 149-155.

טובתה של החברה ולא ביקש להסתיר כל אינפורמציה מן האורגנים המופקדים על אשור הפעולה, הרי שאין לראות במידע שהוסתר משום "עובדה מהותית" אשר אי-גילוייה פוגע בתוקף האשור; מנגד, על-פי הניתוח התיאורטי, גם אי-גילוי חלקי מינימלי יביא לחוסר-תוקף של ההתקשרות, במקום שנכשל נושא המשרה בנסיונו להראות כי קיים את דרישת הרציונל העסקי ובמקום שנראה כי המידע שהוסתר מגיע מן האורגנים המאשרים את האינפורמציה החיונית לשקילת ההתקשרות¹⁰⁵.

ככל שהמדובר בהתקשרות שעשה נושא המשרה בשם החברה עם צד ג, תוך הפרתה של חובת האמונים לפי סעיף 96(א) לפקודה – אין הפעולה בטלה אוטומטית, אלא החברה רשאית לבטל את הפעולה, אם "אותו אדם ידע על הפרת חובת האמונים של נושא המשרה"¹⁰⁶. כמו-כן, בהתקשרות עם צד ג, הנגועה בעניין אישי של נושא המשרה, אין הפעולה בטלה אוטומטית, אלא החברה תהא רשאית לבטל את הפעולה כאשר "אותו אדם ידע על עניינו האישי של נושא המשרה בהתקשרות וידע או היה עליו לדעת על העדר אישור להתקשרות" כנדרש¹⁰⁷. גם לגבי הסדרים אלה ניתן לקרב בעזרת פרשנות את תוצאותיו של אי-הגילוי בדעבד (בבירור פנימי מצד אורגן של החברה או בעלי-המניות) אל תוצאותיו של אי-הגילוי מראש: התיקון מתייחס במפורש רק לאי-גילוי מראש. עם זאת, הראינו כי אי-הגילוי בדעבד משמש אף הוא רמז וראיה לכך, שאשור העסקה נעשה מבלי לשקול כראוי את "טובתה של החברה" (כפי שדורש סעיף 96(2) כתנאי לאשור פעולה הכרוכה בהפרת הנאמנות). לכן, לפי סעיף 96(2), כל-אימת שאי-הגילוי בדעבד יחד עם רסיסי האינפורמציה לגבי ההפרה מספיקים כדי לבסס את החשד שלא רציונל עסקי הוא שהגיע את מנהלי-החברה והדירקטוריון לפעול כפי שפעלו – יפחית אי-הגילוי מתוקפם של הליכי האשור מראש. אז, כמו ההסדר שנקבע בסעיף 96(א), הרי שגם לפי סעיף 96(א), תהא החברה רשאית לבטל את הפעולה כל-אימת שידע צד ג המעורב בה על הפרת הנאמנות.

לבסוף, מקרים מעניינים בהקשר זה יתעוררו כאשר יטען נושא המשרה, שהיה לו רציונל עסקי לעצם נקיטת אסטרטגיית אי-הגילוי, היינו: כי גילוי על-פי דרישות הדין או בעלי-המניות היה מביא לפגיעה בטובתה של החברה בכללותה. אז יהא על בית-המשפט להעריך את מידת האותנטיות של צידוק זה. הנקודה הקריטית היא, שגם טענת הגנה מסוג זה עלולה לשמש חרב-פיפיות נגד נושא המשרה: כאשר זה ייכשל בנסיונו לשכנע את בית-המשפט שרציונל עסקי הוא שהגיעו להסתיר את האינפורמציה או חלק ממנה, ישמשו אי-הגילוי עצמו ותירוציו הלא-משכנעים ראיה לכך, שנושא המשרה הפר את חובותיו כלפי החברה¹⁰⁸.

105 הצעת החוק התיירה אף אשור בדעבד על-ידי אסיפת בעלי-המניות. ראה סעיף 96(ב) להצעת חוק לתיקון מס' 4 (לעיל, הערה 25). ייתכן שההשמטה נבעה מהנחת המחוקק כי אשור בדעבד הוא ממילא אפשרי, על-פי סעיף 6 לחוק השליחות, תשכ"ה-1965, ס"ח תשכ"ה 462. עם זאת נראה, כי פירוש כזה הוא בעייתי, בשל האיסור המפורש שבסעיפים 96(א) ו-96(ב) להתנות על הוראות התיקון ולפטור את נושא המשרה מאחריות בכל דרך שאינה מפורטת בו.

106 ראה סעיף 96(א) לפקודה.

107 ראה סעיף 96(א) לפקודה.

108 פן זה קיבל ביטוי מובהק בהכרעת בית-המשפט בעניין קושר ג' פריכטוונגר (לעיל, הערה 17); ובמסקנות

2. שיקולים במתן היתר לניהול תביעה נגזרת

ההבדל שבין תיקון מס' 4 לבין המודל המוצע בולט בתחום ההסדרים הפרוצדורליים לאכיפת חובות המנהלים: על-פי ההסדר הקלטי, ה"חברה" היא הנהגית הישירה מחובות האמון, ולכן היא גם הנושאת הטבעית של זכות התביעה בגין הפרות של חובות המנהלים. כך התפתח במשפט המקובל כלל "איי-התערבות", שלפיו לא יתערב בית-המשפט במערך חלוקת הסמכויות הפנימי של החברה ואף לא יהפוך את החלטת האורגן – המוסמך על-פי מסמכי ההתאגדות לתבוע בשם החברה – במקום שזה מצא לנכון שלא להגיש תביעה¹⁰⁹. במקרים חריגים בלבד התיר בית-המשפט לבעל-מניות להגיש תביעה נגזרת מזכותה של החברה עצמה ואז גם נוקפו פירות התביעה לטובתה של החברה ולא לטובתם של בעלי-מניותיה. על-פי קונספציה זו, התפתח בפסיקה הליך מקדמי נפרד ונפסקו מבחנים נוקשים למתן היתר לניהול תביעה נגזרת¹¹⁰.

אלא שעם חלוף השנים הסתבר חוסר-ההיגיון שבאכיפת חובות המנהלים בידי עצמם ונשחקה נוקשותה של הלכת אי-התערבות: המבחנים המקוריים למתן היתר לניהול תביעה נגזרת הוחלפו במבחנים גמישים, שלפיהם¹¹¹ יבדוק בית-המשפט אם התובע הוא אכן בעל-מניות בחברה, אם כתב-התביעה מגלה עילת הפרה לכאורה ואם שיקולי צדק כלליים מצדיקים את מתן ההיתר לניהול תביעה נגזרת.

למעשה, טשטשו מבחנים אלה את ההבדלים שבין ההליכים המקדמיים לבין הליכי הביורור המשפטי עצמו וכך לא ברור עוד מה ההיגיון בקיומו של הליך מקדמי נפרד, ומתעורר הספק שמא הוא מסרב לשווא את ההליכים. ואכן, לאחרונה נפסק בעניין ברבלק נ' שביט¹¹², כי אין לנהל הליך נפרד למתן היתר לניהול תביעה נגזרת, אלא מן הראוי לקיים את ההליך המשפטי בהליך אחד דו-שלבי, כך שבשלב הראשון תתברר שאלת המעמד, ובשלב השני – התביעה גופא.

תיקון מס' 4 לא שינה מן ההסדר הפרוצדורלי באכיפת חובות המנהלים, ולכן לכאורה אמורים לחול אותם המבחנים גם לגבי התביעה הנגזרת. לעומת זאת, במודל המוצע הצעתי לשנות את ההליך המקדמי: ראשית, הצעתי לטעת בהליך המקדמי תוכן מהותי חדש, כך שבמקום המבחנים הישנים למתן היתר לתביעה נגזרת יכרך בית-המשפט אם הצליחו בעלי-המניות לעורר חשד ממשי להפרת הדרישה של הרציונל העסקי מצד המנהלים הנתבעים. שנית, הצעתי לשנות את משמעותו של ההליך המקדמי, כך שבמקום המשמעות המקורית, הנסמכת על הדגשת ההפרה הטכנית שבין החברה לבין בעלי-מניותיה, והמתרכזת במתן היתר לבעלי-המניות

דו"ח בייסקי (לעיל, הערה 54). לניתוח מפורט של ההלכות בעניין זה ראה Haviv-Segal, *supra* note 53.

109 ראה *Foss v. Harbottle*, *supra* note 32.

110 ראה, למשל, ע"א 726/74 מלונות נוחים נ' כהן, פ"ד ל (2) 517; ע"א 578/75 בן-טל נ' בן-טל, פ"ד לא (1) 57. על הצורך לנהל הליך מקדמי נפרד ראה ע"א 52/79 סולימאני נ' בראונר, פ"ד לה (3) 617.

111 ראה, למשל, ע"א 216/84 באומהקר נ' בנק דיסקונט, פ"ד מ (1) 414; ר"עא 413/84 כהן נ' רוטשוקר, פ"ד לח (4) 431; ע"א 273/85 גיל נ' בנק דיסקונט, פ"ד מא (2) 294.

112 ע"א 324/88 (טרם פורסם, ניתן ביום 27.6.91).

לתבוע ב"שם החברה", יסמן ההליך המקדמי את העברת נטל הראיה והשכנוע אל המנהלים הנתבעים להראות כי קיימו את דרישת הרציונל העסקי.

במסגרת הניתוח המפשט הצבעתי על פערי האינפורמציה המכבידים על בעלי-המניות והמונעים מהם את האפשרות המעשית לגבש מרסיסי האינפורמציה המתגלגלים לידיהם את סיפור ההפרה במלואו¹¹³. בין השאר הדגשתי שם, כי הגם שבשלב בירור המעמד אין בית-המשפט נכנס לבדיקת הראיות שבידי התובעים, הרי שלמעשה, עצם הצורך לגבש את סיפור ההפרה במלואו, כדי להצביע על הפרה לכאורה, עלול להטיל על בעלי-המניות נטל כבד מדי החוסם את האפשרות לאכיפה אפקטיבית של חובות המנהלים. לעומת זאת, המודל המוצע מתאים את ההליך המקדמי לחוסר-האינפורמציה שממנו סובלים בעלי-המניות, וכך מאפשר להם להגיע לאכיפה אפקטיבית של חובות האמן. השאלה המתעוררת כעת היא, האם במסגרת השלב המקדמי, ניתן לקרב את הבירור המשפטי לתכנון על-פי ההסדר המוצע, גם בהעדר חקיקה נוספת? או שמא, למרות השינויים שהביא עמו תיקון מס' 4 בתוכנון המהותי של החובות, ימשיך הקושי האינהרנטי באכיפת חובות מנהלים לחסום את אכיפתן האפקטיבית?

נראה, כי הגם שרצוי היה לשנות את הסדרי האכיפה הפרוצדורליים של חובות האמן בחקיקה מפורשת, ניתן לקרב במידת-מה את הבירור המקדמי הקיים לבירור המקדמי על-פי ההסדר המוצע, תוך שימוש בגמישותו של מושג ה"הפרה לכאורה" ובגמישותם של "מבחני הצדק" החלים על-פי ההסדר הקיים:

ראשית, לפי ניסוחה של חובת הזהירות בסעיף 96כז לפקודה, בהתאם לדרישת הרציונל העסקי, נראה שכעת יספיקו רסיסי אינפורמציה המצביעים על חשד להפרת דרישת הרציונל העסקי, כדי שבית-המשפט יחיר את ניהול התביעה הנגזרת ויעמיד את שיקול-דעתה של ההנהלה לביקורת שיפוטית. במלים אחרות: מנהלי-החברה הם המחזיקים הטבעיים באינפורמציה ובראיות לגבי האופן שבו קיבלו את החלטתם: הם היודעים מהו המידע שרכשו בטרם קיבלו את ההחלטה, מי אישר אותה ומי התנגד לה, כיצד התייחסו תומכי הפעולה למתנגדיה, מי היה מעורב ומי העדיף לנקוט פסיביות וכדו'. כל אלה נתונים הכרוכים בקיומה של דרישת הרציונל העסקי או בהפרתה. לכן, מרגע שהבסיס המהותי לאחריות מתרכז בדרישת הרציונל העסקי, עובר מרכז-הכובד של הבירור המשפטי העובדתי בתביעות אלו מראיותיה של התביעה לראיותיה של ההגנה. בהתאמה, במקום שמגשים בעלי-המניות לפני בית-המשפט בקשה למתן היתר לניהול תביעה נגזרת, מצביעים על תנאי עסקה גרועים במיוחד וטוענים כי מנהלי-החברה התחמקו בבירור פנימי מגילוי כל אינפורמציה הכרוכה בהחלטה, או שהאחרונים לא אספו את האינפורמציה הנדרשת בטרם פעלו ו/או חדלו מנקיטת שיקול-דעת עסקי כלשהו – על בית-המשפט להימנע מלחסום את דרכם של התובעים בשלב בירור המעמד, ולאפשר להם להביא את פעולות ההנהלה לביקורת שיפוטית, לאור החשד הממשי להפרת דרישת הרציונל העסקי, לפי סעיף 96כז לפקודה. על בית-המשפט לנקוט גישה מקלה לגבי פרטי העובדות שבעלי-המניות הצליחו לאסוף בשלב זה, וליתן היתר לניהול תביעה

113 ראה לעיל, ליד הערות 32-33.

נגזרת, גם כאשר אין בידי בעלי-המניות את כל פרטי המידע הקשורים בסיפור ההפרה. ואכן, גישה זו נקט בית-המשפט בעניין ברבלק נ' שביט, כאשר סירב לחסום את דרכם של בעלי-המניות התובעים רק משום שהתביעה לוקה בהעדר פרטים¹¹⁴.

בין השאר, כמו בהסדר המוצע, מן הראוי ליתן היתר לניהול תביעה נגזרת כל-אימת שבעלי-המניות מצליחים להצביע על תנאי עסקה גרועים במיוחד¹¹⁵; על אי-חלוקת דיבידנדים לאורך זמן, ללא כל תוכניות-השקעה¹¹⁶; על הפסדים, בשנה שבה תחום העסקים של החברה נשא באופן כללי רווחים נאים; על פרטים חשובים בדו"חות הכספיים, המלווים הערות רואי-חשבון; או על המהירות המחשידה שבה נעשתה עסקה התורגת ממהלך העסקים הרגיל¹¹⁷, כאשר לכך מצטרפים תנאי עסקה גרועים במיוחד ועוד. כל אלה רסיסי אינפורמציה המספיקים כדי להצביע לכאורה על הפרת הדרישה של הרציונל העסקי, קרי: הפרת חובת הוהירות על-פי הגדרתה בסעיף 96כז לפקודה. בהתאם לכך, על בית-המשפט להתיר את ניהול התביעה הנגזרת ולהעמיד את פעולות ההנהלה לביקורת שיפוטית.

שנית, בפסקה הקודמת הראינו, כי למעשה השפעתו של תיקון מס' 4 על תמריצי הגילוי של דירקטורים ונושאי משרה בחברה דומה להשפעתו של ההסדר המוצע. בהתאמה, כל-אימת שבעלי-המניות פונים לבירור פנימי עם המנהלים עקב רסיסי אינפורמציה שהגיעו לידיהם לגבי הפרת הדרישה של הרציונל העסקי, ומנהלי-החברה מגיבים באסטרטגיית התחמקות והסתרת אינפורמציה, h'_{2} — משמש הדבר רמז לקיומה של הפרה; שהרי גם לפי תיקון מס' 4, מנהלים שקיימו את דרישת הרציונל העסקי יבחרו תמיד באסטרטגיית הגילוי, h'_{1} . מכאן נובע (הגם שהדבר לא נקבע במפורש), שבאותם מקרים שבהם מאתרים בעלי-המניות רסיסי אינפורמציה על אינטרסים אישיים של נושאי משרה בפעולה מפעולות החברה, ומנהלי-החברה נוקטים באסטרטגיית אי-הגילוי — ישמש אי-הגילוי עצמו מקור חשד ממשי להפרת חובת הנאמנות. נראה שאז, גם אם לא יצליחו בעלי-המניות לאסוף ראיות מספיקות להוכחת סיפור ההפרה במלואו — אין זה צורך שבית-המשפט יחסם בשלב המקדמי, היינו: "שיקולי צדק" מצדיקים במקרה זה מתן היתר לניהול תביעה נגזרת¹¹⁸.

114 כך פסק בית-המשפט: "... אין לאמר כי לא עברו המשיבים את המשוכה להגשת תביעה נגזרת באותו עניין. שכן מדובר בהשלמת פרטים בלבד לגבי העילה ולא בעצם קיומה" (לעיל, הערה 111, עמ' 10).

115 ראה לעיל, הערה 68.

116 ראה לעיל, ליד הערה 70.

117 ראה *Smith v. VanGorkom*, *supra* note 57.

118 מנגד, אם העמידו המנהלים את ההחלטה לאשרורם של בעלי-המניות על בסיסו של גילוי מלא, כמו בלורד, נטייתו של בית-המשפט צריכה להיות לטובת הגנת הבעלים ולדחות את התביעה כבר בשלב המקדמי; אם כי די בכך שבעלי-המניות התובעים יצביעו על אי-גילוי של עובדה מהותית לבעלי-המניות (כאשר הועמד העניין להצבעתם), כדי שביית-המשפט יעתר לבקשה למתן צו-מניעה זמני. ראה *In re Anderson*, 519 A 2d 669 (1986). הצפייה של בתי-המשפט היא, שצו-המניעה הזמני יחייב את המנהלים הגנת הבעלים להתיר בכובד-ראש לביקורתם של בעלי-המניות ויחסוך את הצורך בהמשך הבירור המשפטי בדיעבד. ראה *Gimbel v. The Signal Companies*, *supra* note 34.

בין השאר, על בתי-המשפט ליתן היתר לניהול תביעה נגזרת כל אימת שבעלי-המניות מצליחים להצביע על נגיעותה של הפעולה בעניין אישי, ומנהלי-החברה לא עשו כל שביכולתם להראות לבעלי-המניות כבד בבירור הפנימי כי הפעולה זכתה באשרור הנדרש; או כאשר בעלי-המניות איתרו רסיסי אינפורמציה המעוררים חשד הפרה, כל-אימת שמדובר בהקשר של יחסים מסתיימים בין בעלי-המניות למנהלים (היינו, רכישת החברה, מיזוגה או הצעות רכש)¹¹⁹; או בחברות פרטיות, כאשר בעלי-המניות מצביעים על אי-חלוקת דיבידנדים לאורך זמן, כאשר זה מצטרף למשכורות גבוהות במיוחד למנהלים¹²⁰; או על הפסקה פתאומית של חלוקת דיבידנדים, כאשר זו מצטרפת אל רסיסי חשד בדבר עסקאות המעורבות בעניין אישי¹²¹ וכדומה.

3. חובת הזהירות של דירקטור ונושא משרה בחברה

קונספטואלית, משתייכת חובת הזהירות לאחריות הנזיקית ברשלנות¹²². מעשית הראיתי במקום אחר, כי לפני תיקון מס' 4 לא החילו בתי-המשפט על מנהלי-חברות אחריות משמעותית ברשלנות מקצועית, אלא הסטנדרט האובייקטיבי של חובת הזהירות שימש בעיקר כדי להתגבר על המכשולים באיתורה ובהוכחתה של הפרת חובת הנאמנות¹²³. האחריות על הפרת חובת הזהירות הוטלה רק כל אימת שהרציונל העסקי שהמנהלים מצאו להציג להגנתם היה כה חלש, עד כי בתי-המשפט התקשו להאמין שזה היה המניע האמיתי לפעולתם. כאשר חולשתה של ההגנה העסקית הגיעה כדי ראייה מספקת לכיסוס החשד שלא רציונל עסקי הוא שהניע את המנהלים, ונראה היה בבירור כי הגם שהדבר לא הוכח ישירות, אלה נקטו אדישות מוחלטת לאינטרסים של החברה ובעלי-מניותיה או הונעו על-ידי אינטרס זר כלשהו — עשו בתי-המשפט שימוש בקריטריון האובייקטיבי לאחריות כדי להתגבר על העדר הראיות להפרה סובייקטיבית¹²⁴. במלים אחרות: שלא כמו האחריות הרגילה ברשלנות, לא ביקשה חובת הזהירות המסורתית להכתיב סטנדרטים לניהול חברות ראוי, אלא הקריטריון האובייקטיבי שימש למעשה את בתי-המשפט, כדי להתגבר על פערי האינפורמציה והמכשולים האינהרנטיים בביסוס תביעות כנגד מנהלים. תיקון מס' 4 מרחיב לכאורה את חובת הזהירות בסעיף 96כו, הקובע את סטנדרט הזהירות של "נושא המשרה הסביר", במקום זה של ה"אדם הסביר". עם זאת, נצמד הסיפא של הסעיף לתיאור חובת הזהירות במונחים של החובה לנקוט "אמצעים

119 ראה לעיל, הערה 69. על מגמת בתי-המשפט בארצות-הברית לנקוט יתר התערבות בהקשר של מיזוגים ועסקאות-רכש. ראה 44 "Dooley & Veasey, 'The Role of The Board in Derivative Litigations'" 503 *Bus.Law.* (1989).

120 ראה לעיל, הערה 70.

121 ראה לעיל, הערה 71.

122 ראה סעיף 96 לפקודת החברות.

123 ראה Haviy-Segal, *supra* note 53.

124 ראה ע"א 339/59 רוטלי נ' ברשאי, פ"ד יד 1156; דו"ח בייסקי (לעיל, הערה 54), 80-77, 191-190. Phillips, *supra* note 21: Bishop, "Sitting Ducks and Decoy

125 לביסוסו של טיעון זה בפסיקה ראה Ducks — New Trends in the Indemnification of Corporate Directors and Officers" 77 *Yale L.J.* 1078 (1968).

סבירים לאיסוף המידע הנוגע לכדאיות העסקית של [ה]פעולה". וכן בדברי ההסבר לסעיף 96 כוונה בהצעת החוק פורש, כי כמו רוח ה־"Business judgment rule" האמריקני, אין להטיל אחריות על מנהלים בגין טעות גרידא בהפעלת שיקול-הדעת העסקי¹²⁵. אנו הדגשנו, שאינהרנטיות הסיכון להחלטות העסקיות, היותו אסוציאטיבי גם לתשואה ולא רק לנזק והמגמה המיוחדת בהקשר של חברות לעודד נטילת סיכונים ולא להרתיע מפניהם – מוגדים לאפקט ההרתעה הכרוך באחריות ברשלנות¹²⁶. עם זאת, אין הסתייגויות אלו מייחדות את תפקידו של הבסיס האובייקטיבי לאחריות מנהלים. על-פי ניתוחנו במאמר הנוכחי, יש לעשות שימוש בסעיפים 96 ו-96כא לקידומן של שתי מטרות מדיניות מרכזיות:

ראשית, ברוח השימוש שנעשה עד כה בבסיס האובייקטיבי לאחריות מנהלים¹²⁷, כדי להתגבר על פערי האינפורמציה ולמצוא את מנהלי-החברה האחראיים בהפרת תובנותיהם, כל-אימת שהשיקול העסקי שהם עצמם מציגים לפני בית-המשפט הוא כה עילג, עד שאין הוא משמש אלא האיה לכך שלא רציונל עסקי הוא שהניע את המנהלים לפעול כפי שפעלו¹²⁸ – יוכלו כעת בתי-המשפט לעשות שימוש בסטנדרט האחריות המוגבר, כדי למצוא פתרונות אפקטיביים יותר לבעיות האינפורמציה המקשות על הביקורת השיפוטית.

בעלי-המניות יצליחו ביתר-קלות להביא את פעולות ההנהלה לביקורת שיפוטית, ולפי סעיף 96כא יאלצו אז מנהלי-החברה להראות כי אספו את "המידע הנוגע לכדאיות העסקית של [ה]פעולה", ופעלו על בסיסה של החלטה המכוונת למקסום שוויה של החברה. לכן, בראש-דבראשונה, ישמש כסיס אחריות זה כדי לחייב את מנהלי-החברה לזמן מידע קריטי על אופן קבלת ההחלטה וכדי לברר אם קוימה דרישת הרציונל העסקי או שמא הופרה.

כך, למשל, יוכלו כעת תובעים פוטנציאליים לתקוף את פעולות ההנהלה פשוט בעזרת הטענה שאלו נעשו תוך הפרת הדרישה ל"קבלת מידע", כאמור; ואז יאלצו מנהלי-החברה להתגונן על-ידי הצגת המסמכים והראיות לכך שעמדו בדרישה ל"קבלת מידע" ושקלו כראוי את "הכדאיות העסקית של הפעולה" המוכתרת לאישורם; היינו: הגם שהדבר לא נקבע במפורש, עשוי נוסחו של סעיף 96כא לתרום למעשה להעברת חלק מנטלי הראיה מן התביעה אל ההגנה.

באותה רוח אף פעולות רבות שמאחרים בעלי-המניות, ויש בהן "ניחוח של אינטרס אישי", אם כי לא די בו לבסס תביעה בגין הפרת חובת הנאמנות ולכן עד עתה כלל לא הגיעו לבירור משפטי – תהפוכה אף הן חשופות לביקורת שיפוטית, שבה המנהלים הנתבעים הם שייאלצו להראות כי היה לפעולתם רציונל עסקי. דוגמא למצבים אלה היא פעולת ההנהלה לאישור רכישת החברה בידי צד ג, כאשר

125 ראה הצעת חוק לחיקון מס' 4 (לעיל, הערה 25), בדברי ההסבר לסעיף 96כא.

126 ראה לעיל, ליד הערות 59-61.

127 Havi Segal, *supra* note 53.

128 זה היה הבסיס להחלטת ועדת-החקירה בדו"ח בייסקי (ראה לעיל, הערה 54). לאחר ביקורת שיפוטית, הגיעה הוועדה למסקנה, שהרציונל של הלימות ההון, שמנהלי-הבנקים הציגוהו למדיניות הוויסות אינו משכנע. מכאן, נקל היה לוועדה לבסס את מסקנתה, כי לא רציונל עסקי הוא שהניע את מנהלי-הבנקים במדיניות של ויסות המניות, אלא הרצון לצמח וללהתרוב ללא מגבלות נדירות.

כדי לזכות בשיתוף-הפעולה של ההנהלה, מבטיח צד ג למנהלים כי יוכלו להמשיך ולהתזק במשרותיהם גם אחרי הוצאה העסקה לפועל. אין ספק שאסטרטגיה כזו עשויה להימצא אפקטיבית ביותר בהשגת מטרתה: לעודד את המנהלים להסכים לעסקה בתנאים המקובלים על צד ג. עם זאת, שוב ושוב נפסק, שלא די בכך כדי להתייחס לפעולות ההנהלה כפעולות הנגזרות באינטרס אישי והמצדיקות, אפוא, התערבות שיפוטית משמעותית בשיקול-דעתה של ההנהלה.¹²⁹

האיפוק השיפוטי נבע, בין השאר, מן החשש, שהצרת שיקול-הדעת של ההנהלה במכירת החברה לצדדים שלישיים ויצירת סטנדרטים שיפוטיים חמורים לגבי אופן ניהול הרכישה או קביעת מבחנים שיפוטיים להערכת מחיר-המינימום שבעלי-המניות זכאים לו כתנאי להוצאת העסקאות לפועל – עלולות לטרפד עסקאות יעילות, ובסך-הכול לגרום לבעלי-המניות נזק הרב מן התועלת.¹³⁰

על-פי תיקון מס' 4, גם עסקאות אלו תהיינה נתונות לביקורת שיפוטית: בעלי-המניות יוכלו להצביע על תנאי עסקה גרועים במיוחד ולטעון, כי הפעולה נעשתה תוך הפרת דרישת הרציונל העסקי, בהתאם לסעיף 96 כו. אוראז יאלצו מנהלי-החברה הנתבעים להביא ראיות על האופן שבו ניהלו את המשא-ומתן למכירת החברה לצד ג, היינו: כי עסקת-המכר לצד ג נעשתה בעקבות הערכת המנהלים, אשר התבססה על המידע הנדרש, שזו האסטרטגיה הממקסמת את שווי המניות לבעליהן. ביקורת שיפוטית מסוג זה אינה מתערבת בשיקול-הדעת העסקי, ואין סיבה שתרתיע את המנהלים מביצוע כל עסקה יעילה שהיא. עם זאת, ישקף כעת ההליך השיפוטי את מצבם הפגיע של בעלי-המניות בסיטואציה זו, שבה נתונים עניניהם בידי המנהלים, כאשר לאחרונים אין עוד כל אינטרס לפעול באופן העולה בקנה אחד עם האינטרס שלהם, וכאשר האינפורמציה של בעלי-המניות לגבי העסקה מצטמצמת בדרך-כלל לידעית המחיר שהם מקבלים על מגיותיהם. שנית, קונספציית הרשלנות מתמזגת עם מבחן הרציונל העסקי, כל-אימת שמדובר בביקורת שיפוטית ובאכיפת סטנדרטים שיפוטיים על הדירקטוריון, במילוי תפקידו כ"מפקח" על ההנהלה המעשית.¹³¹

בעוד שהטלת אחריות ממשית בגין רשלנות על ההנהלה המעשית כרוכה בהתערבות שיפוטית בשיקול-הדעת העסקי (תוך בירור התאמתה של רמת הסיכון, שבה כרוכה היתה פעולת ההנהלה לתשואה הצפויה ממנה) ולכן היא נגועה בכל הקשיים שהדגשנו לעיל – הרי שאחריות הדירקטוריון ברשלנות אינה יודרת אלא לדרישת הרציונל העסקי, קרי: לבירור אם אכן פעולת ההנהלה היתה תוצאה של החלטה המבוססת על המידע החיוני לקבלת החלטה רציונלית (informed) והמכוונת למקסום שווייה של החברה לבעלי-מניותיה (deliberate business judgment). ההתרשלות במילוי תפקידו כ"מפקח" אינה אלא פסיביות הדירקטוריון לענייני החברה, שאינה עולה בקנה אחד עם יסוד ההחלטה המכוונת שבמבחן הרציונל העסקי, ומהווה, אפוא, בסיס נכון לאחריות דירקטורים.

¹²⁹ *Mitchell v. Highland Western Glass*, supra note 68.

¹³⁰ ראה, למשל, ¹⁷ Fischel, supra note.

¹³¹ על הגדרת התפקיד של הדירקטוריון כמפקח ראה פרוקציה (לעיל, הערה 6), 239; גרוס (לעיל, הערה 7), 81.

אין כל ערך כלכלי לפסיביות מצד הדירקטוריון ולשימוש כ"חותמת-גומי" להחלטות ההנהלה¹³², ועל-כן אין כל קושי בהטלת אחריות הדומה לאחריות ברשלנות על דירקטורים שהפרו את דרישת הרציונל העסקי ובאפקט ההרתעה הכרוך בה. לבסוף, גם בעוד שניתן להטיל ספק בהתאמתו של ההליך השיפוטי להערכת החלטות עסקיות ולפיתוח סטנדרטים נכונים לשקילת תשואה מול סיכון, אין כל קושי בהערכה שיפוטית את תפקודו של הדירקטוריון כ"מפקח"¹³³.

כדי לסבר את האוזן בנושא זה ולהבהיר את הבסיס הראוי לתקיפת פעולות ההנהלה על-פי סעיפים 96 ו-96כז לפקודת החברות, נדגים את פירושו תוך התייחסות לפעולות הנהלה קונקרטיות העשויות להגיע לביקורת שיפוטית:

(1) בחירת ההנהלה בפרוייקט עסקי (*project choice*). ייתכן שתובעים פוטנציאליים יבקשו לתקוף את בחירתה של ההנהלה בפרוייקט עסקי מסוים. התובעים עלולים לקבול על כך, שמנהל-החברה טעו בהעדפתם את הפרוייקט האחד על האחר או לטעון, כי מראש הראתה הערכה ראויה של הפרוייקט כי הוא נושא תשואה נוכחית שלילית.

(2) החלטת ההנהלה למכור(שלא למכור)/למזוג (שלא למזוג) את החברה לרוכש מסוים. ייתכן כי במקום לתקוף פעולה עסקית ספציפית, יתקפו בעלי-המניות את החלטת ההנהלה להעדיף רוכש אחד של החברה או צורת מכירה/מיזוג אחת, על-פני האחרות, או לטעון, כי הערכה ראויה הראתה ששוויון של המניות היה גבוה לבעליהן הנוכחיים מן המחיר שקיבלו מרוכשיהן וכדומה.

(3) בחירת ההנהלה במקורות מימון. ייתכן שבמקום לתקוף את החלטות ההשקעה, יבקשו בעלי-המניות לתקוף את בחירתה של ההנהלה במקורות מימון אלה או אחרים למימון. תובעים פוטנציאליים עלולים לטעון, למשל, שמן הראוי היה להימנע מחלוקת דיבידנדים ולהשקיע את ההון החוזר בחברה עצמה או שמקורות מימון טובים יותר מהנפקת המניות החדשה של החברה יכולים היו להימצא בהנפקה חדשה של אגרות-חוב וכדומה.

התבונה השיפוטית המצטברת מצביעה על מגמתו של בית-המשפט לנקוט איפוק שיפוטי ולהימנע מיצירת סטנדרטים להפעלת שיקול-הדעת העסקי בכל אחד מהקשרים אלה¹³⁴.

התערבות שיפוטית אפשרית, תוך הטלת אחריות אישית על המנהלים להפסדיה של החברה כתוצאה מן התנודה כלפי מטה בהכנסות הפרוייקט העסקי היתה מעודדת בחירת פרויקטים שמרנית מצד ההנהלה. ללא תלות בשווי המשוקלל והמהווך הכולל של הכנסות הפרוייקט הצפויות, היו אלה מעדיפים לנקוט אסטרטגיות המביאות למינימיזציה בתנודות בהכנסה, כדי להבטיח לבעלי-המניות תזרימי מזומנים חיוביים בכל טווח קצר שהוא, וכדי להימנע מן האחריות המשפטית

132 ראה *Edelman v. Fruehauf Corp.*, 798 F.2d 882 (1986).

133 See Dent, "The Revolution in Corporate Governance, The Monitoring Board and the Director's

Duty of Care" 61 *B.U.L.Rev.* (1981) 623

134 ראה לעיל, ליד הערות 14-17.

האישית הכרוכה בכל תגודה של תזרימים אלה כלפי מטה. ברור שאפקט הרתעה זה מנוגד לאינטרסים של בעלי-המניות¹³⁵.

יתירה מזו: ספק אם שיקול-הדעת השיפוטי יכול להנהיג משטר וסטנדרטים נכונים יותר מאלה שינהיגו מנהלי-החברות וכוחות-השוק עצמם. כך, למשל, אין מקום להתערבות שיפוטית בשל העדפת המנהלים את הפרוייקט האחד על האחר, מאחר שממילא בתחום העסקי שוב לא מקובלת בחירת פרוייקטים על דרך הבחירה בין חלופות ספציפיות והקריטריון הנוהג הוא קריטריון קיומו/היעדרו של ערך נקי חיובי להשקעה. ואשר לתחום המיזוגים ועסקאות-הרכש – הגם שאין מנוס לעתים מהשוואת העסקה המסרימת האחת לזולתה, ועל-אף שבהקשר זה מתחדדות סכנות ההפרה, עקב סיום היחסים שבין בעלי-המניות למנהלים¹³⁶ – עדיין קיים גם החשש שמא תפחית ההתערבות המשפטית מן הרווחים הצפונים בעסקאות אלו ותטרפד את התהליך הבריא של העברת חברות לידי מי שיכול להפיק מהן את מירב התועלת¹³⁷. לבסוף, אף אין צידוק להתערבות השיפוטית בבחירת ההנהלה בין מקורות המימון האפשריים השונים, כל עוד לוטה סוגיה זו בערפל, ואין לגבי הסטנדרטים הראויים לה הסכמה בין חברי הקהילה העסקית עצמה¹³⁸ וכדומה.

לכן, למרות הגברת סטנדרט הזהירות לעומת זה של "נושא המשרה הסביר", על בתי-המשפט להמשיך במסורת האיפוק ולהימנע מהתערבות בשיקול-הדעת העסקי ומפיתוחה של דוקטרינה המטילה אחריות משמעותית בגין רשלנות מקצועית של מנהלי-חברות.

לעומת זאת, תקיפתם של תובעים פוטנציאליים את אותן פעולות ההנהלה המתוארות עצמן יכולה להימצא ראויה ואפקטיבית ביותר, כאשר היא מתרכזת בתקיפת אופן קבלת ההחלטה לבצע את אותן פעולות. במקום בתקיפת תוכנו; היינו: כאשר התביעה מבוססת על הטענה שפעולת ההנהלה לא היתה תוצאתו של רציונל עסקי כנדרש. כך יוכלו תובעים פוטנציאליים לבסס בהצלחה את תביעתם על הטענה שההחלטה נתקבלה (על-ידי ההנהלה המעשית ו/או הדירקטוריון) מבלי לאסוף את המידע החיוני הקשור בה¹³⁹, שאושרה מבלי לעבור את הליכי האשרור הנדרשים¹⁴⁰, או שהדירקטוריון הפר את חובתו לנהל פיקוח אפקטיבי על ההחלטה ותוכנה¹⁴¹ וכדומה.

במקום לתקוף את עצם הערכת המנהלים כי פרוייקט עסקי זה או אחר נושא ערך

135 ראה לעיל, הערה 61.

136 כפי שצינו לעיל, עם סיום היחסים כוחות-השוק שוב אינם אפקטיביים בריסון התנהגות ההנהלה. ראה לעיל, ליד הערה 118.

137 ראה F. Easterbrook & D. Fischel, "Corporate Control Transactions" 91 *Yale L.J.* (1981) 698.

138 ראה Brealey & Myers, *supra* note 22. at Chapters 17, 18. לטעון בעד האיפוק השיפוטי, עקב הערפול בסוגיה זו בתחום המימון, ראה A. Schwartz, "A Theory of Loan Priority" 18 *J. of Legal Studies* (1989) 209.

139 ראה *Gimbel v. The Signal Companies*, *supra* note 34; *Aronson v. Lewis*, *supra* note 58 *Weinberger v. U.O.P.*, *supra* note 57; *Smith v. VanGorkom*, *supra* note 57; *Hanson Trust*, *supra* note 57.

140 גם כאשר התקיים הליך אשרור, ניתן לתקוף את מידת האנפורמציה שעליה הסתמך ואת היותו עולה בקנה אחד עם טובתה של החברה בכללותה. ראה *Smith v. VanGorkom*, *supra* note 57; *Weinberger v. U.O.P.*, *supra* note 57.

141 ראה דו"ח בייסקי (לעיל, הערה 54); *Smith v. VanGorkom*, *supra* note 57; *Hanson Trust*, *supra* note 57.

נקי חיובי, ייקל על תובעים פוטנציאליים לתקוף את בחירת הפרוייקט בטענה שזו נעשתה מבלי לאסוף מידע קריטי זה או אחר; ובמקום לתקוף את כדאיות החלטתם של המנהלים למכור את החברה/מניותיה לרוכש מסוים, ייקל על בעלי-המניות לבסס תביעה כנגד המנהלים בגין הפרתם את החובה לברר טרם החלטת המכירה את "שווי המניות האמיתי" (intrinsic value) לבעליהן¹⁴². לבסוף, ייקל על בעלי-המניות אף לתקוף את החלטות המימון על רקע הטענות שהחלטות אלו נעשו מבלי לתכנן כראוי את פרויקט ההשקעה המתוכנן בכספים שגייסה החברה¹⁴³ או מבלי לאסוף את האנפורמציה הדרושה להערכת עלויות ההון וכדומה.

בכל מקרה ייקל על בעלי-המניות לבסס את תביעתם, כל-אימת שתתבסס טענתם על אסטרטגיית אי-גילוי כזו או אחרת מצד ההנהלה. כך, למשל, יוכלו בעלי-המניות להסתמך על כך, שההחלטה הובאה לאישור הדירקטוריון מבלי להעמידו על קיומה של אופוזיציה חזקה בקרב הנהלתה המעשית של החברה עצמה לפעולה¹⁴⁴, שההחלטה הובאה לאישור בעלי-המניות, מבלי לשתפם באופן הערכת המנהלים את כדאיותה של הפעולה¹⁴⁵; או, שכאשר פנו בעלי-המניות בבקשה לברר אנפורמציה זו או אחרת והתרו במנהלים על חשדות הפרה התלויים נגדם, ביקשו אלה להתחמק מנטל הבירור הפנימי¹⁴⁶ וכדומה.

על-פי אסטרטגיית התקיפה האחרונה, כל שיאלצו בעלי-המניות להראות הוא, שפעולת ההנהלה לא היטיבה עם החברה מסיבה זו או אחרת, להצביע על רסיסי אנפורמציה המספיקים כדי לבסס חשד ממשי כי לא רצינונל עסקי הוא שהניע את המנהלים לפעול כפי שפעלו ולטעון כי הפעולה נעשתה תוך הפרת חובת הזהירות, כפי שנקבעה בסעיף 96כ. אוראו ייאלצו מנהלי-החברה להביא ראיות לכך שהפעולה נעשתה לאחר שנרכש לגביה המידע החיוני וכי היתה זו תוצאת החלטה מכוונת של ההנהלה למקסום שווייה של החברה תחת פיקוחו הפעיל של הדירקטוריון. היינו: בעוד שאסטרטגיית התקיפה הראשונה תרתיע את בית-המשפט מהתערבות ישירה בשיקולי-הדעת העסקי, וכדי להטיל אחריות על המנהלים, ידרוש בית-המשפט מבעלי-המניות להציג ראיות משכנעות לכך שלא יכולה היתה להיות כל מתודת הערכה עסקית מקובלת שהצביעה על כדאיותה של פעולת ההנהלה –

57; *Rabkin v. Phillips Hunt Chemical Corp.*, 547 A 2d 963 (1986); *Edelman v. Fruehauf Corp.*, *supra* note 132.

142 ראה *Kahn v. United States Sugar Corporation*, (Del.Ch., 1986) המוצג ב"Corporate Finance" (3rd ed., 1978), 549.

143 ראה 71 *Sinclair v. Levien*, *supra* note 71; *Dodge v. Ford Motors Co.*, 170 N.W. 668 (1919).

144 ראה 57 *Weinberger v. U.O.P.*, *supra* note 57; *Smith v. VanGorkom*, *supra* note 57.

145 ראה *Kahn v. United States Sugar Corporation*, *supra* note 142; *Smith v. VanGorkom*, *supra* note 57; *Weinberger v. U.O.P.*, *supra* note 57.

146 ראה לעיל, פסקה 1.ג. ראה גם את כעסו של בית-המשפט על אנשי הפנים בעניין *Kahn v. United States Sugar Corporation*, *supra* note 142, על שניצלו את יתרונם האנפורמטיבי לגבי הערכת המניות. לבסוף, ראוי לשים לב כי בעניין 34 *Gimbel v. The Signal Companies*, *supra* note 34, אשר שימש את הבסיס להלכת *Smith v. VanGorkom*, *supra* note 57, לא ביקש הצו השיפוטי אלא לעכב את הוצאת העסקה אל הפועל, עד שתיכתנה בשימת-לב טענותיה של האופוזיציה לאותה עסקה.

הרי שעל-פי אסטרטגיית התקיפה השנייה, יצליחו בעלי-המניות בנקל להעביר את נטל הראיה המרכזי אל המנהלים להראות כי פעלו כשורה; ומרגע שיועבר נטל הראיה, המסמכים המעידים על אופן קבלת ההחלטה – ישמשו מקור אינפורמציה קריטי לביקורת שיפוטית אפקטיבית על קיומה של דרישת הרציונל העסקי או על הפרתה, ולכירורז אם מילא הדירקטוריון כראוי את תפקידו כמפקח, או שמא נהג פסיביות בענייני החברה ושימש חותמת-גומי להחלטותיה¹⁴⁷.

עם זאת, על-פי היישום המוצע, ההפרה הטכנית של סטנדרטים אלה או אחרים בהליכי קבלת ההחלטות העסקיות לעולם לא תשמש בסיס מהותי לאחריות המנהלים, אלא כל-אימת שיצליחו מנהלי-החברה לשכנע את בית-המשפט כי אכן אספו את המידע החיוני לקבלת ההחלטה, ופעולתם היתה תוצאה של החלטה מכוונת למקסום שוויה של החברה – אין מקום להטלת אחריות אישית על ההנהלה. זאת, בין אם נגרם נזק לחברה ובין אם לאו, ובין אם נתגלה במהלך הכירורז המשפטי כי הפעולה היתה נגועה באינטרסים אישיים ובין אם לאו.

4. חובת האמונים של דירקטור ונושא משרה בחברה

כחלק מדיני עשיית עושר ולא במשפט, התמקדה בעבר חובת הנאמנות באיסור על נושא המשרה לעשות שימוש בסמכויותיו בחברה לקידום ענייניו האישיים, במקום לקדם את ענייניה של החברה עצמה, היינו: חובת הנאמנות התמקדה ביסוד ההתעשרות העצמית של נושא המשרה; ולהבדיל מחובת הזהירות, אף התרופה על הפרתה לא סבה על פיצויה של החברה הניזוקה מן ההפרה, אלא על שלילת ההנאה שהפיק המפר מן ההפרה¹⁴⁸. כפי שהראיתי בניתוח המפשט, הביא הסדר קלסי זה לתוצאות לא-רצויות, מאחר שחסם למעשה את היכולת המעשית של בעלי-המניות לאכוף את התחייבויותיהם של נושאי המשרה בחברה¹⁴⁹.

ואכן, במאמר אחר¹⁵⁰ הראיתי, שבחינה מדוקדקת של התקדימים מראה כי תרופת ההשבה – המתרכזת בחיוב נוקשה של נושא המשרה להשיב את כל הרווח האישי שהפיק מן הפעולה ללא תלות בנוק שנגרם לחברה – שימשה את בתי-המשפט למעשה רק בהקשר המיוחד של ניצול מצד נושאי המשרה של הזדמנויות עסקיות שהגיעו לידיעתם במהלך מילוי תפקידם בחברה. במקרים אלה סירבו בתי-המשפט לקבל את טענת ההגנה השגרתית, שלפיה ממילא לא יכולה היתה החברה לעשות שימוש באותן הזדמנויות עסקיות ולא נגרם לה כל נזק¹⁵¹. בתי-המשפט אף גילו במפורש את חששם, שכל סטנדרט משפטי שהיה מתנה את אחריות המנהל בשיעור הנזק המוכח נגדו היה מטיל על החובעים נטל ראיה בלתי-נסבל ופותח פתח

147 הדבר בולט במיוחד בשתי האסמכתאות המרכזיות לאחריות בגין הפרת חובת הזהירות הן בעניין *Smith v. Van Gorkom*, *supra* note 57, הן בעניין *Hanson Trust*, *supra* note 57, בית-המשפט מפק את האינפורמציה המרכזית על פסיביות הדירקטוריון והפרתו את דרישת הרציונל העסקי מתוך אותן ראיות שהביאו הדירקטורים עצמם, כדי לבסס את הגנתם.

148 ראה לעיל, הערה 37 והאסמכתאות שם.

149 ראה, לעיל, בפסקה ב.1.1. (ב).

150 ראה *Haviv-Segal*, *supra* note 53.

151 ראה האסמכתאות לעיל, בהערה 37.

להתחמקות מאחריות¹⁵². בדיעבד, לאחר שהתקשרו כבר עם צדדים שלישיים כדי לנצל את ההזדמנות העסקית שהתגלגלה לידיהם עקב מילוי משרתם, נוטים נושאי המשרה לשתף פעולה עם אותם צדדים שלישיים כדי ליצור – בתביעה המתנהלת נגדם על-ידי החברה – מצג, שלפיו מלכתחילה לא היה הצד השלישי מעוניין בהתקשרות עם החברה, ובדרך-כלל לא יוכלו בעלי-המניות להוכיח כי החברה אכן ספגה הפסד כלשהו¹⁵³. לכן, כבר מראשיתו לא ביקש הכלל הנוקשה אלא לכוון את נושאי המשרה המעוניינים בניצול הזדמנויות עסקיות מסוג זה, לגלות זאת לחברה מראש ולקבל לכך את הסכמתה.

לעומת זאת, בהקשרים אחרים של הפרת הנאמנות, הרי שלמרות ההצהרות החוזרות ונשנות של בתי-המשפט על נוקשותם של הכללים, ניסו מנהלי החברה הנחבצים למצוא מפלט מאחריות בשל הפרת הנאמנות על-ידי הצגת רציונל עסקי לפעולתם, ולמידת האותנטיות של ההגנה העסקית היה אפקט משמעותי על גורלה של התביעה¹⁵⁴.

צעד נוסף בהסטת מרכז-הכובד של חובת הנאמנות מיסוד ההתעשרות העצמית ליסודות דרישת הרציונל העסקי נעשה בתיקון מס' 4 לפקודה: אמנם, ההסדר של חובת האמונים על-פי תיקון מס' 4 שונה מאוד בניסוחו מן המודל המוצע והרורבריות המפורטות בסעיף 96כז(א) לפקודה סבות עדיין על איסורים המגבילים את נושא המשרה מלעשות שימוש בתפקידו לקידום תועלתו האישית. יחד עם זאת, חולל תיקון מס' 4 מהפך במהותה של חובת האמונים; שהרי בצד האיסורים החלים מכוח סעיף 96כז(א), מורה התיקון על הליכי אֶשְׁרֹר פנימיים, המכוונים להבטיח שפעולות הנגזרות באינטרסים אישיים תתרחשנה בפועל רק כאשר אלו מתיישבות עם "טובתה של החברה בכללותה". בכך הופך תיקון מס' 4 את האיסורים הנובעים מחובת האמונים, מאיסורים מוחלטים לאיסורים התלויים במידת החיישנות של העסקאות הנגזרות בעניין אישי עם טובתה של החברה בכללותה; היינו: כמו המודל המוצע, מעביר התיקון את מרכז-הכובד של חובת האמונים מיסוד ההתעשרות העצמית של נושא המשרה, לנזק שהתעשרות מעין זו עלולה להביא לחברה.

זאת ועוד: ההסדר המוצע ביקש לכוון את תמריציהם של נושאי המשרה מראש (*ex ante*) על-ידי שיפור אכיפתה של התרופה בדיעבד (*ex post*): כפי שהראיתי

152 כפי שהדגיש Lord Wright, בעניין: *Regal Hastings v. Gulliver*, *supra* note 37, at pp. 392–393: "... Nor can the court adequately investigate the matter in most cases. The facts are generally difficult to ascertain or are solely in the knowledge of the person who is being charged. They are matters of surmise; they are hypothetical because the inquiry is as to what would have been the position if that party had not acted as he did, or what he might have done if there had not been the temptation to seek his own advantage ... for the safety of mankind requires that no agent shall be able to put his principal to the danger of such an inquiry as that"

(emphasis added)

153 בולט במיוחד החשר במקרים כמו אלה שנדונו ב-*Development Consultant Ltd. v. Cooley*, *supra* note 32; *Canadean Aero Service v. O'Malley*, *supra* note 37 שם פרשו המנהלים מן החברה, כדי לממש את ההזדמנות העסקית בעצמם, ועם זאת לא גילו לה מראש את סיבת פרישתם האמיתית.

154 לביטוסו של טיעון זה בפסיקה ראה *Haviv-Segal*, *supra* note 53, at pp. 364–377.

בניתוח המפשט, צפוי המודל המוצע לתמרץ את נושאי המשרה לפעול מראש תוך שמירת ראיות ואינפורמציה זמינה המעידה על כך שקיימו את דרישת הרציונל העסקי ולכן מראש המודל המוצע לא כולל כל ריגולציה של הליכי קבלת ההחלטות בתוך החברה. לעומת זאת, התיקון מביא לרגולציה מפורטת וקונסטית של הליכי האשרור הפנימי, כדי להבטיח את קיומו של מנגנון אכיפה פנימי בתוך החברה, אשר יבטיח מראש כי פעולות הנגועות בעניין אישי של נושא המשרה לא תתרחשנה בפועל, אלא אם הן עולות בקנה אחד עם האינטרסים של החברה ובעלי-מניותיה. אלא שלמרות מנגנוני-האכיפה הפנימיים, לא נראה שהתיקון יצליח לפטור לחלוטין את בתי-המשפט מבירורים בדיעבד של הפרות חובת הנאמנות. אחרי התיקון תתרכזנה התביעות בתקיפת הליכי האשרור עצמם: תובעים פוטנציאליים עשויים להצביע על אי-קיום דרישות הגילוי הנדרשות; על כך שהדירקטורים הפרו את חובותיהם לאסוף את האינפורמציה החיונית לפני שאשררו את הפעולה; שגם נושאי משרה שהשתתפו בהצבעה באשרור היו נגועים באינטרסים אישיים; שהאורגן המוסמך אשרר את הפעולה, הגם שאינה עולה בקנה אחד עם טובתה של החברה; או שהגם שהחברה רק "רשאת לבטל" פעולה שלא אושרה כנדרש, יטענו בעלי-המניות התובעים כי החובה לבטל את הפעולה הנגועה בהפרת אמונים חלה על החברה מכוח חובתם הכללית לפעול לקידום ענייניה של החברה.

בכל המקרים הללו ובדומיהם מתחדדת השאלה העקרונית, האם גם לאחר התיקון, כמו בדיני עשיית עושר ולא במשפט, מתמקדת חובת האמונים בנושא המשרה המפר, ובהנאה האישית שהפיק מן הפעולה; או שכמו המודל המוצע, הסיט התיקון את חובת האמונים ומיקדה בנפגעים הפוטנציאליים מהפרתה של דרישת הרציונל העסקי, קרי: החברה ובעלי-מניותיה.

הגישה הראשונה מחייבת את בתי-המשפט לבטל את הפעולה הנגועה באינטרס אישי ולחייב את נושא המשרה המפר בהשבת כל הרווח האישית שהפיק מן הפעולה, כל-אימת שנפל פגם בהליך האשרור (להלן: הגישה הפורמלית). לעומת זאת, על-פי הגישה השנייה, לאחר שמצא בית-המשפט כי נפל פגם בהליך האשרור, עליו להמשיך ולהיכנס לבדיקה המהותית, אם אכן התבסס האשרור על אמונתם הכנה והאינפורמטיבית של האורגנים המאשררים שהפעולה עולה בקנה אחד עם טובתה של החברה, ולהכריע רק בהתאם למבחן אחרון זה (להלן: הגישה המהותית).

נוסחו של תיקון מס' 4 מספק תשובה חלקית בלבד לשאלה זו: סעיף 96ל ב' לתקון הולך על-פי הגישה הפורמלית וקובע, שלא יהא תוקף להתקשרות שבין חברה לבין נושא משרה שבה, אשר נפל פגם באשרורה. לעומת זאת, בהתקשרויות הכרוכות במעורבות של צדדים שלישיים אין הפעולה בטלה אוטומטית, אלא "החברה רשאית" לבטל את הפעולה בתנאי שצד ג ידע על ההפרה. מכאן, שאין נוסחו של התיקון מספק תשובה לתביעות שבהן יקבול בעל-מניות על אי-ביטול הפעולה לפי סעיפים 96ל ב' ו-96ל ט(א), מכיוון שזו אינה מתיישבת עם טובתה של החברה בכללותה.

כמובן, התמקדותה של הלכת הנאמנות המסורתית במפר התבטאה בעיקר בתרופת ההשבה המיוחדת (the accounting remedy), אשר חייבה את נושא המשרה המפר להשיב לחברה את כל הרווח האישית שהפיק מן הפעולה, ללא תלות בנוק

שנגרם לחברה. תרופת ההשבה המיוחדת עולה בקנה אחד עם הגישה הפורמלית, שהרי היא מביאה להטלת אחריות על נושא המשרה, כל-אימת שנפל פגם באשרור המוקדם, ללא תלות בנזק שנגרם לחברה למעשה.

התפתחות הפסיקה בעניין זה מצביעה על האופן שבו מתחדד, בתחום של דרישת הנזק, הקושי האינהרנטי שבאכיפת חובות מנהלים: מחד גיסא, אין זה רצוי להטיל על מנהלים אחריות החורגת מן הנזק שנגרם למעשה לחברה/בעלי-המניות. אחריות כזו עלולה לטרפד התקשרויות יעילות¹⁵⁵, להרחיק את המנהלים מנקיטת אסטרטגיות הממקסמות את השווי הכולל של החברה לבעליה¹⁵⁶, ובסך-הכול לגרום נזק הרב מן התועלת. מאידך גיסא, מכשולי האינפורמציה המפריעים לבעלי-המניות בהוכחת הנזק היטו את בתי-המשפט כמעט באופן בלתי-נמנע לעבר סטנדרטים נוקשים הן בבסיס המהותי לאחריות¹⁵⁷ הן במבחנים להערכת הנזק¹⁵⁸.

נוסחו של תיקון מס' 4 אינו ברור אף בהקשר זה: מחד גיסא, קובע סעיף 96(א) שעל הפרת חובת האמונים יחולו הדינים החלים על הפרת חוזה, בשינויים המחויבים, וחלק מן התרופות החוזיות אינן תלויות בקיומו של נזק. מאידך גיסא, מגביל סעיף 96לט את זכותה של החברה לפיצויים – מנושא המשרה המפר או צד ג, אשר ידע על העניין האישי של נושא המשרה וידע או היה עליו לדעת על העדר אשרור כנדרש – בשל הנזק שנגרם לה. נראה שהתניית התרופה בנזק שנגרם לחברה תואמת דווקא את הגישה המהותית ולא הפורמלית, ומבטלת את תחולתה של תרופת ההשבה המיוחדת המוכרת לנו מן המשפט המקובל.

בשל חוסר-הבהירות בנוסח התיקון, יש להכריע בשאלה על-פי שיקולי מדיניות, ואלה (כפי שנותחו בחלקו המפשט של המאמר) מצדיקים את אימוצה של הגישה המהותית ולא הפורמלית; היינו: על בית-המשפט להכריע במקרה שלפניו לא רק על-פי הפגם שנמצא בהליכי האשרור, אלא על-פי בדיקה מהותית של מידת האותנטיות שבציודק העסקי שנושאי המשרה הביאו להגנתם.

בכל מקרה, הגם שתיקון מס' 4 לא שינה את נטלי הראיה והשכנוע במפורש, הליכי האשרור והמסמכים שיטתו המנהלים והדירקטוריון לשמר להוכחת ניהולם הראוי יזמנו אינפורמציה חשובה בידי בית-המשפט להכריע אם אכן קוימה דרישת הרציונל העסקי: ראיות אלו עלולות להעיד על נסיונות ההנהלה לכוון את החלטת האורגן המאשר באינפורמציה חלקית ומכוונת¹⁵⁹, על פיטורי כל מי שהתנגד לפעולת ההנהלה או על נסיונות להאיץ את פעולות האשרור ולנהל את קבלת ההחלטות בחיפזון בולט¹⁶⁰ וכדומה. אינפורמציה זו, שבעבר היתה נותרת בתוך

155 ראה לעיל, הערה 64.

156 ראה לעיל, ליד הערות 13-14.

157 שבאו לידי ביטוי בתרופת ההשבה המיוחדת. ראה לעיל, הערה 152.

158 שבאו לידי ביטוי במבחן ה-"intrinsic value", אשר נקבע בעניין *Weinberger v. U.O.P.*, *supra* note 57; והוחל בעניין *Smith v. VanGorkom*, *supra* note 57; ובעניין *Kahn*, *supra* note 142. בולט במיוחד בהקשר זה האופן שבו פתר בית-המשפט את בעיית פערי האינפורמציה בעניין *Kahn*, כאשר נתן את מירב המשקל בהערכת החברה (ובהתאמה, בהערכת הנזק לבעלי-המניות המוכרים) את שוויים של מקרקעי התברה, בשל זמינותו של שווי זה להערכה חיצונית ואובייקטיבית.

159 ראה *Mitchell v. Highland Western Glass Co.*, *supra* note 68.

160 ראה *Smith v. VanGorkom*, *supra* note 57.

דלת אמותיה של ההנהלה המעשית ולא הועמדה כלל לביקורת שיפוטית, עשויה להגיע עתה לידיעתם של בעלי-המניות ובתי-המשפט. יחד עם זאת, אין להבין את דרישותיו של תיקון מס' 4 כדרישות פורמליות גרידא, אלא יש להחילן תמיד על רקע הבסיס המהותי לאחריות, היא דרישת הרציונל העסקי.

אשר לדרישת הנזק, המודל המוצע ביקש לפתור את מגבלותיהם של בעלי-המניות בהוכחת הנזק על-ידי העברת נטלי הראיה והשכנוע אל נושאי המשרה הנתבעים; כך, שאמנם אין אחריות ללא נזק, אלא שנטל הראיה בנושא זה כמו בנושאים רבים אחרים יוטל על ההגנה ולא על התביעה, כדי להראות שלא נגרם לחברה כל נזק עקב ההפרה. על-פי הגישה המהותית לפרשנותו של תיקון מס' 4, אין אחריות ללא נזק ואין מקום עוד לתחולתה של תרופת ההשבה מן המשפט המקובל. אלא שהבעיה היא, כי תיקון מס' 4 אינו מספק כל פתרון לבעיות ההוכחה אשר הנחו את בתי-המשפט בעיצובה של תרופת ההשבה המיוחדת. בתחום זה שוב בולט ההבדל שבין תיקון מס' 4 לבין המודל המוצע.

יחד עם זאת, פתרון מסוים לסוגיית הנזק ניתן לבסס על דרך הפרשנות: תוך ניצול העובדה שתיקון מס' 4 לא קבע כל מבחן מפורש, יוכלו בתי-המשפט לקרב את הפתרון החקיקתי אל ההסדר המוצע על-ידי החלת מבחנים גמישים יותר בהערכת הנזק.¹⁶¹ הנקודה הקריטית היא, שאסטרטגיית אי-הגילוי מצד המנהלים בהקשר זה דומה לאסטרטגיית אי-הגילוי בקשר לקיומה/להפרתה של דרישת הרציונל העסקי עצמה. לכן יש לצפות, כי הערכה ליברלית של הנזק שנגרם לחברה/לבעלי-המניות תתמרץ את אותם מנהלים היודעים כי לא נגרם לחברה כל נזק או שהנזק שנגרם למעשה הוא מועט – להביא על כך ראיות לבית-המשפט. ראיות אלו שוב יספקו אינפורמציה חשובה על עובדות המקרה, אשר תאפשר לבית-המשפט להעריך נכונה את הנזק שנגרם למעשה. כאותם מקרים בהם מבקשים מנהלי-החברה להסתיר אינפורמציה חיונית להערכת הנזק יצביע הדבר על כך שנגרם לחברה נזק רב, כאשר המבחנים הליברליים בהערכת הנזק יאפשרו אז לבית-המשפט להתאים את הפיצוי לנזק הכבד שנראה כי נגרם לחברה/לבעלי-המניות למעשה.¹⁶²

161 על המבחנים הגמישים החלים בארצות-הברית בהערכת הנזק ראה *Weinberger v. U.O.P.*, *supra* note 57; ולשימוש הנעשה בהם כדי לגשר על פערי אינפורמציה לגבי הערכת הנזק ראה *Kahn*, *supra* note 142.

162 ראה עניין *Kahn*, *supra* note 142; והשווה עם החלטת בית-המשפט בעניין *Getty Oil*, *supra* note 81.

נספח

א. שיווי-המשקל על-פי ההסדר הקלטי באכיפת חובות מנהלים

כדי למנוע סיבוכים מיותרים אתרכזו בשיווי-המשקל עצמם בלבד ולא אדון בתוצאותיהן של סטיות אפשריות משיווי-המשקל. כמו-כן אניח, שהצדדים יכולים לבחור רק באסטרטגיות טהורות (pure strategies). לבסוף, בגוף המאמר ניתחתי את התוצאות הצפויות בעיקר במתודה של אינדוקציה-לאחור (backwards induction). מתודות אחרות עשויות להצביע על שיווי-משקל נוספים. קונסיסטנטיות לשיטת ה-backwards induction אתעלם אף בניתוח הנוכחי מאותם שיווי-משקל שאינם מתיישבים עם שיטת האינדוקציה-לאחור. כתוצאה מכך, התוצאות שאגיע אליהן כאן חשקפנה שיווי-משקל Nash, עם backward-induction-refinements. לפי הנתונים האמורים ניתן לפשט את טבלת ה-payoffs התואמת את עץ-ההחלטות בתרשים מס' 1:

(א) במהלך התביעה יכולים בעלי-המניות להחליט על מחיקת/ביטול התביעה כנגד נושאי המשרה הנתבעים, ואז נושאים התובעים בעלויות ניהול שלב אחד של התביעה, ומנהלי-החברה אינם חייבים בכל סנקציה משפטית. בהסתברויות נמוכות ביותר להצלחת התביעה עשויה אסטרטגיה זו להימצא רציונלית אצל נושאי המשרה בחברה, כך ש $pVm + (1-p)(-2C) > -C$. עם זאת, בהתקיים הסתברות כה נמוכה להצלחת התביעה, ממילא לא ירצו בעלי-המניות להגישה, ולכן לא אתייחס לאפשרות זו בטבלה שלהלן.

(ב) כאשר בעלי-המניות מעדיפים שלא לעשות דבר, h_{n3} , ממילא מסתיים המשחק ואין נפקות מעשית עוד לבחירותיהם בין h_{m1} ל- h_{m2} בשלבים מאוחרים יותר — $m > n$. למען פשטות הגיתוח לא נפרט בטבלה את כל הקומבינציות האפשריות לבחירת בעלי-המניות בשלבים המאוחרים לבחירתם בשב ואל תעשה, h_{n3} .

טבלת ה-payoffs התואמת את תרשים מס' 1
מנהלים נתבעים

h'_{j2}	h'_{j1}	בעלי-מניות תובעים
(L,K)	(Vm,0)	א. (h_01, h_22, h_42)
(0,Vm)	(Vm,0)	ב. (h_01, h_23, h_4j)
(L,K)	(L,K)	ג. (h_02, h_22, h_42)
(0,Vm)	(0,Vm)	ד. (h_03, h_2j, h_4j)

כאשר

$$(1-p')(-C) + p'[(1-p)(-2C) + pVm] = L$$

$$Vm(1-p') + p'[p(-2C) + (1-p)Vm] = K$$

פורמלית, בהינתן שני השחקנים — קבוצת בעלי-המניות התובעים וקבוצת

המנהלים הנתבעים – כך שלכל שחקן, קבוצת-אסטרטגיות אפשריות, S_i , הווקטור המייצג את קומבינציית האסטרטגיות של שני השחקנים $s=(s_1, s_2)$ הוא בשיווי-משקל Nash, אם עבור כל $i=1,2, s_i \in S_i$ מתקיים:

$$u_1(s_1, s_2) \geq u_1(s_1, s'_2) \text{ וגם } u_2(s_1, s_2) \geq u_2(s'_1, s_2)$$

אינטואיטיבית, כל קומבינצייה (בחירת מנהלים, בחירת בעלי-מניות), אשר כל צד שהוא (קרי: בעלי-המניות או המנהלים) לא יהא מעוניין לסטות מבחירתו לפיה, מבלי שיסטה גם הצד האחר – היא בשיווי-משקל Nash.

בהתאם לכך, עבור כל $K > 0$, בהינתן כל אסטרטגיה אפשרית של בעלי-המניות, יעדיפו מנהלי-החברה את האסטרטגיה $h'_1 2$; ובהינתן $h'_1 2$, יהיו $(h'_1 2, b)$, $(h'_1 2, d)$ בשיווי-משקל אם $L < 0$; ו- $(a, h'_1 2)$, $(g, h'_1 2)$ יהיו בשיווי-משקל אם $L > 0$. לבסוף, עבור כל $K < 0$ יהיה $(d, h'_1 2)$ בשיווי-משקל, אם $L < 0$; ו- $(a, h'_1 1)$ יהיה בשיווי-משקל אם $L > 0$.

על הנפקיות של צפי זה ומשמעויותיו עמדתי בגוף הטקסט. בפרט הדגשתי את משמעויותיהם של שיווי-המשקל הנדונים, עבור

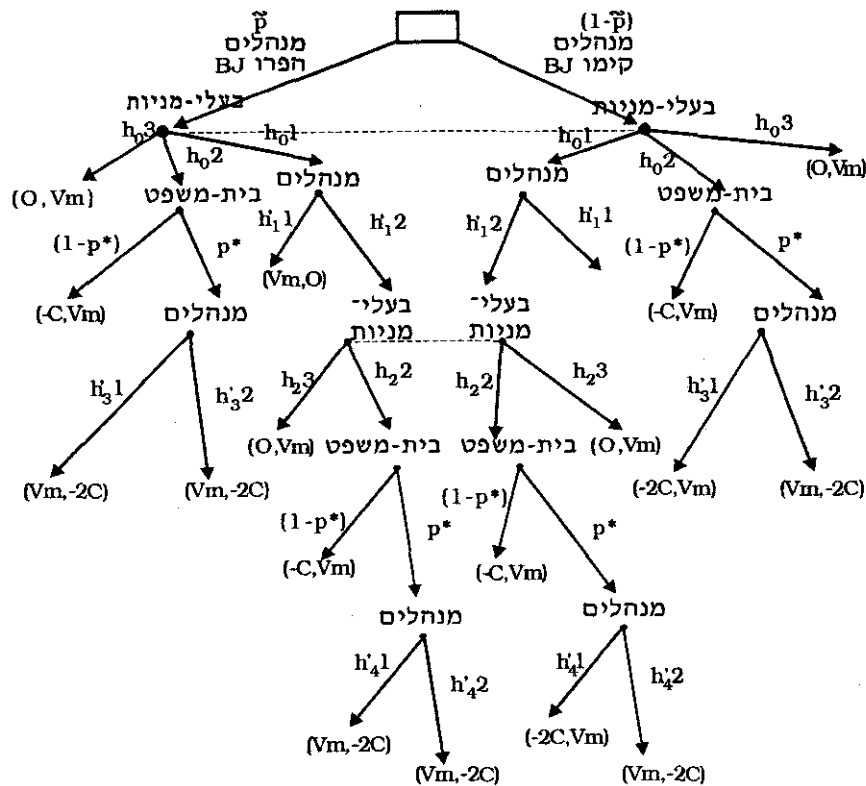
$$p=p'=P \leq 1/2, \quad 5 \leq Vm/C \leq 10$$

ב. שיווי-המשקל על-פי ההסדר המוצע באכיפת חובות מנהלים

מאחר שהמודל המוצע מציע להבחין בין נושאי משרה שקיימו את דרישת הרציונל העסקי לבין אלה שהפרו אותה, ומאחר שנושאי המשרה מפרים או מקיימים את דרישת הרציונל העסקי לפני תחילת המשחק – מתחיל המשחק למעשה בשתי נקודות-מוצא אפשריות (כאשר בעלי-המניות ובית-המשפט אינם יודעים מאיזו מהן מתחיל המשחק למעשה).

בהתאמה, אתחיל מהצגה מחודשת של עץ-ההחלטות לפי המודל המוצע, תוך שינוי, כדי ליתן ביטוי לפיצול שבתחילת המשחק:

תרשים מס' 2: המודל המוצע



כאשר אל הערכים מתרשים מס' 2 נוסף הערך

$\bar{p}$ – ההסתברות שמנהלי החברה הפרו את דרישת הרציונל העסקי.

גם כמסגרת הניתוח הנוכחי אצמצם את טבלאות ה-payoffs בהתאם למגבלות שתוארו בפסקה (1). כמו-כן, מאחר שבחירתם של נושאי המשרה לאחר שבעלי-המניות הגישו את התביעה אינה יכולה לשנות עוד את התוצאה הסופית, אצמצם את טבלת ה-payoffs לבחירת נושאי המשרה הנתבעים בין גילוי לאי-גילוי בשלב הראשון של המשחק, קרי: במסגרת הבירור הפנימי.

מתרשים מס' 2* עולה בבירור כי למעשה, הגם שאין בעלי-המניות יודעים מן

ההתחלה באיזה צד של העץ הם נמצאים, מתייחסת בחירתם לשתי טבלאות payoffs שונות¹⁶³:

טבלת ה-payoffs התואמת את תרשים מס' 2 (עבור מנהלים שקיימו את דרישת הרציונל העסקי)
מנהלים נתבעים

	h'_{12}	h'_{11}	
בעלי-מניות תובעים			
א. (h_01, h_22)	$((1-p^*)(-C)+p^*(-2C)), Vm$	$(0, Vm)$	
ב. (h_01, h_23)	$(0, Vm)$	$(0, Vm)$	
ג. (h_02, h_2j)	$((1-p^*)(-C)+p^*(-2C)), Vm$	$((1-p^*)(-C)+p^*(-2C)), Vm$	
ד. (h_03, h_2j)	$(0, Vm)$	$(0, Vm)$	

טבלת ה-payoffs התואמת את תרשים מס' 2 (עבור מנהלים שהפרו את דרישת הרציונל העסקי)
מנהלים נתבעים

	h'_{12}	h'_{11}	
בעלי-מניות תובעים			
א. (h_01, h_22)	$((1-p^*)(-C)+p^*(Vm)), ((1-p^*)Vm+p^*(-2C))$	$(0, Vm)$	
ב. (h_01, h_23)	$(0, Vm)$	$(0, Vm)$	
ג. (h_02, h_2j)	$((1-p^*)(-C)+p^*(Vm)), ((1-p^*)Vm+p^*(-2C))$	$((1-p^*)(-C)+p^*(Vm)), ((1-p^*)Vm+p^*(-2C))$	
ד. (h_03, h_2j)	$(0, Vm)$	$(0, Vm)$	

בכל מקרה, בין אם חלה הטבלה הראשונה ובין אם השנייה, וכן בין אם מנהלי-החברה בוחרים בגילוי ובין אם בהסתרת אינפורמציה במסגרת הברור הפנימי — עדיפה לבעלי-המניות (לפחות במובן החלש) אסטרטגיה א על ג; ואסטרטגיה ב עדיפה (לפחות במובן החלש) על אסטרטגיה ד. לכן הפנייה לבירור פנימי, קרי: אלטרנטיבה h_01 , נמצאת בכל אסטרטגיות שיווי-המשקל, וניתן להתייחס רק לחלקן העליון של שתי הטבלאות.

לו ייצגה כל טבלה משחק נפרד, הרי שבמשחק לפי הטבלה הראשונה היו הקומבינציות $(h'_{11}, א)$, $(h'_{11}, ב)$, $(h'_{12}, ב)$ בשיווי-משקל;

ובמשחק לפי הטבלה השנייה היה $(h'_{11}, א)$ בשיווי-משקל, אם $[(1-p^*)(-C)+p^*(Vm)] \geq 0$ וגם $(1-p^*)(Vm)+p^*(-2C) \leq 0$. אחרת $(h'_{12}, א)$, היה בשיווי-משקל אם $[(1-p^*)(-C)+p^*(Vm)] \geq 0$, ו- $(h'_{12}, ב)$ היה בשיווי-משקל אם $[(1-p^*)(-C)+p^*(Vm)] \leq 0$.

השאלה היא, אילו מבין אסטרטגיות אלו תימצא בשיווי-משקל בשילוב של שתי הטבלאות יחדיו?

¹⁶³ פורמלית, אילו היתה משמעות לגיטימית המשחק על-פי אסטרטגיות מעורבות, היה מקום לתרגום המשחק לטבלת payoffs אחת, בהתאם להסתברויות β , $(1-\beta)$. אולם מכיוון שאני מתרכזת באסטרטגיות טהורות בלבד ומאחר שבעלי-המניות צפויים לנסות ולדלות אינפורמציה על מיקומם בעץ מן האסטרטגיות שניקטו המנהלים — בחרתי בניתוח הבא, הנסמך על תרגום המשחק לשתי טבלאות payoffs.

ראשית, השילוב של שתי הטבלאות באותו משחק מבטל את הקומבינציה $(h'_1, 1)$, (ב) מקבוצת שיווי-המשקל: כל עוד לא מאתרים בעלי-המניות את הטבלה החלה למעשה, עליהם לקחת בחשבון שאם חלה למעשה הטבלה הראשונה, בחירתם באסטרטגיה א' ממילא לא תתמרץ את הצד השני לסטות לאסטרטגיה א'-גילוי. לעומת זאת, אם חלה הטבלה השנייה, צפויה בחירתם של בעלי-המניות באסטרטגיה ב' להביא את מנהלי-החברה לנקוט א'-גילוי (להוותם של בעלי-המניות). כתוצאה מכך, בהינתן גילוי מצד מנהלי-החברה, $h'_1, 1$ יהיה רק $(h'_1, 1)$ (א) בשיווי-משקל.

שנית, בגוף המאמר הראיתי כי די בהסתברות p^* נמוכה ביותר, כדי שיתקיים $(1-p^*)(-C)+p^*(V_m) \geq 0$, וסימנתי $p^* \geq \bar{p}$ — כך שלפי הטבלה השנייה, בהינתן א'-גילוי מצד ההנהלה, תהיה הגשת התביעה (אסטרטגיה א'), האסטרטגיה הרציונלית לבעלי-המניות. מכאן ואילך אניח שמתקיים $p^* \geq \bar{p}$.

אז מתעוררת לכאורה בעיית איתור הטבלה החלה למעשה במלוא חריפותה: בהינתן א'-גילוי מצד המנהלים, יהיה $(h'_1, 2)$ (ב) בשיווי-משקל לפי הטבלה הראשונה, אך $(h'_1, 2)$ יהיה בשיווי-משקל לפי הטבלה השנייה.

למעשה, מחשבה מעמיקה יותר מבהירה, שהשילוב של שתי הטבלאות במשחק אחד מבטל גם את הקומבינציה $(h'_1, 2)$ (ב) מקבוצת שיווי-המשקל; ובהינתן א'-גילוי מצד ההנהלה, יהא רק $(h'_1, 2)$ (א) בשיווי-משקל.

אלמלא היה לבעלי-המניות מכניזם להבחין בין מנהלים שקיימו את דרישת הרציונל העסקי לאלה שהפרו אותה, היתה האסטרטגיה הרציונלית מבחינתם נבחנת בהתאם להסתברות הכללית של קיום הפרה. אלא שידוע לשני הצדדים שמנהלי-החברה הנתבעים יודעים מראש איזו מבין שתי הטבלאות חלה למעשה. לכן רציונלי מבחינתם של בעלי-המניות לנסות ולדלות אינפורמציה על הטבלה החלה למעשה מן האסטרטגיה שבוחרים מנהלי-החברה. כתוצאה מכך רציונלי אף מבחינתם של מנהלי-החברה לקחת בחשבון מראש ניסיון צפוי זה של בעלי-המניות. למנהלי-החברה שקיימו את דרישת הרציונל העסקי לא צפוי כל שווי חיובי מאי-הגילוי. לעומת זאת, למנהלי-החברה המפרים עשויה להיות תוחלת חיובית ממשית מאסטרטגיית א'-הגילוי. אם כתוצאה מפער זה יפרשו בעלי-המניות את אסטרטגיית א'-הגילוי כמעידה על הפרה, הם יניחו שהטבלה השנייה חלה למעשה, יסטו מאסטרטגיה ב' לאסטרטגיה א' ויפנו להגשת תביעה. די בקיומה של אפשרות כזו ובטורדה הכרוכה בניהול הליכים משפטיים כדי לתמרץ את מנהלי-החברה שקיימו את דרישת הרציונל העסקי לסטות מאסטרטגיית א'-הגילוי, $h'_1, 2$, ולנקוט גילוי מראש, $h'_1, 1$. מכאן שאסטרטגיה $(h'_1, 2)$ (ב) לא תימצא בקבוצת שיווי-המשקל במשחק המשלב את שתי הטבלאות יחדיו.

כתוצאה מכך, במשחק המשלב את שתי טבלאות ה- payoffs יחדיו ובהינתן הסתברות משמעותית להצלחת השלב הראשון בתביעה, $p^* \geq \bar{p}$, תהייה הקומבינציות $(h'_1, 1)$ (א) ו- $(h'_1, 2)$ (א) בשיווי-משקל. הקומבינציה הראשונה צפויה להתרחש כאשר מנהלי-החברה קיימו את דרישת הרציונל העסקי או כאשר מתקיים $p^* \geq \bar{p}$. הקומבינציה השנייה צפויה להתרחש כאשר מנהלי-החברה לא קיימו את דרישת הרציונל העסקי, ומתקיים $p^* < \bar{p}$.

ג. האפשרות של גילוי חלקי, כאשר $1 \rightarrow p^* 164$

כדי להוכיח את הטענה, שלפיה, כאשר $1 \rightarrow p^*$, אין באפשרויות הגילוי החלקי כדי לשנות מן התוצאות של המודל המוצע, המתואר בתרשים מס' 2 – אניח שבכל מקרה יכולים המנהלים לבחור לא רק בגילוי מלא, h_1 , או באי-גילוי מלא, h_2 , אלא גם בכל אסטרטגיית גילוי חלקי ברצף שבין שתי אסטרטגיות אלו. תהי קבוצת האסטרטגיות העומדות לרשות המנהלים – R' , כך ש- $r' \in R'$:

$$r' = \frac{(\text{האינ' הנגלית})}{(\text{האינ' המלאה})}$$

הואיל וגילוי מלא הוא הגילוי המקסימלי האפשרי, נמצאים כל אברי R' בקטע הסגור $[0, 1]$, כך ש- $R' \subseteq [0, 1]$. תהיינה האסטרטגיות המקוריות $r'(h_1, 1) = 1$ ו- $r'(h_2, 2) = 0$.

נניח גם שעבור כל גילוי חלקי, r' , מתקיימת הסתברות מסוימת p^* , שבית-המשפט יעביר אל מנהלי-החברה את נטל הראיה כתביעה שתתנהל נגדם להראות שקיימו את דרישת הרציונל העסקי, $1 \rightarrow p^* \leq p^* < 0$. לפי p^* , מחשבים מנהלי-החברה ובוחרים ברמת הגילוי החלקי האופטימלית, f' .

בהתאם לניתוחי, קיימת פונקציה f , כך ש- $f' = f(p^* | r')$, אלא שערכי p^* תלויים בעצמם בסטנדרטים המקובלים בהליכי קבלת החלטות בחברות בכלל. ככל שמקובל לזמן מידע רב יותר, כן הופך אי-הגילוי החלקי לרמז להפרה. תהי האינפורמציה הזמינה בדרך-כלל בנסיבות דומות – r_s כך ש-

$$r_s = \frac{(\text{האינ' הזמינה בד"כ})}{(\text{האינ' המלאה})}$$

$$(p^* | r') = g(r_s) \text{ כך ש-} g, \text{ או קיימת פונקציה } f' = f(g(r_s))$$

כדי להגיע לתוצאות מעניינות ניתן היה להציג תיאור קונקרטי כזה או אחר של f, g ; אלא שניתוח כזה היה מגביל אף את התוצאות לאופי השרירותי שקבענו ל- f, g . ניתוח כללי ומופשט יותר מחייב להתייחס לכל סדרות הפונקציות האפשריות המקיימות את התכונות הבסיסיות שמציב המודל ל- f, g . תהי $\{f_n(p^*)\}_{n=1}^{\infty}$ סדרת הפונקציות האלמנטריות העשויות לתאר את f , ותהי $\{g_m(r_s)\}_{m=1}^{\infty}$ סדרת הפונקציות האלמנטריות העשויות לתאר את g .

164 יש לזכור, כי אין אנו מצדדים בגילוי כל הליכי קבלת ההחלטות באופן סטנדרטי לבעלי-המניות. אנו עוסקים כעת רק בתחומי ההחלטות שלגביהן $1 \rightarrow p^*$, היינו: ההחלטות שדי בצירוף של רסיסי החשד שאיתרו בעלי-המניות לגביהן, יחד עם אסטרטגיית אי-גילוי מצד המנהלים כדי שבעלי-המניות יצליחו, בתביעה שיגישו כנגד מנהלי-החברה, להעביר את נטל הראיה אל המנהלים.

כל פונקציה f_n וכל פונקציה g_m מוגדרת עבור הערכים בקטע הסגור $[0,1]$. כל פונקציה f_n וכל פונקציה g_m מקבלת ערכים בטווח $[0,1]$. ולבסוף, גם כל פונקציה f_n וכל פונקציה g_m היא פונקציה רציפה ועולה, כך ש- $f_n(1) = 1$; $g_m(1) = 1$.¹⁶⁵ מאחר שמנהלים שקיימו את דרישת הרציונל העסקי אינם מפסידים דבר מן הגילוי המלא, הרי שגם כאשר זמינות בידיהם אסטרטגיות הגילוי החלקי, הם ימשיכו לנקוט את אסטרטגיית הגילוי המלא, ומכאן ש- $r_s \rightarrow 1$. די בכך כדי להפוך את אסטרטגיית הגילוי המלא גם לאסטרטגיה האופטימלית למנהלים המפרים:

$$\lim_{r_s \rightarrow 1} g_m(r_s) = 1$$

$$p^* \rightarrow 1$$

$$\lim_{p^* \rightarrow 1} f_n(p^*) = 1$$

$$\lim_{r_s \rightarrow 1} f_n(g_m(r_s)) = 1$$

$$\hat{r} \rightarrow 1 \text{ או } r_s \rightarrow 1 \text{ בהתקיים}$$

מכאן שבאותם מקרים אשר בהם טרוניית בעלי-המניות אינה סתמית, והם איתרו רסיסי אינפורמציה המצביעים על חשד ממשי להפרה ($p^* \rightarrow 1$), לא משנות אפשרויות הגילוי החלקי מן התוצאות אליהן הגעתי על בסיס החלוקה הדיכוטומית של אסטרטגיות המנהלים לגילוי מלא ולא-גילוי מלא.¹⁶⁶

לבסוף, מעניין לציין כי בתוספת של מגבלה אחת נוספת על f_n ו- g_m , ניתן אפילו להראות שמנהלי-החברה עצמם אינם צריכים להכיר את f_n ו- g_m החלות למעשה, כדי שבחירתם בין האסטרטגיות השונות תהיה תואמת את הניתוח האמור.

165 היינו: ככל שמקובל גילוי סטנדרטי מלא יותר, גם מסתבר שאי-גילוי חלקי מסוים ירמז על הפרה, וגדלה ההסתברות שכתוצאה ממנו ומרסיסי האינפורמציה שבידי בעלי-המניות יעביר בתי-המשפט את נטל הראיה אל המנהלים להראות כי פעלו בשורה. משמעות ההנחה ש- $g(1) = 1$ היא, שכאשר מקובל גילוי מלא של האינפורמציה לבעלי-המניות כאשר לפעולה מן הסוג הנדון, די בהסתרת פרט זה או אחר כדי להביא להעברת נטל הראיה בהסתברות של $p^* = 1$.

כך גם ככל שההסתברות להעברת נטל הראיה עקב אי-גילוי במידה זו או אחרת עולה, כן ייאלצו מנהלי-החברה המפרים לנקוט גילוי מלא יותר. משמעות ההנחה ש- $f(1) = 1$ היא, שכאשר הסתרת פרט זה או אחר יביא על מנהלי-החברה את אותן תוצאות של אי-הגילוי המלא $p^* = 1$, הרי שלפי הניתוח לעיל $p^* \geq \bar{p}$ ואסטרטגיית הגילוי המלא היא העדיפה.

166 לא ניתן לבסס מסקנה כללית של $p^* \rightarrow 1$ מאחר שערכו של p^* תלוי תמיד באינפורמציה שאיתרו בעלי-המניות על ההפרה. בכל אותם מקרים של תביעות קנטרניות בהחלט ייתכן, כי הגם שהמנהלים נמנעו מלהיענות לכל בירור-סרק מצד בעלי-המניות, לא יגרסו הדבר להתערבות שיפוטית. לעומת זאת, באותם מקרים שבהם חשד ההפרה שאיתרו בעלי-המניות הוא ממשי, די יהא באי-הגילוי כדי שיתקיים $p^* \rightarrow 1$.

מאחר ש- $f_n(1) = 1$; $g_m(1) = 1$ היא נקודת-התכנסות הן של הסדרה $\{f_n(p^*)\}_{n=1}^\infty$ הן של הסדרה $\{g_m(r_s)\}_{m=1}^\infty$; ומכאן שקיימים תחומים $x_f, x_g \in [0,1]$, שהם תחומי-התכנסות של f_n ו- g_m , בהתאמה.

בהתקיים התנאי הנוסף, שלפיו מתכנסת כל אחת מסדרות הפונקציות במידה שווה, הרי שגם הפונקציות הגבוליות f, g של סדרות הפונקציות $\{f_n(p^*)\}_{n=1}^\infty$ ו- $\{g_m(r_s)\}_{m=1}^\infty$ הן פונקציות רציפות ועולות, כך ש- $f(1)=1$ ו- $g(1)=1$; ומכאן שרצף הגבולות שניתחתי לעיל מתקיים גם עבור הפונקציות הגבוליות f, g , ולא רק עבור כל פונקציה f_n ו- g_m .

במלים אחרות: ניתן לרכך את הנחת הרציונליות ולהניח, שמנהלי-החברה עצמם אינם מכירים את f_n ו- g_m , אלא די בידיעתם על קירוב של פונקציות אפשריות אלו, כדי שאופן בחירתם בין האסטרטגיות השונות לא ישתנה ותוצאות הניתוח לעיל תעמודנה בעינן.
